

**DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO**  
Da inserire come prima pagina della tesi

Il/la sottoscritto/a

COGNOME | Marenot |

NOME | Diego |

Matr. | 1217462 |

Titolo della tesi:

| Politiche fiscali e finanziamento d'impresa (1962-1974) |

| |

Dottorato di ricerca in | Storia economica e sociale |

Ciclo | XXII° |

Tutor del dottorando | Franco Amatori |

Anno di discussione | 2010 |

**DICHIARA**

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
  - tesi di dottorato (titolo *tesi*) .....Politiche fiscali e finanziamento d'impresa (1962-1974)..... ;
  - di (*cognome e nome del dottorando*) ...Marenot Diego..... ;
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno ...2010..... (*anno di discussione*);
  - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
  - **solo nel caso sia stata sottoscritta apposita altra dichiarazione con richiesta di embargo:** La tesi è soggetta ad embargo della durata di ..... mesi (indicare durata embargo);
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviare ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data  30 gennaio 2010

F.to (indicare nome e cognome)  Diego Marenot

**Università commerciale L. Bocconi**

**Dottorato di ricerca in storia economica e sociale**

**DIEGO MARENOT**

***POLITICHE FISCALI E FINANZIAMENTO D'IMPRESA (1962-1974)***

**Tutori: prof. Franco Amatori e prof. Roberto Artoni**



## INDICE

**Abbreviazioni** p. 7

**Introduzione** p. 8

**1. Il capitalismo italiano e il centro-sinistra** p. 14

1.1 Filibustieri e padroni del vapore p. 14

1.2 Il centro-sinistra p. 28

**2. Il giro di vite del 1962** p. 37

2.1 L'imposizione sulle S.p.a p. 37

2.2 Le imposte sull'azionista p. 41

2.3 L'aumento delle aliquote p. 44

2.4 La cedolare p. 50

**3. Le imposte sui redditi societari in Europa** p. 65

3.1 Regno Unito p. 69

3.2 Francia p. 73

3.3 Belgio p. 75

3.4 Repubblica Federale Tedesca p. 78

3.5 Austria p. 83

3.6 Paesi Bassi p. 84

3.7 Svizzera p. 86

3.8 Liechtenstein p. 88

3.9 Lussemburgo p. 88

**4. Lo "sciopero del capitale"** p. 92

4.1 Il calo degli investimenti p. 92

4.2 L'esportazione di capitali p. 98

4.3 La struttura finanziaria delle società p. 103

4.4 Il mercato dei valori mobiliari	p. 116
<b>5. Un passo indietro</b>	<b>p. 131</b>
5.1 La cedolare secca	p. 131
5.2 L'abolizione della cedolare secca	p. 139
5.2.1 Il ritorno alla ritenuta d'acconto	p. 139
5.2.2 Azionariato popolare e diritto societario	p. 141
5.2.3 La cedolare vaticana	p. 149
5.2.4 Conclusioni	p. 152
<b>6. La seconda fase del centro-sinistra</b>	<b>p. 154</b>
6.1 I vantaggi per gli investimenti	p. 154
6.2 Tentativi per rilanciare il capitale di rischio	p. 167
<b>7. Lo sciopero del capitale e la Banca d'Italia</b>	<b>p. 176</b>
<b>8. La riforma tributaria</b>	<b>p. 192</b>
8.1 Dalla Commissione Cosciani alla proposta Visentini	p. 192
8.2 Il disegno di legge del 1969	p. 205
8.3 Il dibattito parlamentare e la rinuncia al credito d'imposta	p. 220
8.4 Effetti della riforma sulle società per azioni	p. 231
<b>9. Consob e cedolare secca</b>	<b>p. 238</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>p. 248</b>
<b>Fonti e bibliografia</b>	<b>p. 255</b>

## ABBREVIAZIONI

ACS, Archivio Centrale dello Stato  
APC, Atti Parlamentari, Camera dei Deputati  
APS, Atti Parlamentari, Senato della Repubblica  
CAA, Capital Allowances Act  
CICR, Comitato interministeriale per il credito e il risparmio  
CGI, Code Général des Impôts  
CIR, Code des impôts sur les Revenus  
CIPE, Comitato interministeriale per la programmazione economica.  
DIN, Decreto del Consiglio federale concernente la riscossione d'una imposta per la difesa nazionale  
ESt, Einkommensteuer  
EStG, Einkommensteuergesetz  
FA, Finance Act  
GewSt, Gewerbesteuer  
GU, Gazzetta Ufficiale  
ICTA, Income and Corporation Taxes Act  
IB, Wet op de inkomstenbelasting  
ICTA, Income and Corporation Taxes Act  
KSt, Körperschaftsteuer  
KStG, Körperschaftsteuergesetz  
LIP, Legge federale su l'imposta preventiva  
MEC, Mercato europeo comune  
OIP, Ordinanza di esecuzione della legge federale sull'imposta preventiva  
SEC, Securities and Exchange Commission  
VPB, Wet op de vennootschapsbelasting  
VSt, Vermögensteuer  
VStG, Vermögensteuergesetz  
TU, Testo Unico

## **Introduzione**

Una peculiarità del sistema economico italiano è sicuramente la centralità del sistema bancario. Negli anni venti questa centralità era rappresentata dalle banche miste, che sostenevano lo sviluppo delle imprese sia tramite il credito finanziario, sia mediante la diretta assunzione di partecipazioni. La presenza delle banche nel capitale delle società favorì la crescita del mercato azionario, che assunse dimensioni di rilievo in rapporto al reddito nazionale. Non si trattava però di un mercato avente forza propria e la crisi delle banche miste, che controllavano le borse, determinò anche il declino del mercato azionario e della borsa quale luogo di reperimento delle risorse finanziarie necessarie alle imprese. La specializzazione del credito, sancita dalla legge bancaria del 1936, stabilì la centralità degli istituti di credito quali fornitori dei finanziamenti a lungo termine. Nell'immediato dopoguerra le borse sembrarono riacquistare quella funzione che negli anni precedenti la crisi del '29 avevano assunto, ma questa volta senza la tutela delle banche. Le borse crebbero dalla dopoguerra sino al 1962 sia in termini di quotazioni, sia di scambi, sia di emissioni di titoli. Pur non raggiungendo mai le dimensioni dei maggiori mercati, quali quello statunitense e inglese, il mercato azionario italiano fu in grado di offrire alle imprese italiane un canale di finanziamento alternativo a quello del sistema bancario tutt'altro che trascurabile. Le emissioni azionarie risultarono, soprattutto negli anni 1957-62, superiori anche a quelle degli altri principali pesi europei, Francia, Germania, Regno Unito. Nel 1962 il volume delle emissioni toccò l'apice, già in presenza di un andamento calante delle quotazioni. Dall'anno successivo la borsa italiana entrò in una crisi lunghissima che durò fino al 1977. Una crisi caratterizzata da una sempre minore capacità di collocare titoli, sino a diventare solamente un luogo per operazioni speculative, e da una tendenza al ribasso delle quotazioni, seppure in presenza di alti tassi di inflazione.

Nel momento in cui si poteva ritenere che il sistema imprenditoriale si avviasse verso un modello di finanziamento esterno basato sul ricorso al capitale di rischio, si verificò una repentina svolta, in seguito alla quale crebbe il ricorso all'indebitamento. La svolta avvenne in seguito allo slittamento salariale del 1961-62, che riducendo i margini di



profitto, avrebbe dovuto aumentare il bisogno delle imprese di ricorrere all'aumento di capitale, in misura analoga a quanto descritto da Lamfalussy per i mercati europei<sup>1</sup>. L'accresciuta necessità di finanziamento esterno trovò invece come esito o la riduzione degli investimenti o il maggiore ricorso al finanziamento degli istituti di credito. Venne così a formarsi il famoso fenomeno della "doppia intermediazione", per cui i risparmiatori affidavano i loro risparmi ai depositi bancari, le aziende di credito sottoscrivevano obbligazioni degli istituti di credito speciale, e questi ultimi erogavano il credito a medio-lungo termine, soprattutto sottoforma di mutui ipotecari, alle imprese. Il sistema della doppia intermediazione, com'è stato fatto notare, non era una deformazione patologica, ma era pienamente coerente con la struttura finanziaria italiana, tuttavia quel sistema si adattava molto bene all'economia autarchica, molto meno a un'economia aperta<sup>2</sup>.

La tendenza dell'impresa italiana a dipendere sempre più dal sistema bancario coincise con un altro grande cambiamento a livello politico, il varo del centro-sinistra. La stagione del centro-sinistra si aprì nel 1962 col sostegno esterno da parte del partito socialista al governo Fanfani, sulla base di due condizioni: la scuola media unica e la nazionalizzazione del settore elettrico. Obiettivo di questa tesi è analizzare il rapporto esistente tra le politiche del centro-sinistra e la tendenza delle imprese a finanziarsi tramite l'indebitamento. Il periodo oggetto dell'indagine va dal 1962 al 1974, dall'ingresso dei socialisti nella maggioranza parlamentare sino alla loro ultima partecipazione alla coalizione di centro-sinistra che si chiuse appunto nell'autunno del 1974. L'ipotesi che questa tesi intende sostenere è che le scelte fiscali abbiano avuto un ruolo determinante nel disincentivare il ricorso al capitale proprio e abbiano determinato altri fenomeni quali la riduzione degli investimenti, o la fuga dei capitali. Le diverse imprese sono state interessate in maniera difforme da questi fenomeni, pertanto in questa tesi si è scelto di rivolgere l'indagine agli effetti che la normativa fiscale ha

---

<sup>1</sup> Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Torino, Einaudi 1972; *Rapporti Lorain e De Voghel sul finanziamento degli investimenti in Francia e Belgio*, Cariplo, Milano 1965; Ruozi R., *I rapporti Lorain e De Voghel*, Giuffrè, Milano 1965; Ocde, *Etudes sur les marchés des capitaux*, Paris 1967.

<sup>2</sup> de Cecco M., *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni '20 agli anni sessanta*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997.

avuto su un tipo particolare d'impresa, la grande impresa privata sotto forma di società per azioni, essendo stato questo il tipo di impresa principalmente interessato dai mutamenti legislativi. Il 1962 fu un anno cruciale per le società per azioni. Da un lato aumentò il carico fiscale derivante dall'imposta di ricchezza mobile e dell'imposta complementare, dall'altro l'introduzione di una ritenuta d'acconto sugli utili distribuiti, grazie alla nuova modalità di accertamento, rompeva la consolidata abitudine degli azionisti italiani a non dichiarare quei redditi ai fini dell'imposta complementare. Naturalmente, oltre alla modificazione delle convenienze individuali che il fisco poteva avere sulle scelte d'investimento, le decisioni politiche avevano sui contribuenti risvolti psicologici che potevano amplificare l'effetto delle minori o maggiori convenienze che le iniziative fiscali producevano concretamente. Da un lato il regime della nominatività obbligatoria dei titoli azionari, unico caso in Europa, e lo Schedario generale dei titoli non riscuotevano certo la simpatia degli investitori, dall'altro le pretese riformistiche dei socialisti generavano il timore che il capitalismo fosse in discussione.

I momenti in cui il centro-sinistra intervenne in materia fiscale, con conseguenze più o meno profonde per le modalità di finanziamento delle società per azioni sono cinque: l'aumento delle aliquote e l'introduzione della cedolare nel 1962 (capitolo 2); la revisione temporanea del regime della cedolare, con l'introduzione della cedolare "secca" nel 1964, quando, di fronte allo "sciopero del capitale"<sup>3</sup> che si manifestò con esportazioni di capitali, diminuzione degli investimenti e disavanzo della bilancia dei pagamenti, la nuova coalizione governativa dovette tornare sui suoi passi (capitolo 5); l'iniziativa assunta dal ministro del Tesoro Colombo, che, di fronte all'intensificarsi del fenomeno dell'esportazione di capitali negli anni 1968-70, riuscì a far approvare solo piccoli provvedimenti in favore degli investimenti nel 1969 e in favore degli aumenti di capitale e della quotazione in borsa nel 1970 (capitolo 7); la riforma tributaria, approvata nel 1971 ed entrata in vigore tra il 1973 e il 1974 (capitolo 8); la cedolare "secca" del 1974 (capitolo 9). Il centro-sinistra si caratterizzò non solo per le cose fatte, ma, forse soprattutto, per quelle non fatte, come la mancata istituzione dei fondi

---

<sup>3</sup> Salvati M., *Economia e politica in Italia dal dopoguerra a oggi*, Garzanti, Milano 1984, pp. 89-97; *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Laterza, Roma-Bari 2000; *Il sistema economico italiano: analisi di una crisi*, Il Mulino, Bologna 1975.

d'investimento, la mancata riforma delle società per azioni, la mancata tutela degli azionisti di minoranza. Mancò dunque, oltre ad un sistema tributario non repressivo verso alcune tipologie di investimento, anche un quadro normativo adeguato alle necessità di un moderno mercato dei capitali e a tutela dei risparmiatori. La regolamentazione del mercato del resto si intrecciava inestricabilmente con quella fiscale.

Molti hanno sostenuto la tesi secondo cui i risparmiatori italiani avrebbero avuto una particolare preferenza per la liquidità e che da questo sia dipesa la ristrettezza del mercato azionario<sup>4</sup>. Sicuramente la preferenza per la liquidità è cresciuta negli anni sessanta ed è diventata prassi comune del risparmiatore negli anni settanta, ma ciò è avvenuto in seguito alla crisi della redditività dell'investimento azionario e in seguito all'aumento dei tassi d'interesse verificatosi a partire dal 1969. L'impossibilità di trovare un adeguato rendimento in altre forme di investimento impose il ricorso ai depositi bancari. Quando le condizioni lo permisero, vale a dire sino al 1962, i risparmiatori sottoscrissero o acquistarono i titoli emessi dalle imprese. L'alto livello delle emissioni fino al 1962 pone le premesse per la confutazione di un'altra tesi, quella della mancanza dell'offerta di azioni dovuta alla riluttanza delle imprese italiane a ricorrere allo strumento dell'aumento di capitale allo scopo di mantenere intatto l'assetto di controllo<sup>5</sup>.

Il problema della grande impresa italiana nel corso degli anni 1962-74, come cerco di spiegare nel quarto capitolo, è soprattutto la progressiva crisi di redditività, che porta alle consistenti perdite dei primi anni settanta. La riduzione dei profitti non poteva non riflettersi sui corsi dei titoli, per quelle imprese che erano quotate, provocando perdite molto consistenti per gli investitori. Il picco negativo fu raggiunto nel 1977. Se l'inizio della crisi della borsa italiana coincise con la cedolare, l'uscita dal tunnel seguì un altro

---

<sup>4</sup> Carli G., Monti M., Padoa Schioppa T., *Sviluppo e stabilità delle strutture finanziarie: la recente esperienza internazionale e il caso italiano*, in Cesarini F. e Onado M., *Struttura e stabilità del sistema finanziario italiano*, Il Mulino, Bologna 1979, p. 212; Cesarini F., *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Il Mulino, Bologna 1976, pp. 34 e ss.; La Francesca S., *Storia del sistema bancario italiano*, Il Mulino, Bologna 2004, p. 236; Monti M., *La struttura finanziaria italiana: una sintesi*, in "Tendenze Monetarie", n. 20-21, agosto 1975.

<sup>5</sup> Filippi E., *Le duecento maggiori società industriali italiane, 1966-1967*, in "L'impresa", n.2, 1969; Cesarini F., *Struttura finanziaria...*

provvedimento di natura fiscale, l'introduzione del credito d'imposta sui dividendi azionari. Il credito d'imposta consentiva di recuperare almeno parzialmente l'imposta pagata dalla società e di limitare quindi la duplicazione dell'imposta sul dividendo che l'azionista era tenuto a denunciare ai fini dell'imposta personale. Il sistema del credito d'imposta si impose tra gli anni sessanta e gli anni settanta nei maggiori paesi europei e anche in Italia se ne discusse nel periodo del centro-sinistra nell'ambito della riforma tributaria, ma il Parlamento rifiutò tale sistema.

Altri hanno individuato nella discriminazione operata dal sistema fiscale tra titoli a reddito fisso e titoli azionari un incentivo all'indebitamento e un ostacolo allo sviluppo del mercato azionario<sup>6</sup>, tuttavia sin'ora nessuno aveva tenuto assieme i due temi, quello del regime fiscale applicato ai titoli mobiliari e quello delle imposte gravanti sulle società per azioni, che invece a mio avviso sono inscindibili. Non sarebbe altrimenti possibile determinare il carico fiscale complessivamente gravante sull'investimento azionario e operare un confronto internazionale, in base al quale giustificare l'esistenza di una maggiore convenienza fiscale negli altri paesi europei. D'altra parte sin'ora ci si è limitati a prendere atto, della normativa allora vigente, senza studiare il processo decisionale che aveva condotto a determinate scelte. C'è anche chi non condivide l'importanza attribuita ai fattori fiscali<sup>7</sup>, basandosi sulla constatazione che nel corso degli anni sessanta e ancor più negli anni settanta è aumentata la quota di spesa pubblica che è affluita alle imprese sottoforma di trasferimenti in conto capitale e di crediti agevolati<sup>8</sup>. Non si può non obiettare che la concessione di crediti agevolati costituiva piuttosto un ulteriore potente fattore di discriminazione a favore dell'indebitamento. I finanziamenti a fondo perduto avevano invece come finalità lo sviluppo delle aree meno

---

<sup>6</sup> Calamanti A., *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi del secondo dopoguerra*, Franco Angeli, Milano 1977; Aleotti A., *Borsa e industria in Italia*, Edizioni di Comunità, Milano 1990; Barbiellini Amidei F. e Impenna C., *Il mercato finanziario delle imprese negli anni Cinquanta*, in Cotula F. (a c. di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Laterza, Roma-Bari 1999, pp. 657-877.

<sup>7</sup> de Cecco M., *Il finanziamento delle imprese industriali*, in Minervini G. (a c. di), *La crisi dell'impresa industriale: ristrutturazione, riconversione, risanamento finanziario*, Liguori, Napoli 1980; Battilossi S., *Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, in Assi, "Annali di storia dell'impresa", Marsilio, Venezia 1992.

<sup>8</sup> Pontolillo v., *Profili del sistema di credito speciale*, Ente per gli studi monetari bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma 1976.

industrializzate e quindi erano fortemente caratterizzati geograficamente. La concessione di incentivi per la creazione di impianti industriali, che senza tali politiche non sarebbero mai stati realizzati, non può essere messa sullo stesso piano della normativa fiscale generale.

I capitoli 2, 5, 7, 8 e 9 sono dedicati all'analisi dei provvedimenti fiscali oggetto della tesi e alle motivazioni politiche alla base di quelle scelte. Il dibattito politico è stato ricostruito facendo ricorso agli Atti parlamentari e ai verbali del Consiglio dei ministri conservati presso l'Archivio centrale dello stato. Nel terzo capitolo si è dato conto della legislazione in materia di imposte sui redditi societari nei vari paesi europei, al fine di considerare il caso italiano in una prospettiva comparata. Nel quarto capitolo sono descritti alcuni mutamenti avvenuti nel corso degli anni sessanta, già definiti come "lo sciopero del capitale", vale a dire la riduzione degli investimenti industriali, l'esportazione di capitali, la contrazione delle emissioni di titoli azionari, la riduzione della componente del capitale di rischio nel passivo delle imprese. A tale scopo si è fatto uso di ampio materiale statistico, principalmente della Banca d'Italia e dell'Ocse. Per la ricostruzione della struttura finanziaria della grande impresa italiana si è fatto ricorso, oltre a statistiche già esistenti, ai dati di bilancio contenuti nei repertori dell'Assonime. Infine nel settimo capitolo si è dato conto della posizione della banca centrale in merito ai fenomeni sopra citati.

## 1. Il capitalismo italiano e il centro-sinistra

### 1.1 Filibustieri e padroni del vapore

All'uscita dal secondo conflitto mondiale il capitalismo italiano appariva caratterizzato da una forte concentrazione e retto da una ristretta oligarchia. Nel 1939 Ettore Conti, industriale elettrico, presidente della Confindustria e della Banca commerciale annotò nel suo taccuino: "In questo periodo in cui si afferma quotidianamente di voler andare verso il popolo, si è venuto formando un'oligarchia finanziaria che richiama, nel campo industriale, l'antico feudalesimo. La produzione è, in gran parte, controllata da pochi gruppi, a ognuno dei quali presiede un uomo. Agnelli, Cini, Volpi, Pirelli, Donegani, Falck, pochissimi altri, dominano completamente i vari rami dell'industria"<sup>9</sup>. Peraltro i vari gruppi si presentavano legati tra di loro da una rete di incroci azionari. Al centro di questo intreccio vi era la Bastogi, un vero e proprio "salotto buono" all'interno del quale erano presenti i maggiori gruppi industriali e finanziari del paese: Fiat, Generali, Edison, Sade, La Centrale, Pirelli e IRI. La maggior parte delle partecipazioni della Bastogi erano nel settore elettrico, in particolare nella Edison e nella Centrale. La Edison con oltre 300 mila azionisti era la maggiore società del settore ed era partecipata oltre che dalla Bastogi, dalle famiglie Crespi e Feltrinelli, dalla Fiat, dalla Pirelli, dalle Generali e dalla Sade. Quest'ultima era la seconda più importante società dell'industria elettrica, ma aveva interessi anche in altri settori quali gli alberghi, tramite la Ciga, il porto di Marghera, le acque potabili. Tra i suoi azionisti vi erano le famiglie veneziane Volpi, Cini e Gaggia. La Centrale, aveva più la fisionomia di una società finanziaria di gestione di partecipazioni, soprattutto nel settore elettrico, ma anche nella società telefonica Teti. Gli azionisti di riferimento erano le famiglie Pirelli e Orlando e la Bastogi. La Bastogi figurava anche nella Sme (Società Meridionale di Elettricità), partecipata anche dall'Iri e dalla Société Financière Italo-suisse, dietro la

---

<sup>9</sup> Conti E., *Dal taccuino di un borghese*, Bologna, 1986, p. 432.

quale vi erano importanti famiglie italiane. La Fiat era controllata dalla IFI della famiglia Agnelli. Il gruppo era presente in Bastogi, Edison e Montecatini. La Montecatini era la principale industria chimica e contava oltre cinquantamila azionisti. Il suo maggiore azionista era l'IRI, con l'8 per cento del capitale. Tra gli azionisti vi era anche la Pirelli. La Pirelli, controllata dalla famiglia omonima, ma di cui erano azionisti anche gli Orlando, era la più internazionale fra le grandi società italiane ed era controllata dalle holding di Bruxelles e di Basilea. Le altre principali aziende erano la Snia Viscosa di Franco Marinotti, la Italcementi dei Pesenti, che controllava metà del settore del cemento, la BPD (Bombrini-Parodi-Delfino) dei Parodi-Delfino, operante nei settori chimico, cementiero e tessile, La Falck della omonima famiglia. Si trattava per la maggior parte di società a controllo familiare: in alcuni casi questo controllo era stretto (BPD, Falck), in altri era esercitato tramite *holdings* (Fiat e soprattutto Pirelli). In altre società, Motecatini, Edison e Sade, il capitale risultava diluito tra un gran numero di azionisti, ma non si trattava di *public companies* vere e proprie, anzi, proprio la frammentazione dell'azionariato permetteva il controllo da parte di un gruppo ristretto di azionisti o da parte degli stessi amministratori. L'8 per cento della Edison, ad esempio, era nelle mani di società controllate, allo stesso modo la Selt-Valdarno, controllata dalla Centrale, era tra i maggiori azionisti della Centrale. Il 15 per cento della Snia era nelle mani delle sue affiliate. I legami tra gruppi erano rafforzati anche da "società ponte", partecipate da due o più grandi imprese. Il capitalismo privato italiano era dunque un circolo molto ristretto, caratterizzato da atteggiamenti collusivi e dalla scarsa presenza in molti casi della maggioranza degli azionisti, peraltro privi di ogni tutela<sup>10</sup>.

In assenza di investitori istituzionali, gli unici esempi che più si avvicinavano al modello dell'*investment trust* erano le due società finanziarie Invest e La Centrale, la cui funzione era appunto la gestione di partecipazioni azionarie. Poco rilievo avevano le compagnie di assicurazione, che, anzi erano oggetto d'interesse da parte dei gruppi industriali. Si affermò la tendenza da parte di questi ultimi di acquisire il controllo di società di assicurazione e di aziende di credito, al fine di potersi assicurare l'enorme

---

<sup>10</sup> Sulla grande impresa in Italia si veda *La grande impresa*, in Amatori F, Bigazzi D., Giannetti R., Segreto R. (a c. di), *Storia d'Italia. Annali. XV. L'industria*, Einaudi, Torino 1999, pp. 691-753.

mole di liquidità che questi soggetti potevano garantire e rafforzare le posizioni di controllo degli stessi gruppi industriali, tra i cui azionisti figuravano anche le maggiori compagnie. Il gruppo Pesenti controllava la Ras, Snia Viscosa controllava La Fondiaria, successivamente passata alla Montedison e poi ancora al gruppo Bonomi, la Fiat acquisì la Toro, il gruppo Cini-Volpi (azionisti della Sade) controllava il Credito industriale di Venezia, l'Italcementi era presente nella Banca provinciale lombarda di Bergamo e nel Credito commerciale, il gruppo Edison controllava il Banco Lariano, La Centrale era presente nella Banca popolare di Milano, La Bastogi nella Banca popolare di Valdagno, la Fiat nella Banca popolare di Novara. L'egemonia esercitata dai grandi gruppi si rifletteva nella presenza di esponenti imprenditoriali nei consigli di amministrazione degli istituti di credito<sup>11</sup>.

La visione che del capitalismo italiano avevano alcuni protagonisti della stagione del centro-sinistra, sia i repubblicani come Ugo La Malfa e Bruno Visentini, sia i socialisti come Lombardi, almeno da quanto emerge dai dibattiti parlamentari sulle questioni fiscali, che sono al centro di questa tesi, risentiva delle critiche che arrivavano, non tanto dalla sinistra marxista, quanto da fautori del libero mercato come quelli che si riunivano attorno al settimanale "Il Mondo". Tra questi vi erano Mario Pannunzio, il fondatore, Ernesto Rossi, Leopoldo Piccardi e il giurista Tullio Ascarelli. La rivista promosse una serie di convegni tra i quali va sicuramente ricordato quello del 1955 contro i monopoli, che ebbe tra i suoi protagonisti esponenti politici come La Malfa e Visentini<sup>12</sup>. Proprio Rossi, amico di Calamandrei, di Salvemini e dei fratelli Rosselli, nonché allievo di Einaudi, denunciò con i suoi articoli le malefatte dei capitalisti italiani. Al capitalismo italiano si rimproverava il legame con la politica e le burocrazie ministeriali, l'incapacità degli amministratori, la ricerca di condizioni di monopolio e di profitto al di fuori del mercato. Il modello cui si ispiravano i detrattori del capitalismo italiano era quello americano, in cui leggi quali lo Sherman Act prima (1890) e il Clayton Act dopo (1914) proibivano la costituzione di cartelli o accordi tra aziende operanti negli stessi settori, al fine di salvaguardare la concorrenza e di tutelare, oltre al mercato, i consumatori. I

---

<sup>11</sup> Battilossi, *Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, in Assi, "Annali di storia dell'impresa", n. 8, 1992, pp. 216-221.

<sup>12</sup> Piccardi L., La Malfa U., Ascarelli T., Rossi E., *La lotta contro i monopoli*, Laterza, Bari 1955.



maggiori gruppi industriali italiani, Fiat, Falck, Pirelli, Montecatini, Italcementi, Snia, Edison, Sade, BPD, erano accusati di controllare il rispettivo mercato e di operare in condizioni non concorrenziali. L'accusa di agire in condizioni di monopolio era particolarmente calzante nel caso dell'industria elettrica, dominata da poche grandi società, Edison, Sade, La Centrale, Sem e Sip, che nelle rispettive aree geografiche avevano il totale controllo del mercato. A controllare che le stesse società non praticassero prezzi troppo alti, nel settore elettrico come in molti altri settori, doveva essere il Comitato interministeriale sui prezzi, che però, nell'impossibilità di stabilire con esattezza i costi di produzioni, di fatto consentiva alle società di operare con impianti obsoleti, di non ricercare la massima efficienza, di mantenere amministratori incapaci, e nonostante tutto di ricavare dei sovraprofiti. A tutto ciò si aggiungeva la mancanza di trasparenza, l'impossibilità per chiunque non facesse parte della dirigenza delle grandi imprese di conoscere la reale gestione delle società, che non fornivano dati, se non estremamente stringati. Celando al pubblico le informazioni potevano occultare i profitti, sottraendoli al controllo degli azionisti, e utilizzarli per acquisire partecipazioni, allargando così il proprio potere e la propria influenza, ricorrendo a società di comodo di cui non si riusciva a sapere nulla, per comprare giornali, acquisire il consenso, finanziare partiti, corrompere le burocrazie ed ottenere in cambio affari di vario tipo, tariffe e prezzi adeguati, contingentamenti e dazi alle importazioni. Il principio seguito secondo i detrattori era: "privatizzare i profitti e socializzare le perdite"<sup>13</sup>. L'esistenza di un rapporto malsano tra la politica e il mondo degli affari fu in qualche modo denunciata dallo stesso Presidente del Senato Cesare Merzagora, che nel 1960 minacciò le dimissioni proprio in contestazione di quell'"atmosfera di corruzione che pesa sulla vita pubblica italiana, inquinata dall'affarismo e dagli interventi finanziari illeciti e ben noti dei grandi gruppi di potenze parastatali e privati"<sup>14</sup>.

Alla difesa del libero mercato sul modello americano, Angelo Costa, presidente della Confindustria dal 1945 al 1955 e di nuovo dal 1966 al 1970, contrapponeva le peculiarità del sistema italiano. Negli Stati Uniti vi era un mercato di tali dimensioni e di

---

<sup>13</sup> Rossi E., *Capitalismo inquinato*, Laterza, Roma-Bari, 1993.

<sup>14</sup> Citato in Mack Smith D., *Storia d'Italia dal 1861 al 1997*, Laterza, Roma-Bari 1997.

tale sviluppo che, qualora vi fosse stato un cartello tra i produttori di un determinato bene e ciò avesse comportato un rialzo dei prezzi praticati, i consumatori non avrebbero potuto fare ricorso alle importazioni, poiché nel mondo non vi erano altri produttori in grado di soddisfare le richieste di quel mercato. In Italia invece, ogni qualvolta il governo avesse voluto diminuire il prezzo di un determinato bene o aumentare la concorrenza interna, avrebbe potuto ottenere facilmente questo risultato tramite la politica doganale, aprendo alle merci straniere. Non era dunque necessaria una legislazione antitrust quale quella vigente negli Stati Uniti<sup>15</sup>.

Non tutti all'interno del gruppo degli amici del "Mondo" condividevano la linea liberoscambista pura di Rossi. La Malfa, che concordava sulla necessità di attuare una politica degli scambi in funzione antimonopolistica, ritenendo impossibile tornare alle condizioni del commercio internazionale precedenti il 1914, proponeva un liberoscambismo "discriminato", vale a dire la creazione di un mercato unificato tra i paesi europei, in cui le merci potessero circolare liberamente, ma protetto rispetto ad una eccessiva concorrenza da parte del resto del mondo<sup>16</sup>.

L'economia dell'autarchia e della guerra, con le sue corporazioni, le sue burocrazie, i suoi monopoli e soprattutto i dazi alle importazioni a tutela dei produttori interni, naturalmente era ancora in piedi nel dopoguerra. Tuttavia l'inserimento dell'Italia nell'economia internazionale comportava il progressivo smantellamento di tutte le bardature che il precedente regime aveva posto contro la concorrenza internazionale. La visione che del capitalismo italiano si aveva negli ambienti socialisti e della sinistra liberale era forse più consona al periodo degli anni '30, che non a quello del miracolo economico. L'idea di La Malfa trovò compimento nel corso degli anni cinquanta e sessanta grazie ad una serie di accordi internazionali che ridussero drasticamente i dazi alle importazioni. Sulla base degli accordi (Trattato di Roma del 25 marzo 1957), che portarono all'introduzione del Mercato comune europeo nel 1958, le tariffe dei dazi sui prodotti industriali importati dai paesi comunitari furono progressivamente abbattute sino alla loro completa soppressione avvenuta il primo luglio del 1967. Peraltro il livello

---

<sup>15</sup> "L'Espresso", 20 novembre 1955.

<sup>16</sup> *La lotta contro i monopoli*, pp. 185-200.

dei dazi precedente al trattato era mediamente del 18%, più alto di quello tedesco (8,4%), ma in linea con quello francese (18,4%). Anche la tariffa doganale comune, applicata ai paesi extra-comunitari, fu dimezzata tra il 1967 e il 1972, in seguito agli accordi del GATT del 13 maggio del 1967 (Kennedy Round), e si assestò all'8,2% medio<sup>17</sup>.

La polemica contro i monopoli comportava il sostegno alla nazionalizzazione di alcuni settori. Vi era la convinzione che le concentrazioni monopolistiche fossero causa, oltre che di un accentramento di potere economico, di un accentramento di potere politico<sup>18</sup>. Tale convinzione fu alla base della lettura che parte della coalizione del centro-sinistra diede del cosiddetto "sciopero del capitale"<sup>19</sup>, ovvero di una reazione da parte della "destra economica" contro la politica del governo, tesa a mettere in difficoltà l'esecutivo, soprattutto dopo l'istituzione della cedolare, mediante una manipolazione dei corsi di borsa. Dalla constatazione del potere politico delle grandi imprese Piccardi derivò la necessità di considerare questi enti non più soggetti di natura privata, bensì organi di natura pubblicistica. Non confidando nella capacità e nell'efficienza delle aziende pubbliche, riteneva inopportuno affidare ad aziende pubbliche il compito di concorrere con quelle private per rompere le situazioni di monopolio. Il passaggio dalla sfera privata a quella pubblica doveva essere sanzionato dalla nazionalizzazione del settore in cui imprese private avessero assunto la forma di un monopolio. La Malfa riteneva invece l'impresa pubblica un utile strumento di riduzione dei prezzi e di rottura delle posizioni monopolistiche, come era avvenuto per la siderurgia. La nazionalizzazione doveva essere il mezzo estremo cui fare ricorso nel caso in cui fossero falliti gli altri strumenti esistenti per colpire gli utili di monopolio: l'impresa pubblica, il Comitato

---

<sup>17</sup> Pierucci C. M. e Ulizzi A., *Evoluzione delle tariffe doganali dei prodotti manifatturieri nel quadro della integrazione economica europea*, in Banca d'Italia (a c. di), "Contributi alla ricerca economica", n. 3, 1973, pp. 269-283.

<sup>18</sup> *Ivi*, pp. 57-74 e Rossi E., *Capitalismo inquinato...*

<sup>19</sup> Salvati M., *Economia e politica in Italia dal dopoguerra a oggi*, Garzanti, Milano 1984, pp. 89-97; *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Laterza, Roma-Bari 2000; *Il sistema economico italiano: analisi di una crisi*, Il Mulino, Bologna 1975.

interministeriale dei i prezzi, una politica legislativa antitrust e una politica fiscale antitrust<sup>20</sup>.

Tullio Ascarelli si fece promotore di una riforma delle società per azioni basata sulla pubblicità e sulla analiticità dei dati di bilancio, soprattutto per le società quotate in borsa. La riforma doveva garantire una maggiore tutela delle minoranze, anche attraverso una loro rappresentanza nei collegi sindacali, doveva vietare gli incroci di partecipazioni e soprattutto doveva colpire l'accumulazione di sovraprofiti. Per raggiungere questo scopo e al contempo disincentivare la sistematica evasione dell'imposta complementare che si verificava con la mancata dichiarazione dei dividendi azionari da parte dei loro percettori, propose una misura fiscale alquanto drastica: un'imposta sulle riserve societarie. Alla base di questa proposta vi era la constatazione che la società per azioni consentiva l'evasione dell'imposta complementare, sia mediante la costituzione di società di comodo costituite proprio a questo scopo, sia grazie al mancato funzionamento dello Schedario dei titoli azionari, oppure mediante il passaggio dell'utile a riserva. In questo modo le società per azioni si trovavano avvantaggiate rispetto alle imprese individuali e questo scoraggiava l'iniziativa individuale a favore delle imprese di grandi dimensioni. Inoltre i gruppi di controllo, non interessati a distribuire i dividendi agli azionisti, erano spinti ad accantonare ingenti riserve, che a loro volta servivano ad estendere l'influenza dell'impresa. Una imposizione maggiore delle riserve avrebbe permesso di scoraggiare la loro accumulazione<sup>21</sup>. Bruno Visentini, pur riconoscendo la necessità di tassare i grandi redditi personali, contestò tale proposta, opponendo alla preoccupazione di ostacolare l'espansione della grande impresa, le ripercussioni che un tale genere di iniziativa avrebbe avuto sul sistema economico, tanto più in un paese come l'Italia a lenta accumulazione capitalistica<sup>22</sup>.

L'antifascismo contribuiva a peggiorare l'immagine del capitalismo italiano. Nelle parole di Ernesto Rossi si avverte il peso del pregiudizio ideologico nei confronti di tutta quella che era stata l'esperienza del ventennio e dei legami che con il potere politico

---

<sup>20</sup> *La lotta contro i monopoli*, pp. 89-94.

<sup>21</sup> *Ivi*, pp. 103-135; Ascarelli T., *I problemi delle società anonime*, in "Rivista delle società", n. 1, 1956, pp. 3-34, Ascarelli T., *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in "Rivista trimestrale di diritto e procedura civile", 1955.

<sup>22</sup> *La lotta contro i monopoli*, pp. 167-174.

potrebbe avere il capitalismo italiano di quel periodo. Il capitalismo monopolistico era oggetto di critica anche perché legato al corporativismo e all'autarchia del ventennio. Di un argomento controverso come la nominatività azionaria, che Mattioli definì "singolare nel Mec e plurale nei suoi effetti negativi", non colse la complessità e le implicazioni che un tale regime poteva avere sul mercato finanziario. Si limitò invece alla constatazione che, poco dopo la sua istituzione, la sua abolizione fu uno dei primi provvedimenti del governo Mussolini. L'abolizione della nominatività era dunque vista come premio per l'appoggio da parte del grande capitale al regime, anzi la marcia su Roma era la risposta del grande capitale al tentativo di colpirlo tramite la nominatività<sup>23</sup>.

Come già descritto negli anni trenta da Berle e Means per le corporations americane<sup>24</sup>, anche in Italia la diffusione delle azioni delle grandi società aveva dato luogo allo stesso processo di separazione tra la proprietà e il controllo. Ascarelli era il principale promotore di una riforma delle società che tutelasse le minoranze azionarie. Tale tutela si doveva realizzare sia con una maggiore pubblicità, sia rafforzando l'autotutela degli azionisti. La normativa avrebbe dovuto imporre una ampia pubblicità dei dati di gestione, il che avrebbe potuto sollecitare la costituzione di una stampa finanziaria disinteressata, il controllo dei dati da parte del Ciacr, in analogia a quanto avveniva negli Stati Uniti con la Sec, il collocamento delle azioni solo all'interno delle borse regolamentate, la responsabilità degli amministratori rispetto alle informazioni prodotte, la limitazione alla facoltà di derogare al diritto di opzione degli azionisti in caso di aumento di capitale, la pubblicazione del bilancio analitico con in allegato il bilancio delle partecipate. Per rafforzare la possibilità di controllo da parte degli azionisti di minoranza propose di aumentare il potere dell'assemblea degli azionisti, di regolare i compensi e le convenzioni tra amministratori e società, vietare gli intrecci di partecipazioni, di dare rappresentanza alla minoranza nel collegio sindacale e di stabilire un diritto al dividendo. L'autofinanziamento avrebbe dovuto avvenire solo tramite l'aumento di capitale, non con il passaggio dell'utile a riserva, che invece andava distribuito all'azionista, al quale non era possibile sottrarre il controllo sulle decisioni

---

<sup>23</sup> Rossi E., *I padroni del vapore*, Laterza, Bari 1955.

<sup>24</sup> Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York-London, 1932.

d'investimento. Per Ascarelli il disinteresse dei piccoli azionisti non era un dato acquisito, bensì il risultato dell'esistenza di gruppi di controllo, che, anche grazie agli intrecci di partecipazioni, assicuravano al management o a un ristretto nucleo di azionisti la possibilità di nominare il consiglio di amministrazione e vanificavano il singolo voto degli altri azionisti<sup>25</sup>. Giuseppe Ferri concordava sulla separazione tra potere e responsabilità all'interno delle grandi società, nelle quali il potere era in mano agli amministratori, mentre la responsabilità era a carico degli azionisti, ma riteneva impraticabile la strada dell'autotutela degli azionisti proposta da Ascarelli. Data per definitivamente acquisita la partecipazione dei piccoli azionisti all'assemblea, dal momento che gli azionisti compivano un atto di investimento, non di partecipazione alla gestione, la soluzione più realistica era quella del controllo esterno, pubblicistico, come già suggerito da Berle e Means, sul modello della Sec, e di controlli esterni alla società sul modello inglese dei *public accountants*<sup>26</sup>. Dal dibattito scaturito attorno agli amici del "Mondo" presero vita le prime iniziative legislative per una riforma delle società. La prima fu presentata nel 1956 dal repubblicano Villabruna e fu poi ripresentata nella legislatura successiva, nel 1958, da La Malfa e Lombardi<sup>27</sup>. La riforma delle società era una delle riforme che il centro-sinistra avrebbe dovuto realizzare, ma nonostante i diversi tentativi, non si realizzò che parzialmente con la legge istitutiva della Consob del 1974. Né il progetto elaborato dalla Commissione presieduta dal giurista Santoro Passatelli nel 1959, né quella del 1964 presieduta dal professore di diritto commerciale Alfredo De Gregorio ebbero esito positivo. Pesarono in tal senso le molte contraddizioni all'interno della maggioranza e la distanza dei fautori della "programmazione", dalle esigenze della borsa e del mercato<sup>28</sup>.

Le ipotesi di riforma del diritto societario non potevano che essere avversate dall'industria elettrica, non solo per il suo carattere monopolistico e il conseguente

---

<sup>25</sup> Ascarelli T., *I problemi delle società anonime*, in "Rivista delle società", 1956, n.1, pp. 3-34.

<sup>26</sup> Ferri G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione delle società per azioni*, in "Rivista delle società", 1956, n. 1, pp. 35 ss.; *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in "Rivista delle società", 1961, pp. 177 ss.

<sup>27</sup> Proposta di legge n. 247 del 12 settembre 1958, riprodotta in "Rivista delle società", 1959, pp. 935 ss.

<sup>28</sup> Cfr. Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in Barca F., *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997, pp. 467-499.

rischio di nazionalizzazione, ma perché agli elettrici faceva comodo il mantenimento della cornice normativa esistente, che consentiva loro gli intrecci azionari e la raccolta incontrollata di deleghe di voto, grazie alle quali mantenevano il controllo sulle società. Nella Edison, la maggiore società elettrica, le azioni erano divise tra più di 37 mila azionisti, di cui solo 10 azionisti possedevano più dell'1 per cento e solo tre più del 2 per cento. Grazie alle deleghe si riusciva a raccogliere il 10 per cento dei voti<sup>29</sup>.

Una regolamentazione del mercato borsistico, che garantisse informazione e trasparenza agli investitori, sarebbe stato tanto più necessaria in un mercato come quello italiano che, a detta di Aldo Ravelli, agente di cambio e speculatore tanto abile da essere definito il “re Mida” della borsa, non aveva una forza propria, ma era sostanzialmente in mano ai pochi in grado di guidarlo. Nelle borse italiane i grandi investitori potevano ricorrere indisturbati a pratiche di aggio e insider trading e potevano realizzare scalate senza alcun obbligo informativo e senza altri ostacoli se non, qualora previsto dagli statuti delle società, la clausola di gradimento, che subordinava l'iscrizione nel libro dei soci al via libera dei vertici della società<sup>30</sup>. Una tale clausola, tesa a garantire il mantenimento del gruppo di controllo, e la mancanza di obblighi informativi in caso di scalate, erano le due facce di un sistema costruito ai danni degli azionisti di minoranza.

“Compromesso senza riforme” è la definizione usata da Fabrizio Barca per descrivere il capitalismo italiano dal dopoguerra agli anni '70. In questo contesto le diverse componenti descritte da Barca, ovvero i nittiani, i comunisti, i cristiano-sociali, i liberali-radicali, gli Stai Uniti e gli interessi industriali, ottengono qualcosa. I nittiani, ovvero i fautori dell'intervento pubblico, ottengono un ruolo centrale per gli enti pubblici, gli Stati Uniti il mantenimento dell'Italia nel campo occidentale, i comunisti un rapido processo di industrializzazione e la limitazione dell'involuzione illiberale dello stato, i cristiano-sociali, rappresentati da Dossetti, La Pira, Fanfani, Moro, Lazzati, l'assegnazione di un obiettivo di sviluppo agli enti pubblici, i liberali-radicali l'apertura al commercio internazionale. Si trattava di un “compromesso straordinario” in cui

---

<sup>29</sup> Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997, p. 19.

<sup>30</sup> Tamburini F., *Misteri d'Italia*, Longanesi, Milano 1996.

l'intervento dello stato nell'economia non si esplicava attraverso la regolazione o la programmazione, bensì tramite istituzioni esterne, gli enti pubblici, il cui successo era demandato alla statura degli uomini che li dirigevano, almeno finché durò la *benign neglect* della DC<sup>31</sup>. Quanto al tema delle regole, la necessità di creare una cornice normativa in grado di far funzionare una economia capitalistica di mercato, non era in quel contesto politico particolarmente sentita. Se la DC era distratta su determinati problemi, il partito socialista partiva da posizioni che potevano ampiamente giustificare il timore di velleità anticapitalistiche e si scontravano proprio con quelle forze, come la Confindustria, che potevano avere interesse a dare una regolamentazione più moderna al mercato, ma che invece erano prigioniere da un lato del timore che la programmazione mettesse in discussione l'iniziativa privata e dall'altro di interessi, che per quanto legittimi, erano pur sempre particolari. In questo contesto i continui ripensamenti sull'imposta cedolare rivelano le difficoltà e le contraddizioni della coalizione di governo, ma anche il continuo compromesso necessario per consentire la crescita, pur in assenza di riforme sulle quali i veti incrociati impedivano il raggiungimento di un accordo. Accantonato ogni progetto di riforma e di regolazione dei mercati, il modello realizzato dalla Dc fu quello della "contrattazione programmata" con i molteplici interessi economici privati, attraverso la mediazione dei partiti"<sup>32</sup>.

Negli anni '50 il finanziamento dell'impresa era stato reso possibile dagli alti margini di profitto che consentivano un elevato grado di autofinanziamento (circa il 60%), tuttavia già all'inizio degli anni '60, anche in seguito allo slittamento salariale del 1961-62, questa capacità si era notevolmente ridotta<sup>33</sup>. In assenza di una banca universale sul modello tedesco, in grado di finanziare le imprese entrandovi nel capitale ed esercitandovi il controllo, e in assenza di un mercato azionario e di investitori istituzionali come quelli presenti invece nei mercati del Regno Unito e degli Stati Uniti, all'inizio degli anni '60 si presentò la necessità di ridefinire le modalità di finanziamento delle imprese. A questo appuntamento sia la maggior parte degli industriali, sia la

---

<sup>31</sup> *Ivi*, p. 22.

<sup>32</sup> Barca F., *Compromesso senza riforme...*

<sup>33</sup> Filippi E. e Zanetti G., *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, Franco Angeli, Milano, 1965; Graziani A., *Lo sviluppo dell'economia italiana. Dalla ricostruzione alla moneta europea*, Bollati Boringhieri, Torino 2000.



maggioranza dello schieramento politico si presentarono impreparati, privi di una visione in grado di cogliere l'esaurimento delle condizioni che negli anni '50 avevano favorito il circolo virtuoso profitti-investimenti-profitti<sup>34</sup>. Un tentativo fu realizzato da Mattioli e Cuccia con l'istituzione nel 1946 di Mediobanca, che era concepita per provvedere ai finanziamenti di medio e lungo termine. La banca assunse presto però il ruolo di banca d'affari, svolgendo funzioni di consulenza, raccolta di capitali e assunzione di partecipazioni per le grandi e medie imprese per riaffermare o ridisegnare le posizioni di controllo delle stesse<sup>35</sup>. Mediobanca consentì alla grande industria del Nord di sottrarsi al controllo del potere politico, che controllava gli istituti di credito, e di difendersi da possibili assalti esterni, non sempre motivati da logiche concorrenziali o di razionalità economica, basti pensare al caso di Sindona. A Mediobanca, di fronte all'ampliamento dell'area pubblica, non restò che difendere quanto rimaneva del capitalismo privato, "un capitalismo senza proprietà anonima"<sup>36</sup>. Per stare al passo con lo sviluppo dei paesi più avanzati erano necessari la crescita dimensionale delle imprese e investimenti sempre più intensi nell'innovazione. Tutto ciò richiedeva la mobilitazione di ingenti capitali, cosa che risultava difficile in un sistema senza proprietà azionaria diffusa. Le aziende italiane erano chiuse nei loro assetti proprietari, sia che si trattasse di imprese pubbliche, sia che si trattasse di imprese private, dominate da famiglie imprenditoriali o da sindacati di controllo che riunivano i nomi più illustri del capitalismo italiano<sup>37</sup>. La ristrettezza del mercato azionario era favorita dall'ampiezza di quello dei titoli pubblici, sia titoli di stato, emessi in quantità sempre più consistente, dalla fine degli anni sessanta, per la copertura di deficit di bilancio sempre più ampi, sia obbligazioni degli enti pubblici e degli istituti di credito speciale, dietro ai quali vi era la garanzia dello stato. Rimase irrisolta la questione del credito finanziario, compito che fu assolto dagli istituti di credito speciale, con preferenza per le imprese maggiori e per le

---

<sup>34</sup> Barca F., *Compromesso senza riforme...*

<sup>35</sup> Colajanni N., *Il capitalismo senza capitale*, Sperling & Kupfer, Milano 1991; de Cecco M. e Ferri G., *Le banche d'affari in Italia*, Il Mulino, Bologna 1996; Cingolani S., *Le grandi famiglie del capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari 1990; Galli G., *Il padrone dei padroni*, Garzanti, Milano 1995.

<sup>36</sup> Castronovo V., *Storia economica d'Italia. Dall'ottocento ai giorni nostri*, Einaudi, Torino 2006, pp. 522-527.

<sup>37</sup> Cingolani S., *Le grandi famiglie del capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari, 1990.

garanzie patrimoniali, in un crescente contesto di agevolazioni pubbliche al credito, che finiva per burocratizzare il credito, svuotando gli istituti del loro ruolo di verifica della validità delle iniziative che andavano a finanziare<sup>38</sup>. Crebbe anche il finanziamento da parte delle banche commerciali tramite il rifinanziamento di crediti a breve termine<sup>39</sup>. Dalla stabilità degli assetti proprietari e dalla scarsa tutela degli azionisti ne derivavano sia lo scoraggiamento ad investire in azioni, sia l'infiacchimento dei gruppi dirigenti<sup>40</sup>. L'insufficiente tutela degli azionisti di minoranza era anche aggravata dalla mancanza di una stampa indipendente, essendo quella dell'epoca controllata dai maggiori gruppi industriali. Nemmeno la possibilità prevista dalla Costituzione (art. 21) di verificare i canali di finanziamento fu resa operativa, per l'opposizione democristiana<sup>41</sup>. La stampa si riduceva dunque a strumento di pressione da parte dei gruppi industriali<sup>42</sup>.

Le difficoltà che incontrò il mercato azionario, a partire dal 1963, naturalmente preoccupavano gli industriali, che si trovarono costretti a fare sempre maggiore ricorso all'indebitamento, ma ciò non conduceva alla richiesta di riforme del mercato e del diritto societario. L'unica novità normativa richiesta era l'istituzione dei fondi d'investimento<sup>43</sup>. Del resto la diffidenza dei risparmiatori era attribuita alla nazionalizzazione dell'industria elettrica<sup>44</sup> e non alla insufficiente tutela degli azionisti, anzi secondo il presidente della Confindustria Cicogna il sistema aveva funzionato bene fino al 1962 e non erano pertanto giustificate le critiche "drastiche e preconette" sul

---

<sup>38</sup> de Cecco M. e Ferri G., *Le banche d'affari in Italia*; Pontolillo V., *Profili del sistema di credito speciale*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma 1976; Nardozi G., *Tre sistemi creditizi*, Il Mulino, Bologna 1993; Lanzarone G., *Il sistema bancario italiano*, Einaudi, Torino 1984.

<sup>39</sup> Rodano G., *Il credito all'economia. Raffaele Mattioli alla Banca commerciale italiana*, Riccardo Ricciardi, Milano-Napoli, 1983.

<sup>40</sup> Barca F., *Compromesso senza riforme...*

<sup>41</sup> Murialdi P., *Dalla liberazione al centrosinistra*, in AA. VV., *La stampa italiana dalla Resistenza agli anni sessanta*, Laterza, Roma-Bari, 1980.

<sup>42</sup> Ortoleva P., *Il capitalismo italiano e i mezzi di comunicazione di massa*, in Barca F., (a c. di), *Storia del capitalismo italiano*, pp. 237-264.

<sup>43</sup> *Relazione Bosso all'Assemblea della Unione industriale di Torino*, in "Mondo Economico", n. 19, 17 maggio 1969.

<sup>44</sup> *Assemblea della Confindustria. Discorso del presidente Furio Cicogna*, in "Mondo Economico", n. 10, 9 marzo 1963, p. 23.

funzionamento delle società per azioni e sulle borse valori<sup>45</sup>. Bisogna dare atto a Cicogna che nonostante le carenze del diritto societario e la mancanza di controlli esterni alle società negli anni '50 il mercato azionario italiano era cresciuto notevolmente per quantità di emissioni di titoli, in particolare negli anni tra il 1957 e il 1962. In quell'anno le emissioni di titoli azionari arrivò quasi al 40 per cento del totale dei titoli emessi. Al contrario di quanto spesso si crede in Italia le emissioni azionarie erano più sostenute, facendo le dovute proporzioni, che negli altri paesi più industrializzati. Tra il 1960 e il 1965 in Italia, nonostante il crollo delle emissioni avvenuto a partire dal 1963, furono emesse azioni per un ammontare medio annuo pari a 810 milioni di dollari. Nello stesso periodo la media annua fu di 660 milioni in Germania, 730 nel Regno Unito, 790 in Francia, e di 1030 milioni negli Stati Uniti<sup>46</sup>. Non vi è alcun dubbio che nel 1963 la borsa italiana sia entrata in una crisi, sempre più profonda col passare degli anni, protrattasi fino al 1977, tuttavia bisogna riconoscere il ruolo che il mercato azionario svolse almeno fino al 1962 nel reperimento di risorse per le imprese. Negli Stati Uniti tra il 1959 e il 1966 meno del 2 per cento delle risorse finanziarie delle imprese provennero dalle emissioni azionarie, il 7,8 per cento dalle emissioni di obbligazioni e per il 71 per cento dall'autofinanziamento. Sempre negli stessi anni l'autofinanziamento delle imprese francesi passò dall'83 per cento al 70 per cento, quello delle imprese tedesche dall'85 per cento al 72 per cento<sup>47</sup>. Basta questo piccolo confronto internazionale per dimostrare l'inconsistenza delle polemiche italiane sulla presunta eccessiva capacità di autofinanziamento delle imprese italiane. L'anomalia italiana non era l'alto livello di autofinanziamento degli anni cinquanta, bensì il basso livello degli anni sessanta e settanta, con grave danno per la struttura finanziaria delle imprese. Stando ai dati della Banca d'Italia relativi ad una campione di 413 società manifatturiere il capitale di rischio (capitale, riserve e ammortamenti) in rapporto al totale del passivo passò dal 52,7 per cento del 1962 al 27,6 per cento del 1973. Nello stesso periodo anche negli altri paesi del Mec la componente del capitale proprio si ridusse, ma si mantenne su livelli più alti,

---

<sup>45</sup> *Assemblea della Confindustria. Discorso del presidente Cicogna*, in "Mondo Economico", n. 14, 10 aprile 1965, p. 19.

<sup>46</sup> OECD, *Capital Markets Study. Statistical Annex to general Report*, pp. 73-77, 1967.

<sup>47</sup> Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972, pp. 65 e 79.

passando dal 51,5 al 47,4 in Germania, dal 43,8 al 30,3 in Francia, dal 78,6 al 67,5 in Olanda e dal 54,9 al 39,2 in Belgio<sup>48</sup>. La situazione delle imprese italiane negli anni settanta apparve tanto deteriorata da indurre nel 1975 il governatore Carli a ventilare la possibilità che il sistema bancario assumesse una più diretta partecipazione alla gestione dell'impresa<sup>49</sup>.

## 1.2 Il centro-sinistra

Alle elezioni del 1953 la maggioranza centrista vide calare i propri consensi al di sotto del 50 per cento, punita dal rifiuto dell'elettorato di conseguire una maggiore stabilità di governo grazie ad una legge elettorale maggioritaria, la cosiddetta "legge truffa". La necessità di avere in Parlamento una maggioranza meno risicata diede il via al lungo processo di avvicinamento tra la Democrazia Cristiana e il Partito socialista. Nel 1957 il governo presieduto da Adone Zoli fu costretto ad accettare i voti del Movimento Sociale, mentre all'interno della DC la sinistra del partito spingeva per un'apertura verso il partito socialista di Nenni. Sempre nel 1957, caduto il governo Zoli, la proposta esplorativa di Fanfani per un governo di centro-sinistra fallì per il veto del Vaticano<sup>50</sup>. Le elezioni del 1958 rafforzarono però la componente fanfaniana. Al proprio interno la DC si divideva tra diversi correnti. La più grande era quella "dorotea" di Emilio Colombo e Mariano Rumor. Il primo fu ministro del Tesoro ininterrottamente dal 1960 al 1970 e poi Presidente del Consiglio fino al 1972. Rumor fu Presidente del consiglio per ben cinque volte tra il dicembre del 1968 e il novembre del 1974. Sempre al centro del partito, ma in numero molto minore vi erano i "morotei" di Aldo Moro. Più a destra erano schierate le correnti "Pimavera" di Andreotti e "Centrismo popolare" di Scelba. A sinistra si collocavano "Iniziativa democratica", "Base" e la fanfaniana "Nuove cronache". Le difficoltà di costituire un governo erano dovute non soltanto alla necessità di dar vita ad

---

<sup>48</sup> Banca d'Italia, *Relazione annuale 1974*, pp. 386-394 e *Appendice*, pp. 126-131.

<sup>49</sup> Banca d'Italia, *Relazione annuale 1974*, p. 445; *Nota Carli sul capitale di rischio in Italia*, in "Mondo Economico", n. 8, 1 marzo 1975.

<sup>50</sup> Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra*, Rizzoli, Milano 1990, pp. 39-46.

una coalizione con gli altri partiti vicini all'area di centro, Repubblicani, Socialdemocratici e Liberali, ma soprattutto alla difficoltà di trovare un equilibrio tra le diverse correnti interne, che dovevano tutte essere adeguatamente rappresentate. Ogni qualvolta non si riusciva a trovare un accordo, non rimaneva che dar vita ad un governo monocolore democristiano, in carica solo per la ordinaria amministrazione. Nel 1959 Antonio Segni fu posto alla guida di un monocolore sostenuto da liberali e monarchici, in quanto socialdemocratici e repubblicani si dichiaravano disponibili solo ad un governo di centro-sinistra. Nel 1960 il presidente Gronchi chiamò a guidare l'esecutivo Ferdinando Tambroni, ma per la fiducia furono necessari 24 voti dei deputati del Movimento sociale. I tumulti che scoppiarono a Genova in luglio, in occasione del Congresso del Movimento sociale, convinsero la Democrazia Cristiana della impossibilità di un governo di centro-destra. Anche la posizione della chiesa stava cambiando dopo l'elezione nel 1958 di Roncalli. Nel 1959 Giovanni XXIII aveva rinnovato la scomunica del comunismo, ma l'enciclica *Mater et Magistra* del 1961, con la sua perorazione per la giustizia sociale, era una decisa apertura a sinistra. La "svolta giovannea" implicava un progressivo disimpegno del Vaticano dalla vita politica a fronte di una maggiore dedizione all'impegno pastorale e di una maggiore attenzione agli strati sociali più poveri. Un'apertura ancora maggiore arrivò con l'enciclica del 1963 *Pacem in terris*, che invocava alla conciliazione internazionale e al dialogo con le altre religioni e le altre ideologie. Anche l'elezione di Kennedy nel 1960 fece venire meno la possibilità di un veto americano contro un'ipotesi di centro-sinistra. Nel 1960, dopo le dimissioni di Tambroni, fu la volta di Fanfani col governo delle "convergenze parallele", che ottenne la fiducia anche grazie all'astensione del PSI. Il convegno della DC di San Pellegrino del 13 settembre 1961, fu dominato dalla sinistra e pose le basi per l'apertura ai socialisti. La novità era dovuta all'importanza attribuita all'intervento dello stato e alla programmazione. In quell'occasione intervennero Pasquale Saraceno, che demandava alla programmazione la soluzione degli squilibri territoriali, Aldo Moro, che riaffermò il carattere popolare e progressista del partito e riteneva che l'intervento pubblico dovesse orientare gli investimenti privati, infine Fanfani, che invocò l'intervento pubblico "per difendere la libertà di ciascuno e l'indipendenza dello Stato contro le

pressioni che scaturiscono dal concentramento del potere economico nelle mani di pochi”<sup>51</sup>. Fanfani pensava, più che a un allargamento della partecipazione democratica, a una maggiore presenza della Democrazia cristiana nelle imprese pubbliche e a una riduzione del potere economico della grande borghesia<sup>52</sup>. Nel 1961 il Partito socialista tolse il proprio appoggio al governo. Furono avviate le trattative per un governo col sostegno esterno dei socialisti, che, per entrare nella maggioranza di governo, posero tre condizioni: la nazionalizzazione dell’energia elettrica, l’introduzione della scuola media unica, l’istituzione delle regioni<sup>53</sup>. L’alleanza nasceva però già viziata da una contraddizione interna: se per la DC stabiliva un nesso tra il solidarismo cattolico e l’intervento dello stato nell’economia, senza inserirsi in una logica anticapitalistica, per i socialisti, per Lombardi in particolare, la politica di piano doveva essere lo strumento per la progressiva espropriazione del potere capitalistico e la transizione al socialismo<sup>54</sup>.

La nazionalizzazione dell’energia elettrica, cavallo di battaglia di Lombardi, che già nel 1953 era stata firmataria della prima proposta di legge presentata alla Camera, doveva essere la dimostrazione della effettiva volontà della Democrazia Cristiana di procedere all’alleanza col Partito socialista. La questione fu discussa da un comitato ristretto i cui componenti erano La Malfa, Tremelloni, Trabucchi, Carli, Saraceno, Ferrari-Aggradi e Lombardi. Constatata la volontà politica di procedere con la nazionalizzazione, alla Banca d’Italia non restò che concertare le modalità con le quali essa sarebbe dovuta avvenire. Di fronte alla prospettiva dell’attribuzione di un indennizzo agli azionisti delle società elettriche, costituito di obbligazioni Enel, il governatore Carli oppose una diversa soluzione: indennizzare le società elettriche così da dar loro i mezzi per “aprire una nuova stagione per l’industria italiana”<sup>55</sup>. Quella

---

<sup>51</sup> Voulgaris Y., *L’Italia del centro-sinistra. 1960-1968*, Carocci editore, Roma 1998, pp. 101-103.

<sup>52</sup> Galli G., *Mezzo secolo di DC*, Rizzoli, Milano 1993, pp. 147-149.

<sup>53</sup> Sulla costituzione del centro-sinistra si vedano tra gli altri: Galli G., *I partiti politici in Italia. II. 1943-1994*, Utet, Torino 1994; Galli G., *Mezzo secolo di DC...*; Radi L., *Fernando Tambroni e la crisi del 1960*, in *Il Parlamento italiano. 1861-1998. Vol. 18. Una difficile transizione verso il centro-sinistra*, Nuova CEI, Milano 1991, pp.108-122; Mack Smith D., *Storia d’Italia*, pp. 590-598; Lanaro S., *Storia dell’Italia repubblicana. Dalla fine della guerra agli anni novanta*, Marsilio, Venezia 1992; Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra...*

<sup>54</sup> Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra...*, pp. 128-129.

<sup>55</sup> Carli G., *Cinquant’anni di vita italiana*, Laterza, Roma-Bari 1993, p. 296; Voulgaris Y., *L’Italia del centro-sinistra. 1960-1968*, Carocci editore, Roma 1998.

nuova stagione si rivelò un disastro, uno dei fallimenti più gravi dell'imprenditoria italiana, come riconobbe lo stesso governatore nel 1977<sup>56</sup>. La liquidità generata dagli indennizzi si riversò nel settore della chimica, ma il passaggio dal monopolio al mercato si rivelò troppo arduo per quei gruppi di comando, anche per la Edison, che pure aveva già cominciato la strada della diversificazione. Tra il 1963 e il 1965, 24 titoli di società ex elettriche sparirono dal listino, per effetto di una serie di fusioni. Le due principali operazioni portarono alla fusione tra la Montecatini, "il gigante malato dell'industria italiana", e le due maggiori società del settore elettrico, Sade ed Edison<sup>57</sup>. Scalfari e Turani in *Razza padrona* denunciarono le modalità con le quali avvenne la fusione tra Montecatini e Sade. Il presidente della Sade, Vittorio Cini, in cambio di vantaggi personali, avallò un'operazione che, visti i valori di concambio, penalizzava fortemente gli azionisti della sua società<sup>58</sup>. Si trattò di un perfetto esempio degli effetti negativi che la separazione tra proprietà e controllo poteva avere per gli azionisti. La fusione tra Montecatini ed Edison, le due principali società operanti nella chimica, grazie alle risorse finanziarie della Edison, poteva consentire lo sviluppo del settore. Tuttavia, in luogo della razionalizzazione delle molteplici e sin troppo diversificate attività accumulate dalle due società, ci si limitò a mantenere l'esistente. La Montecatini aveva realizzato il più grande stabilimento petrolchimico europeo a Ferrara nel 1950, ma senza raggiungere le giuste dimensioni di scala subì, proprio nel settore dei concimi azotati, di cui controllava il mercato, la concorrenza dell'Eni, che realizzò un analogo stabilimento a Ravenna. La Montecatini costruì, a partire dal 1959, un nuovo stabilimento a Brindisi, che, a causa di errori tecnici e di previsione, si rivelò presto un disastro per la società. Nel frattempo il debito era notevolmente cresciuto, ma la società non aveva ancora provveduto a dotarsi di una struttura multi divisionale che rendesse possibile il controllo dei vari cicli di produzione a la individuazione delle responsabilità<sup>59</sup>. La fusione con la Sade, che portò in dote 160 miliardi derivanti dagli indennizzi della nazionalizzazione, non fu sufficiente a soddisfare il fabbisogno finanziario della

---

<sup>56</sup> Carli G., *Intervista sul capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari 1977.

<sup>57</sup> Amtori F., Brioschi F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano*, pp. 117-153.

<sup>58</sup> Scalfari E. e Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Feltrinelli, Milano 1974.

<sup>59</sup> Amatori F., *La storia d'impresa come professione*, Marsilio, Venezia, 2008, pp. 410-413.

Montecatini. Aggiunse anzi nuove perdite derivanti dalle partecipazioni ex-Sade nel settore alimentare. Anche la Edison, nel suo tentativo di diversificazione, aveva commesso errori imprenditoriali, che però fino al 1962 furono mascherati dalla rendita elettrica. Dopo la fusione non furono tagliati i rami secchi, che pure generavano perdite notevoli in seno a entrambe le società, e non fu possibile attuare una razionalizzazione delle attività a causa dei conflitti interni alla dirigenza<sup>60</sup>. Se nel 1969 l'utile della Montecatini-Edison fu di 41 miliardi, si azzerò l'anno successivo, per dare luogo a una perdita di 195 miliardi nel 1971 e di 478 miliardi nel 1972<sup>61</sup>. Certamente Carli non poteva immaginare un esito tanto disastroso per gli indennizzi della nazionalizzazione. La sua intenzione era di salvaguardare l'impresa privata in Italia. Si trattava di una battaglia di retroguardia. Dando i mezzi degli indennizzi alle società ex elettriche riteneva di poter costituire un polo privato in alternativa all'accresciuto potere del polo pubblico, che con l'Enel aveva ulteriormente esteso la sua influenza<sup>62</sup>. I socialisti accettarono invece che gli indennizzi fossero attribuiti alle società anziché agli azionisti per ragioni opposte. Lombardi credeva che la programmazione potesse indirizzare gli investimenti privati verso gli obiettivi stabiliti in sede politica<sup>63</sup>. Il contesto in cui si trovò ad operare Carli non era per niente facile. Quando nel 1967 il governatore criticò il regime fiscale applicato agli investimenti azionari, Lombardi rispose che quelle dichiarazioni erano incompatibili con la "funzione politicamente subordinata del governatore della Banca d'Italia"<sup>64</sup>. Allo stesso modo la denuncia delle perversioni indotte dal credito agevolato sollevò dure critiche da parte dei socialisti. Il ministro Pieraccini<sup>65</sup> e il quotidiano del partito<sup>66</sup> ritenevano insostituibile il credito agevolato, nonostante le distorsioni. Per Lombardi la soluzione ai problemi sollevati dal governatore non era la limitazione dell'intervento pubblico bensì "il diretto intervento imprenditoriale da parte della mano pubblica". Accusò Carli di farsi promotore di un

---

<sup>60</sup> Amatori F., Brioschi F., *Le grandi imprese private*; Scalfari E. e Turani G., *Razza padrona*.

<sup>61</sup> Sulla storia della Montedison si veda Marchi A. e Marchionatti R., *Montedison. 1966-1989*, Franco Angeli, Milano 1992.

<sup>62</sup> Carli G., *Cinquant'anni di vita italiana*, p. 296.

<sup>63</sup> Mafai, M., *Lombardi*, Feltrinelli, Milano 1976, p. 80.

<sup>64</sup> "Avanti!", 2 giugno 1967, p. 9.

<sup>65</sup> "Mondo Economico" n.24, 17 giugno 1967, p. 18.

<sup>66</sup> "Avanti!", 1 giugno 1967, pp. 1 e 8.



“liberismo anacronistico”: “Fa torto alla preparazione di Carli (uomo senza dubbio di cultura) il dimostrarsi ancorato a una posizione arcaica secondo la quale i flussi di capitale nei loro movimenti sono guidati dalle convenienze di mercato. Non c’è bisogno di un Marx, ma basta un Perroux per dimostrare quanto questa ipotesi sia remota, ma addirittura estranea alla realtà di oggi”<sup>67</sup>. Negli stessi anni la Cgil teorizzava la fine dell’autofinanziamento<sup>68</sup> e anche nel mondo cattolico si rafforzò una mentalità avversa ai meccanismi del capitalismo che trovò un’esplicita approvazione da parte della Chiesa, che con l’enciclica *Populorum Progressio* del 1967 criticò il diritto di proprietà, il diritto al libero uso dei propri redditi, il meccanismo della concorrenza, la formazione dei prezzi di mercato e il profitto.

La costituzione del centro-sinistra durò dieci anni, ma nonostante la lunga gestazione fu piuttosto avara di frutti. Dopo la nazionalizzazione dell’industria elettrica l’attività riformatrice subì una battuta d’arresto. Lo stesso ingresso dei socialisti nel governo avvenne solo a dicembre del 1963, dopo che le divisioni interne alla DC tra i fanfaniani e i sostenitori di Moro aveva reso inevitabile un governo monocoloro di transizione guidato da Leone. Le elezioni del 1963 non erano andate bene per i partiti del centro-sinistra. Guadagnarono voti il PCI, a svantaggio del PSI, mentre i Liberali sottrassero voti alla DC. I due principali partiti della coalizione ne trassero conclusioni inevitabilmente opposte. Per la DC era necessario recuperare i voti persi a destra, frenando l’azione riformatrice. I socialisti, soprattutto i lombardiani, volevano procedere con le riforme, così da recuperare consensi a sinistra. Lombardi era però scettico sulla volontà riformista della Democrazia cristiana e ciò rallentò ulteriormente la formazione del nuovo governo. Non tutti all’interno del Partito socialista accettarono l’alleanza con la DC. L’ala sinistra del partito, 25 deputati, rifiutarono la fiducia al governo Moro e diedero vita al Partito socialista di unità proletaria. In ogni caso la recessione del 1963-64 obbligò la nuova alleanza a ridimensionare le proprie ambizioni. Il 27 maggio del 1964 fu pubblicata su “Il Messaggero” la lettera di Colombo al Presidente del consiglio Moro, in cui il ministro del tesoro scrisse di un “pericolo mortale” incombente

---

<sup>67</sup> “Avanti!”, 2 giugno 1967, p. 9.

<sup>68</sup> CGIL, *Osservazioni sul rapporto Saraceno*, in Ministero del Bilancio e della Programmazione economica (a c. di), *La programmazione economica in Italia*, Roma 1967, III, p. 64.

sull'economia italiana se si fosse insistito su posizioni dogmatiche di riforma. Colombo aveva dietro di sé la Banca d'Italia, il mondo finanziario, Mediobanca in particolare<sup>69</sup>, il mondo imprenditoriale, la CEE, la segreteria del partito e anche il PSDI. Saragat continuò a considerare il PSI non ancora maturo, né criticò l'integralismo e il massimalismo, pensava ad un centro-sinistra sul modello della socialdemocrazia scandinava o del laburismo inglese, impegnato a fornire infrastrutture sociali, come case, scuole e ospedali, non a riforme di struttura<sup>70</sup>. Le dimissioni di Moro arrivarono dopo il rifiuto dei socialisti di votare una sovvenzione per le scuole medie private. Le divisioni interne portarono alle dimissioni del secondo governo Moro nel 1966, sempre su una questione scolastica. Un terzo governo Moro portò la legislatura al termine. Le lezioni del 1968 furono nuovamente deludenti per i socialisti, che nel frattempo si erano fusi con i socialdemocratici. L'unificazione non superò la prova elettorale e si sciolse nel 1969. Anche la quinta legislatura vide il susseguirsi di brevi governi. Nel 1972, dopo l'esaurirsi del governo Colombo, la DC tentò una riedizione del centrismo coi liberali, ma l'esperienza durò meno di un anno. Nel 1973 fu ricostituito il centro-sinistra, ma ebbe anch'esso vita breve. Nel marzo del 1974 i repubblicani abbandonarono la coalizione, in autunno abbandonarono anche i socialisti. Ormai la DC doveva cercare più larghe intese. La nazionalizzazione dell'industria elettrica, la cedolare e la scuola media unica arrivarono prima della partecipazione "organica" al governo da parte dei socialisti. Fu necessario attendere il 1970 per ottenere il varo delle Regioni. La programmazione rimase nelle intenzioni. L'esigenza di dar corso a una politica di carattere programmatico emerse con la famosa *Nota aggiuntiva* presentata al Parlamento dall'allora ministro del bilancio La Malfa ed era condivisa tanto dai socialisti, quanto dalla DC<sup>71</sup>. Tramite la "programmazione" si dovevano risolvere gli squilibri che lo sviluppo degli anni cinquanta aveva prodotto, ovvero la congestione delle grandi città, strette tra il forte flusso migratorio e la speculazione edilizia, il divario Nord-Sud, la carenza di servizi sociali come scuole e ospedali, l'inefficienza dell'agricoltura. Gli strumenti per realizzare gli scopi dovevano essere sia di natura fiscale, vale a dire

---

<sup>69</sup> Galli G., *Il padrone dei padroni*, Garzanti, Milano 1995, p. 95.

<sup>70</sup> Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra*, pp. 232, 299-300.

<sup>71</sup> Castronovo V., *Storia dell'Italia repubblicana*, p. 449.

l'inasprimento del prelievo sui redditi più alti e sui consumi di lusso, che avrebbe permesso di finanziare gli investimenti pubblici e in subordine di agevolare quelli privati, dall'altro una "politica dei redditi", che grazie alla collaborazione dei sindacati legasse gli aumenti retributivi all'accrescimento della produttività, in modo da non causare inflazione da costi. Secondo il "rapporto Saraceno", presentato nel gennaio del 1964, nel Mezzogiorno andavano creati il 40 per cento dei nuovi posti di lavoro e realizzati il 45 per cento degli investimenti. Dalle indicazioni di Saraceno fu elaborato il "Piano Giolitti" per il quinquennio 1965-69 e il successivo "Programma economico nazionale per il quinquennio 1967-71", approvato dal Parlamento nel 1967 come legge dello Stato<sup>72</sup>. Il programma non si limitava a fare delle previsioni sui tassi di crescita, bensì stabiliva precisi obiettivi di crescita del prodotto interno lordo, di investimenti pubblici e privati, di occupazione. Tra gli obiettivi del piano non trovarono realizzazione né la riforma urbanistica, né la riforma delle società, né la riforma della finanza locale, non crebbero nella misura prevista gli investimenti pubblici, non fu possibile la politica dei redditi per l'opposizione della Cgil<sup>73</sup>, ma soprattutto non fu raggiunto nella misura sperata il principale obiettivo, lo sviluppo del Mezzogiorno. Un risultato scarso, alla luce delle aspettative di quelle élites politiche e intellettuali che nel centro-sinistra vedevano la possibilità di modernizzare il paese, talmente scarso che diversi hanno fatto risalire a quel fallimento i problemi che il paese si è trascinato per trent'anni<sup>74</sup>. Secondo alcuni il fallimento del centro-sinistra fu dovuto all'eccessiva lunghezza della sua preparazione. Quando si realizzò era ormai troppo tardi e il mutato scenario economico fece mancare le necessarie risorse economiche per varare le riforme<sup>75</sup>. Secondo Voulgaris, che attribuisce notevole importanza al ruolo del riformismo cattolico presente nella DC e

---

<sup>72</sup> Sui documenti della programmazione si veda Ministero del Bilancio e della Programmazione economica (a c. di), *La programmazione economica in Italia*, Roma 1967.

<sup>73</sup> *Cgil e programmazione economica*, Roma 1964; Valli V., *Programmazione e sindacato in Italia*, Milano 1970.

<sup>74</sup> Bonelli F., *Il capitalismo italiano. Linee generali di interpretazione*, in *Storia d'Italia. Annali. Vol. I. Dal feudalesimo al capitalismo*, Einaudi, Torino 1978; De Felice F., *Nazione sviluppo: un nodo non sciolto*, in *Storia dell'Italia repubblicana*, vol. II, Einaudi, Torino 1995; Lanaro S., *Storia dell'Italia repubblicana...*; Voulgaris Y., *L'Italia del centro-sinistra. 1960-1968*, Carocci editore, Roma 1998.

<sup>75</sup> Ginsborg P., *Storia dell'Italia dal dopoguerra ad oggi. Società e politica. 1943-1988*, Einaudi, Torino 1989; Cafagna L., *Una strana disfatta*, Marsilio, Venezia 1996.

alla svolta “giovannea”, furono soprattutto le divisioni interne alla Dc, in particolar modo tra fanfaniani e dorotei a paralizzare l’attività di governo<sup>76</sup>. Secondo altri ancora le riforme sostenute dai socialisti avevano un carattere anticapitalistico e pertanto erano incompatibili con il sistema economico vigente<sup>77</sup>. A mio avviso tutte e tre le posizioni sono giustificate ma l’elemento anticapitalistico del riformismo socialista mi sembra determinante, sia per l’effetto che i provvedimenti del 1962 ebbero sull’esportazione di capitali e di conseguenza sulla politica restrittiva del 1963-64, sia per l’inevitabile contrasto con le correnti di centro-destra della DC, ma soprattutto per l’errata percezione di un capitalismo italiano affetto da un eccesso di autofinanziamento. Quando, nel corso degli anni sessanta, rallentò il processo di accumulazione all’interno delle imprese, venne inevitabilmente alla luce la debolezza di una tale posizione.

---

<sup>76</sup> Voulgaris Y., *L’Italia del centro-sinistra...*

<sup>77</sup> Carli G., *Cinquant’anni di vita italiana...*, Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra*, Feltrinelli, Milano 1971; Lombardi R., *Scritti politici. 1945-1963*, Marsilio, Venezia 1978.

## 2. Il giro di vite del 1962

### 2.1 L'imposizione sulle S.p.a.

Il reddito derivante dalle società per azioni era sottoposto a una duplice tassazione: una in capo alla società, che era soggetta all'imposta sulle società, oltre che alle quattro imposte reali<sup>78</sup>, e una a carico dell'azionista, che doveva dichiarare i dividendi percepiti ai fini dell'imposta complementare progressiva sul reddito delle persone fisiche. Tra le imposte reali gravanti sulle società, quella più importante era l'imposta di ricchezza mobile<sup>79</sup>. Quest'imposta fu estesa alle società per azioni con legge 23 giugno 1877 n. 3903. Il Testo Unico sulle imposte dirette del 1958<sup>80</sup> prevedeva la suddivisione dell'imposta in quattro categorie: A sui redditi da capitale; B sui redditi d'impresa; C-1 sui redditi da lavoro autonomo; C-2 sui redditi da lavoro dipendente. Naturalmente le società erano interessate alle prime due categorie. La base imponibile della categoria B era sostanzialmente l'utile lordo risultante dal bilancio, gli ammortamenti e le svalutazioni non consentiti, i compensi agli amministratori. Erano esenti i dividendi sui titoli azionari, gli interessi delle obbligazioni e dei titoli di Stato, i redditi da immobili, cioè redditi già tassati da altre imposte. Tra i redditi di R.M. cat. A rientravano gli interessi su mutui, depositi, buoni fruttiferi ed obbligazioni<sup>81</sup>.

L'articolo 90 del Testo Unico stabiliva per la categoria B l'aliquota (in vigore dal 1949) del 18%<sup>82</sup>, mentre per la categoria A l'aliquota del 22%. Al 18% dell'imposta di R.M. cat. B si dovevano però aggiungere le addizionali comunale, provinciale e l'imposta

---

<sup>78</sup> Imposta sul reddito dominicale dei terreni, imposta sul reddito agrario, imposta sul reddito dei fabbricati, imposta di ricchezza mobile.

<sup>79</sup> Sull'argomento si veda Martinenghi F., *L'imposta di ricchezza mobile. Manuale pratico aggiornato col Testo Unico delle Leggi sulle imposte dirette 29 gennaio 1958*, n. 645, Pirola, Milano 1959.

<sup>80</sup> Legge 29 gennaio 1958, n. 645.

<sup>81</sup> Escluse le obbligazioni esenti.

<sup>82</sup> Era prevista una franchigia di 240 mila lire e una riduzione a metà dell'aliquota per i redditi eccedenti la franchigia fino a 960 mila lire.

camerale. Le prime due addizionali prevedevano aliquote ordinarie<sup>83</sup> rispettivamente del 3% e 1,5%, mentre per l'imposta camerale era prevista un'aliquota massima del 5%. Le aliquote furono innalzate con legge 29 maggio 1959 n. 357<sup>84</sup> al 23% per la categoria A e al 20% per la categoria B.

L'imposta sulle società fu istituita con legge 6 agosto 1954 n. 603<sup>85</sup> in sostituzione della precedente imposta di negoziazione<sup>86</sup> e ad essa erano soggette oltre alle società per azioni e alle società accomandite per azioni, le società a responsabilità limitata, le cooperative e le mutue assicuratrici, mentre ne erano esenti le cooperative a responsabilità limitata<sup>87</sup> e le cooperative a responsabilità illimitata<sup>88</sup>, nonché le aziende autonome e gli enti locali. Le aliquote di questa imposta erano due, una dello 0,75% sul patrimonio imponibile e una del 15% sul reddito eccedente il 6% del patrimonio imponibile. Per patrimonio imponibile si intendevano la somma di capitale versato e sottoscritto, o patrimonio netto<sup>89</sup>, riserve ordinarie e straordinarie, escluse quelle

---

<sup>83</sup> Le aliquote straordinarie erano del 3,5% e del 1,75%.

<sup>84</sup> G.U. 16 giugno 1959 n. 141.

<sup>85</sup> Sull'argomento si vedano Boidi A., *L'imposta sulle società e sulle obbligazioni. Commento teorico-pratico*, UTET, Torino 1959; Napolitano L., *La imposta sulle società*, Giuffrè, Milano 1955; Società per lo studio dei problemi fiscali, *Natura ed effetti economici di una imposta sulle società*, Giuffrè, Milano 1955; D'Albergo E., *In merito al disegno di legge per un'imposta sulle società*, in "Rivista Bancaria", luglio-agosto 1954; Mesiano V., *Problemi dell'imposta sulle società e sulle obbligazioni*, Roma, 1956; Di Majò A., *Complementare e società*, V, in "24Ore", 2 agosto 1956; Giambusso C., *L'imposta sulle società*, Ed. consulente delle aziende, Milano 1956; Lenzi, *Problemi tecnici dell'imposta sulle società*, in "La Imposizione Diretta", 1955, 3, 42; Calafati, *L'imposta sulle società*, in "Rivista dei dottori commercialisti", marzo-aprile 1957; Giambusso C., *L'imposta sulle società*, in *Commento al testo unico imposte dirette*, Edizione consulente delle aziende, 1958; Boidi A., *IL problema delle imposte deducibili in tema di imposta sulle società*, in "Diritto e pratica tributaria", anno 1957, n. 4,

<sup>86</sup> Imposta che prevedeva un'aliquota dello 0,5% sul valore nominale delle azioni.

<sup>87</sup> Si tratta delle cooperative di lavoro, delle cooperative di consumo, ad eccezione delle cooperative elettriche, delle cooperative di consorzi, di produttori agricoli, le cooperative di servizi agricoli. Dovevano però rispettare alcuni requisiti: capitale versato inferiore ai 4 milioni di lire, patrimonio imponibile (capitale più riserve) inferiore agli 8 milioni, possesso dei requisiti mutualistici (art. 26 del D.L. 14 dicembre 1947 n. 1577).

<sup>88</sup> Casse rurali e artigiane.

<sup>89</sup> La nota ministeriale 15 aprile 1958 n. 350660 precisava che il concetto di patrimonio imponibile non si identificava col patrimonio effettivo netto, risultante dalla valutazione diretta del complesso delle attività e passività costituenti il patrimonio sociale, bensì col patrimonio netto risultante dal bilancio o rendiconto. Pertanto era esclusa la possibilità di attrarre nella sfera di applicazione dell'imposta le riserve non iscritte come tali in bilancio, cioè le riserve "occulte" (Boidi A., *L'imposta sulle società...*, p. 118).

destinate a copertura di oneri specifici o passività, saldi attivi di rivalutazione monetaria, utili riportati a nuovo, ammortamento di beni immobili reversibili al concedente. Erano detraibili le perdite degli esercizi precedenti, così come una quota del valore dei beni immobili gratuitamente reversibili al concedente, corrispondente al tempo già decorso dalla concessione.

L'aliquota sul reddito imponibile non era giustificata dalla volontà di colpire i redditi eccedenti una soglia considerata "normale", quanto piuttosto come un disincentivo a sottostimare il patrimonio netto, attraverso l'occultamento delle riserve. La stessa aliquota fu fissata nella misura del 15%, vale a dire al di sopra di quella soglia del 12,5% oltre la quale ogni sottovalutazione del patrimonio sarebbe diventata non conveniente<sup>90</sup>.

Costituivano il reddito imponibile i redditi di R.M. cat. B, i redditi domenicale e agrario, il reddito dei fabbricati, le somme percepite a titolo di distribuzione o ripartizione degli utili di società ed associazioni di ogni tipo, gli interessi attivi non compresi nella determinazione del R.M. cat. B, gli stipendi e gli altri compensi, che non fossero semplice rimborso di spese, corrisposti ad amministratori e soci per la parte eccedente la normale retribuzione e quando fossero ammessi in detrazione dall'imposta di R.M. cat. B, infine tutti gli altri redditi. Dalla somma di questi redditi si detraevano le spese, le passività e le perdite inerenti la produzione dei singoli redditi, le imposte ordinarie inerenti i singoli redditi, le perdite dell'esercizio risultanti a norma delle disposizioni relative all'imposta di ricchezza mobile. In caso l'esercizio si fosse chiuso in perdita era prevista una riduzione d'imposta pari a 10 volte il rapporto percentuale tra perdita e patrimonio, fino ad un massimo del 90% (art. 149 del T.U.).

Vi erano poi particolari riduzioni d'imposta per alcuni soggetti: una del 25% per le aziende di credito<sup>91</sup> e le compagnie di assicurazione<sup>92</sup> (art. 153 del T.U. sulle imposte dirette 29 gennaio 1958, n. 645); una riduzione della metà per le società cooperative che

---

<sup>90</sup> Boidi A., *L'imposta sulle società...*, pp. 77-78.

<sup>91</sup> La detrazione era giustificata dalla particolare struttura economica di questi enti, dal momento che per essi il rapporto tra patrimonio e reddito è del tutto particolare. Utilizzano infatti non tanto il proprio patrimonio quanto quello dei depositanti. Inoltre parte dei depositi doveva essere impiegata in titoli di stato e in obbligazioni, per le quali veniva scontata alla fonte l'imposta del 5 per mille o versata in conto vincolato presso la Banca d'Italia (art. 156 del T.U.).

<sup>92</sup> Come per le banche anche le compagnie utilizzano in gran parte capitali altrui.

non rientravano tra quelle esenti, oltre una franchigia di 5 milioni (art. 151 e 152 del T.U., art. 6 legge n. 603); una terza riduzione del 40% a beneficio degli enti pubblici e delle società a partecipazione statale<sup>93</sup>; infine una riduzione del 25% per le holdings e le società finanziarie<sup>94</sup> (artt. 8 e 9 della legge n. 603, art. 154 del T.U. delle imposte dirette). La qualificazione di holdings o società finanziarie era subordinata al rispetto di alcuni vincoli: non dovevano avere per oggetto statutario attività diverse dall'assunzione di partecipazioni in altre società o enti, dal finanziamento o dal coordinamento tecnico e finanziario delle società o enti ai quali partecipavano, dalla compravendita, possesso o collocamento di titoli; non dovevano svolgere di fatto altre attività; avevano l'obbligo di possedere titoli azionari o quote di società per almeno il 60% nell'attivo della situazione patrimoniale; dovevano indicare distintamente i titoli emessi dallo stesso soggetto; dovevano essere iscritte nell'apposito albo presso il Servizio Vigilanza sulle aziende di credito della Banca d'Italia<sup>95</sup>.

La stessa legge 6 agosto 1954 n. 603 al Titolo II istituiva anche un'imposta sulle obbligazioni dovuta ogni anno in misura del 5 per mille dell'ammontare dei titoli risultante dal bilancio. Per i titoli non quotati si teneva conto del valore nominale del titolo, mentre per i titoli quotati l'imposta era applicata sulla media dei prezzi di compenso di borsa dei dodici mesi relativi all'esercizio annuale (art. 17 L. 603/1954). L'effetto dell'imposta era dunque tanto maggiore quanto minore era il tasso d'interesse. Comuni, Province e Regioni, società finanziarie e aziende e istituti di credito godevano di una riduzione a un quarto dell'imposta, in conseguenza l'aliquota era dell'1,25 per mille (art. 17 L. 603/1954 e art. 159 T.U 1958). Le ragioni della riduzione erano le stesse che

---

<sup>93</sup> Le Istruzioni Ministeriali n. 351790 chiarivano che si trattava solamente di società a diretta partecipazione statale, quindi erano escluse le società partecipate da altri enti quali l'IRI (Boidi A., *L'imposta sulle società...*, p. 221)

<sup>94</sup> Così si esprimeva la relazione ministeriale al progetto di legge: "La particolare natura di questi enti, l'importanza delle loro funzioni rispetto agli operatori economici occasionali o secondari nel campo dei finanziamenti, la circostanza che tutti scontano indirettamente lo stesso gravame presso gli enti finanziati giustificano la moderazione d'imposta" (Boidi A., *L'imposta sulle società...*, p. 214). Una riduzione del 25% non era però misura sufficiente ad eliminare la duplice o molteplice tassazione dei dividendi, e comunque ne erano escluse tutte le società non finanziarie.

<sup>95</sup> *Manuale imposte dirette*, Edizioni Consulente delle aziende, Milano 1962 (pp. 529-534).



valevano per la riduzione dell'imposta sulle società<sup>96</sup>. Le società potevano avvalersi della facoltà di rivalsa dell'imposta sull'obbligazionista (art. 156 T.U. ex art. 17 L. 603/1954), facoltà cui le società rinunciavano per la evidente ragione che gli eventuali sottoscrittori non l'avrebbero accolta positivamente. Del resto sulla base del noto fenomeno della traslazione dell'imposta la questione era puramente formale.

## 2.2 Le imposte sull'azionista

I dividendi distribuiti erano soggetti a due diverse imposte a seconda della natura giuridica del percettore: se si trattava di una società entravano a far parte del reddito soggetto all'imposta sulle società; se si trattava di una persona fisica dovevano essere dichiarati ai fini dell'imposta complementare progressiva sul reddito complessivo. Quest'ultima imposta era stata introdotta nel 1925<sup>97</sup> con un'aliquota massima del 10%. Nel corso degli anni le aliquote salirono progressivamente.

La nominatività dei titoli azionari<sup>98</sup> era stata introdotta per la prima volta col decreto legislativo 27 febbraio 1919 n. 300. Non si trattava ancora di nominatività obbligatoria, bensì dell'introduzione di un'aliquota differenziale nell'imposta di negoziazione, a seconda che i titoli fossero nominativi o al portatore, a favore dei titoli nominativi<sup>99</sup>. Successivamente la discriminazione fu inasprita con l'introduzione di un'imposta cedolare sui titoli al portatore<sup>100</sup>. L'obbligatorietà della nominatività fu introdotta dalla legge 24 settembre 1920 n. 1297, che prevedeva la conversione obbligatoria di tutti i

---

<sup>96</sup> Boidi A., *L'imposta sulle società...*, p. 283.

<sup>97</sup> Regio decreto 30 dicembre 1923, n. 3062 (G.U. 26 gennaio 1924 n. 22) con effetto dal 1 gennaio 1925. Le aliquote erano descritte nella tabella annessa al Regio decreto legge 29 febbraio 1925 n. 177 (G.U. 3 marzo 1925 n. 51).

<sup>98</sup> Sulle origini della nominatività dei titoli si veda Farina Rispoli M. (a c. di), *Le origini della nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano 1975.

<sup>99</sup> 0,2% sui titoli nominativi e 0,35% sui titoli al portatore. La differenza fu accentuata con legge 20 agosto 1921 n. 1178, che portò le aliquote rispettivamente a 0,24% e a 0,42%.

<sup>100</sup> Il regio decreto legge 24 novembre 1919 n. 2166 introdusse un'imposta cedolare con aliquota del 5%, che fu elevata al 15% col regio decreto legge 22 aprile 1920 n. 496.

titoli<sup>101</sup>, ma fu sospesa dal regio decreto legge 21 agosto 1921 n. 1235 e infine abrogata dal regio decreto legge 10 novembre 1922 n. 1431. Anche il sistema di disincentivi nei confronti dei titoli al portatore fu progressivamente abrogato con regio decreto 18 marzo 1923 n. 547 e con regio decreto legge 1925 n. 1262.

Non entro nel merito di questa inversione di tendenza nella politica tributaria, che peraltro coincide con l'avvento del fascismo, ma vale la pena ricordare che il principio della nominatività che si cercò di introdurre negli anni del primo dopoguerra valeva per tutti i titoli e non, come accadde successivamente, solo per i titoli azionari. Fu la necessità di favorire il collocamento dei titoli di stato durante gli anni della guerra in Etiopia e della seconda guerra mondiale a spingere il governo a colpire le altre tipologie di investimento e a reintrodurre la nominatività obbligatoria, questa volta solo per le azioni, colpevoli di esercitare un'eccessiva attrazione in tempi di elevata inflazione<sup>102</sup>.

Il regio decreto legge 7 settembre 1935 n. 1627 (legge 13 gennaio 1938 n. 76) introdusse un'imposta cedolare del 10% su tutti i titoli al portatore, esclusi i titoli di stato, e l'aliquota fu poi elevata al 20% con regio decreto legge 27 dicembre 1940 n. 1713 limitatamente alle azioni al portatore. L'obbligatorietà della nominatività delle azioni, già introdotta dalla legge bancaria per le azioni delle banche (artt. 26 e 30 del regio decreto legge 12 marzo 1936 n. 375 convertito in legge 7 marzo 1938 n. 141), fu estesa a tutte le società con regio decreto legge 25 ottobre 1941 n. 1148 convertito in legge 9 febbraio 1942 n. 96. Questa legge rimase a lungo in vigore, almeno nella maggior parte delle sue disposizioni, anche nel dopoguerra e così pure il regolamento emanato con regio decreto 29 marzo 1942 n. 239. L'imposta cedolare, aumentata al 25% nel 1943 (regio decreto legge 12 aprile 1943 n. 205), fu invece soppressa nel 1946 (regio decreto legge 14 maggio 1946 n. 403), mentre la sottoposizione dei dividendi delle azioni

---

<sup>101</sup> Le norme attuative furono però emanate solo con regio decreto 9 giugno 1921 n. 843 che non prevedeva la nominatività per i titoli di stato.

<sup>102</sup> Si vedano Farina Rispoli M. (a c. di), *Le origini della nominatività...*, e Mastroianni G., Tartaglia F., Boccia E., *Patrimonio e occasioni d'investimento in Italia (1930-1980). Il mercato obbligazionario, la tassazione dei valori mobiliari e il mercato azionario*, in *Tra rendita e investimenti formazione e gestione dei grandi patrimoni in Italia in età moderna e contemporanea*, "Atti del terzo Convegno Nazionale, Torino 22-23 novembre 1996", Società Italiana degli Storici dell'Economia, Cacucci, Bari 1998, pp. 547-573.

all'imposta complementare sul reddito fu disposta nel 1944 (art. 5 del decreto legislativo luogotenenziale 19 ottobre 1944 n. 348).

L'obbligo della denuncia dei proventi dei titoli ai fini dell'imposta complementare progressiva sul reddito delle persone fisiche valeva per tutti i titoli<sup>103</sup>, tuttavia i titoli al portatore erano per loro stessa natura esenti di fatto dall'imposta. Solo i dividendi azionari, in virtù della nominatività obbligatoria, rientravano nel reddito imponibile ai fini dell'imposta complementare. Anche in questo caso gli anni del secondo conflitto mondiale segnarono un inasprimento del prelievo: nel 1940 fu istituita un'addizionale straordinaria pari al massimo al 100% dell'imposta<sup>104</sup>, mentre nel 1944 l'aliquota massima passò al 75%<sup>105</sup>. Nel 1946 fu ribadita l'entità dell'aliquota massima<sup>106</sup> e solo con la "riforma Vanoni" si pervenne ad una riduzione dell'imposta con nuove aliquote dal 2% sino al 50% per i redditi di almeno 500 milioni di £<sup>107</sup>. Nel 1952 fu introdotto un minimo imponibile<sup>108</sup>, elevato nel 1956<sup>109</sup> e ancora nel 1959<sup>110</sup>.

Infine si tenga presente che le plusvalenze realizzate dalle persone fisiche non erano tassate, al contrario di quelle realizzate dalle società, che erano soggette all'imposta sulle società (art. 106 del T.U.)<sup>111</sup>.

---

<sup>103</sup> A dire il vero la gran parte delle obbligazioni erano esenti da imposte come pure i titoli di Stato.

<sup>104</sup> Legge 28 giugno 1940 n. 800 (G.U. 15 luglio 1940 n. 164).

<sup>105</sup> Decreto legislativo luogotenenziale 19 ottobre 1944 n. 384 (G.U. 23 dicembre 1944, supplemento al n. 98).

<sup>106</sup> Decreto legislativo luogotenenziale 27 giugno 1946 n. 87 (G.U. 13 settembre 1946, supplemento al n. 207).

<sup>107</sup> Legge 11 gennaio 1951 n. 25 (G.U. 31 gennaio 1951, supplemento al n. 25) e decreto le Presidente della Repubblica 8 febbraio 1951 n. 51 (G.U. 17 febbraio 1951, supplemento al n. 40).

<sup>108</sup> Legge 21 maggio 1952 n. 477 (G.U. 24 maggio 1952 n. 120).

<sup>109</sup> Legge 5 gennaio 1956 n. 1 (G.U. 9 gennaio 1956 n. 6).

<sup>110</sup> Legge 28 maggio 1959 n. 361 (G.U. 16 giugno 1959 n. 141).

<sup>111</sup> Naturalmente potevano detrarre le minusvalenze (art. 99 del T.U.). Sui guadagni derivanti dalle operazioni a riporto le società erano soggette ad imposta sulla base dell'articolo 17 della legge 5 gennaio 1956 n. 1 ("legge Tremelloni").

## 2.3 L'aumento delle aliquote

Il 1962 è un anno particolarmente importante sotto il profilo della politica tributaria. Alla nascita di una nuova maggioranza parlamentare seguono due importanti provvedimenti che hanno l'effetto di aumentare sensibilmente il carico fiscale cui sono soggetti i redditi derivanti dalle società. Il primo è l'aumento delle aliquote dell'imposta complementare e dell'imposta di ricchezza mobile, cui erano soggetti rispettivamente i dividendi distribuiti dalle società e i redditi delle stesse, il secondo è l'introduzione di un'imposta cedolare sui dividendi azionari avente come scopo principale quello di combattere la diffusa evasione dell'imposta complementare.

La legge 18 aprile 1962<sup>112</sup> elevò l'aliquota dell'imposta di ricchezza mobile di categoria A dal 23 al 26%, mentre per la categoria B, la cui aliquota era fino a quel momento al 20%, stabilì la seguente progressione: per i redditi eccedenti i 10 milioni aliquota al 22%, per i redditi superiori ai 50 milioni aliquota al 23%, per i redditi oltre i 100 milioni aliquota al 24%.

La stessa legge operò nel contempo una nuova progressione delle aliquote dell'imposta complementare. La nuova formula, fatti salvi i redditi più bassi, aumentò le aliquote per i redditi medi-alti fino a un massimo del 65% per un imponibile di almeno 500 milioni di lire<sup>113</sup>. Calcolando che l'aliquota massima era prima al 50% si trattò per i

---

<sup>112</sup> G.U. 9 maggio 1962.

<sup>113</sup> Le aliquote non erano determinate sulla base di scaglioni di reddito, bensì sulla base delle seguenti formule:  $y = 0,023025\sqrt{x} - 0,0000472x + 0,00874$  per i redditi fino a 5 milioni di lire e  $y = 0,06 + 0,02652\sqrt{x-5}$  per i redditi superiori ai 5 milioni, ove con  $x$  si indica il reddito imponibile in milioni di lire e con  $y$  l'aliquota unitaria. La seguente tabella illustra la progressione.

Reddito imponibile	Aliquota percentuale
240000	2,00
500000	2,50
1000000	3,17
2000000	4,12
3000000	4,85
5000000	6,00
10000000	11,93
20000000	16,27

redditi più elevati di un aumento consistente. Per entrambe le imposte la legge aveva effetto retroattivo poiché entrava in vigore dal 1° gennaio 1962.

Per quanto riguarda gli aumenti delle aliquote della complementare il relatore Piola (DC) in Commissione finanze e tesoro al Senato<sup>114</sup>, nel presentare il relativo disegno di legge motivò l'aumento invocando il principio della progressività sancito dall'articolo 53 della Costituzione. La progressione allora in vigore non rappresentava più, secondo il relatore, il principio costituzionale. La forte espansione dei redditi individuali richiedeva una nuova modulazione delle aliquote. I redditi fino a tre milioni di lire sarebbero stati risparmiati dall'inasprimento delle aliquote, che avrebbe invece interessato i redditi medi e alti. L'aumento dell'imposizione avrebbe dato luogo, secondo i calcoli degli uffici, ad un aumento del gettito di 20 miliardi di lire, passando dai 63,5 miliardi dell'ultimo esercizio agli 84 miliardi stimati.<sup>115</sup>

Anche il ministro delle finanze Trabucchi (DC) ribadì lo stesso concetto: "Negli stati più evoluti la progressività dell'imposta personale arriva ad aliquote ben più alte di quelle del nostro Paese. Peraltro, il punto di arrivo delle aliquote va posto in relazione con l'aumento del reddito globale e col formarsi di redditi particolarmente consistenti, cosa che implica naturalmente la possibilità di un aumento, anzi il dovere di un aumento della progressività dell'imposta. Infatti fino a che i redditi non superavano, ad esempio, i cento milioni, perché lo sviluppo economico era meno elevato, l'aliquota della complementare doveva naturalmente fermarsi ad un certo livello. Oggi che i redditi sono notevolmente aumentati in conseguenza del maggiore sviluppo economico generale,

---

30000000	19,26
40000000	21,69
50000000	23,79
100000000	31,85
200000000	43,03
300000000	51,55
400000000	58,71
500000000	65,00

Naturalmente le aliquote non tengono conto di addizionali e sovrimposte.

<sup>114</sup> 21 marzo 1962.

<sup>115</sup> APS, *III Legislatura. Resoconti delle sedute della 5ª Commissione permanente (Finanze e tesoro) in sede deliberante. Anni 1958-63*, Vol. III, pp. 2386-2387.

bisogna concepire una progressività dell'imposta più rispondente alle nuove esigenze"<sup>116</sup>.

Secondo il ministro, non era tanto importante l'aliquota applicata al reddito, o l'incidenza sul reddito della tassazione, quello che era importante era il reddito restante al contribuente una volta assolta l'imposta. Sui redditi alti erano giustificate aliquote elevate, poiché la parte restante al contribuente era comunque elevata al punto da garantire i consumi e gli investimenti. I redditi bassi invece andavano tassati con aliquote molto moderate poiché anche un'aliquota molto bassa poteva essere dannosa se non consentiva al contribuente di tenere per se stesso quanto era necessario alla propria sussistenza e alla propria attività<sup>117</sup>.

D'altra parte vi erano esigenze di bilancio cui far fronte e di fronte alle richieste del ministro del Tesoro il ministro delle finanze doveva procurare i mezzi necessari a garantire la spesa<sup>118</sup>. A questo proposito furono sollevate obiezioni proprio in seno alla maggioranza. Lo stesso relatore Athos Valsecchi<sup>119</sup>, presidente della Commissione finanze e tesoro della Camera, accusò il governo di intervenire sul fronte delle entrate con eccessiva facilità, mentre avrebbe dovuto concentrarsi maggiormente sul contenimento della spesa e sulla sua riqualificazione. Secondo Valsecchi si stava accettando il principio secondo cui si prelevava in base alla spesa invece di spendere in base a quanto si poteva "giustamente" prelevare al contribuente<sup>120</sup>. La base imponibile aveva un valore reale notevolmente inferiore a quello del 1951, l'anno in cui fu varata la riforma Vanoni, pertanto Valsecchi chiese di adeguare i minimi di esenzione, le franchigie e le detrazioni per i carichi di famiglia<sup>121</sup>.

All'interno della Democrazia Cristiana si levarono altre critiche: quelle di Silvio Mello Grand, contrario a collegare direttamente provvedimenti che riguardavano la spesa e provvedimenti sul piano delle entrate, al fine di evitare che pressioni relative a

---

<sup>116</sup> *Ibidem*, p. 2387.

<sup>117</sup> APS, *III Legislatura. Resoconti delle discussioni 1958-62*, vol. 31, pp. 24955-24956).

<sup>118</sup> APS, *III Legislatura. Resoconti delle sedute della 5ª Commissione permanente (Finanze e tesoro) in sede deliberante. Anni 1958-63*, Vol. III, p. 2382.

<sup>119</sup> Democristiano.

<sup>120</sup> APC, *III Legislatura. Discussioni*, Seduta pomeridiana del 13 aprile 1962, p. 29062.

<sup>121</sup> *Ibidem*, pp. 29062-29063.

provvedimenti di spesa – nel caso specifico l’indennità integrativa per il pubblico impiego – obbligassero “a meno meditate decisioni” sui provvedimenti relativi all’entrata<sup>122</sup>; e quelle dello stesso Relatore Francesco Restivo che, pur difendendo la costituzionalità della retroattività del provvedimento, la riteneva inopportuna in quanto produceva “un turbamento di quell’atmosfera di fiducia che è fondamentale nell’applicazione della norma tributaria”<sup>123</sup>.

Il socialista Paolo Angelino, confermò il voto favorevole del suo partito ad aumenti dell’imposizione conformi al principio della progressività, tuttavia puntò l’attenzione sul problema dell’evasione fiscale e sulla, a suo avviso, non adeguata imposizione sui redditi societari. L’evasione era caratteristica comune a tutte le attività finanziarie. I contribuenti non denunciavano ai fini dell’imposta complementare né gli interessi derivanti da titoli a reddito fisso e dai depositi bancari, né i dividendi azionari. Ma secondo Angelino l’evasione avveniva a livello societario tramite l’occultamento degli utili, che così sfuggivano all’imposta di ricchezza mobile di categoria B. Si trattava di un’accusa vaga e non circostanziata: “Se così spesso le società per azioni si permettono di distribuire gratuitamente o quasi gratuitamente decine e decine di miliardi in valori quotati in borsa; se tante società possono occultare riserve per corrompere uomini ed organizzazioni allo scopo di imporre sul Governo un supergoverno, perché essi intendono sempre con qualunque regime comandare, le evasioni debbono essere ingenti”. L’accusa di distribuire azioni gratuite o semigratuite grazie all’accumulazione di riserve occulte pare poco giustificata, poiché tali operazioni dovevano avvenire tramite il passaggio a capitale di riserve iscritte in bilancio, ma è piuttosto indicativa di un pregiudizio anticapitalistico. Era certamente più corretta la denuncia dell’evasione fiscale praticata sui dividendi. L’argomentazione portata dal deputato era semplice: se nell’esercizio 1960-61, solo le società quotate, che rappresentavano il 56% del totale delle azioni circolanti nel 1961<sup>124</sup>, avevano distribuito dividendi per 252 miliardi di lire, era lecito pensare che la previsione di un gettito di 89 miliardi per l’imposta complementare nell’esercizio 1962-63 fosse inadeguata. I socialisti auspicavano per

---

<sup>122</sup> *Ibidem*, p. 29061.

<sup>123</sup> *Ibidem*, p. 29064.

<sup>124</sup> Banca d’Italia, *Bollettino*, maggio-giugno 1972, p. 426.

l'Italia un sistema fiscale più simile a quello vigente in altri paesi europei e negli Stati Uniti, nei quali il peso dell'imposizione diretta era ben maggiore. L'imposizione diretta era ritenuta infatti un fattore di progressività del sistema, che avrebbe permesso una più adeguata redistribuzione del reddito e posto fine ai "lussi" tipici, secondo Angelino, degli uomini d'affari italiani e delle loro signore. A una sana amministrazione finanziaria era demandato il compito di ammodernare il paese, perché attraverso un più equo prelievo fiscale sarebbe stato possibile reperire le risorse per realizzare gli obiettivi della programmazione e ridurre gli squilibri tra nord e sud e tra le varie categorie di cittadini<sup>125</sup>.

L'aumento dell'imposizione non poteva non scontentare la Confindustria. La confederazione degli industriali contestò, analogamente al deputato Valsecchi, l'aumento della spesa pubblica e il correlativo aumento del carico tributario. L'aumento delle aliquote dell'imposta complementare fu giudicato frettoloso per l'aumento, ritenuto ingiustificato, delle aliquote di una limitata fascia di redditi. D'altra parte l'aumento delle aliquote dell'imposta di ricchezza mobile di categoria B fu ritenuto contrario ai canoni della scienza delle finanze, poiché la progressività avrebbe dovuto riguardare l'imposizione personale e non le imposte reali<sup>126</sup>.

Tabella 1. <i>Imposta di ricchezza mobile categoria B: incidenza delle aliquote sul reddito complessivo</i>				
Reddito complessivo	Situazione al 1955		Situazione al 1962	
	Imposta dovuta	Aliquota effettiva	Imposta dovuta	Aliquota effettiva
500000	23400	4,68	23400	4,68
1000000	72000	7,20	72000	7,20
2000000	252000	12,60	252000	12,60
3000000	432000	14,40	432000	14,40
5000000	792000	15,84	812000	16,24
10000000	1692000	16,92	1812000	18,12
20000000	3492000	17,46	4012000	20,06
75000000	13392000	17,85	16362000	21,82
120000000	21492000	17,91	26912000	22,43

Ministero delle Finanze, *L'attività tributaria dal 1954 al 1964*, Vol. 1, p. 65.

<sup>125</sup> *Ibidem*, p. 29067.

<sup>126</sup> Confindustria, *Annuario 1963*, pp. 536-537 e 546.



La Tabella 1 illustra il diverso peso assunto dall'imposta di ricchezza mobile di categoria B nel 1955 e nel 1962 per alcuni esempi di imponibili. Fino ai 3 milioni di lire non vi furono cambiamenti, al contrario per i redditi superiori l'aliquota effettiva aumentò considerevolmente. Nel caso di un imponibile di 120 milioni di lire, quindi non proprio da grande impresa se si considera che l'utile netto della Fiat nel 1962 superò i 23 miliardi e 600 milioni, l'aliquota aumentò di circa il 4,5%.

La Tabella 2 mostra la progressione delle aliquote effettive di ricchezza mobile avvenuta tra il 1955 e il 1962. Rispetto alla Tabella 1 l'aliquota non si riferisce solo all'imposta erariale bensì al totale di imposta, addizionali e sovrimposte, ma al netto degli aggi di riscossione (comunque a carico del contribuente). Per i redditi oltre i 100 milioni, quindi quelli che maggiormente sono inerenti l'argomento di questa tesi, l'aumento del carico fiscale complessivo fu di circa 8 punti percentuali dal 1955 e di quasi 6 dal 1959. Nello stesso periodo anche l'eventuale costo di emissione di titoli obbligazionari subì un incremento a causa dell'aumento dell'imposta di R.M. di cat. A.

<i>Tabella 2. Imposta di ricchezza mobile: aliquote complessive, per imposta erariale, sovrimposta ed addizionali (al netto degli aggi di riscossione, rispetto al reddito imponibile)</i>			
Imposta di R.M.	Decorrenza	Imponibile	Aliquota complessiva
Cat. A	1-1-1955		24,2000
	1-7-1959		25,3000
	1-1-1962		29,9000
Cat. B	1-1-1955	Fino a 720000	16,4250
		Oltre 720000	26,3250
	1-7-1959	Fino a 720000	16,4250
		Da 720000 a 4000000	26,3250
	1-1-1962	Oltre 4000000	28,5250
		Fino a 720000	17,1375
		Da 720000 a 4000000	27,4875
		Da 4000000 a 10000000	29,7875
		Da 10000000 a 50000000	32,0875
		Da 50000000 a 100000000	33,2375
		Oltre 100000000	34,3875
	Ministero delle Finanze, <i>L'attività tributaria dal 1954 al 1964</i> , Vol. 1, p. 74.		

Per quanto riguarda l'imposta complementare, come esemplificato nella Tabella 3, che tiene conto solo dell'imposta erariale e non di addizionali e sovrimposte, i redditi superiori ai 10 milioni, nell'ipotesi di un contribuente con tre persone a carico, di lire subirono un incremento del carico fiscale, un incremento tanto maggiore con l'aumentare del reddito.

Tabella 3. <i>Imposta complementare progressiva sul reddito: aliquote effettive sul reddito complessivo nell'ipotesi di un contribuente con tre persone a carico</i>				
Reddito complessivo	Situazione al 1955		Situazione nel 1962	
	Imponibile	Aliquota effettiva	Imponibile	Aliquota effettiva
500000	110000	0,44	110000	0,44
750000	360000	1,08	360000	1,08
1000000	610000	1,63	610000	1,63
2000000	1600000	2,41	1600000	2,41
3000000	2600000	3,96	2600000	3,96
5000000	4600000	5,33	4600000	5,33
10000000	9600000	10,75	9600000	11,22
20000000	19600000	10,75	19600000	15,85
50000000	49600000	17,72	49600000	23,52
100000000	99500000	23,25	99500000	31,62
200000000	200000000	32,49	200000000	43,03

Ministero delle Finanze, *L'attività tributaria dal 1954 al 1964*, Vol. 1, p. 67.

## 2.4 La cedolare

I dividendi dovevano essere dichiarati dal contribuente ai fini dell'imposta complementare progressiva sul reddito, tuttavia la scarsa efficacia delle modalità di

accertamento consentiva una vasta evasione. La nuova imposta doveva servire in primo luogo a far fronte a questo problema, ma a differenza di altri ordinari interventi in materia tributaria trovò spazio, come altre ben più note questioni, dalla nazionalizzazione dell'energia elettrica alla riforma della scuola, nel programma del IV governo<sup>127</sup> Fanfani<sup>128</sup>.

La legge 29 dicembre 1962 n. 1745<sup>129</sup>, che istituì una ritenuta d'acconto sugli utili societari, denominata "cedolare", fu approvata dopo un lungo dibattito. Il consiglio dei ministri approvò il disegno di legge già il 18 maggio, fu poi lungamente discusso sia in commissione sia in aula al senato e alla camera, per poi concludere nuovamente al senato il suo iter.

La relazione al disegno di legge confermava il principio della nominatività obbligatoria dei titoli azionari (come disciplinato dalla legge 9 febbraio 1942, n. 96), ma prevedeva modifiche al sistema di comunicazione dei trasferimenti dei titoli<sup>130</sup>. Già la norma dell'articolo 17 della legge 5 gennaio 1956, n. 1 (legge Tremelloni) tentò di porre fine ai frequenti casi di evasione che si verificavano attraverso passaggi di proprietà delle azioni non accompagnate da trasferimenti sui titoli, soprattutto attraverso riporti fittizi<sup>131</sup> e vendite a termine tenute in sospeso, tuttavia anche la legge Tremelloni, che imponeva l'obbligo agli operatori di borsa di annotare giornalmente tutte le operazioni a

---

<sup>127</sup> Governo in carica dal 21 febbraio 1962 al 21 giugno 1963.

<sup>128</sup> "Ferme restando la nominatività dei titoli azionari e la personalità della imposizione sul reddito complessivo, che sola permette una vera progressività, saranno adottate opportune misure perché gli utili comunque conseguiti dai soci non sfuggano neppure immediatamente all'obbligo fiscale, né restino ignoti i relativi percettori" (APC, III Legislatura. Discussioni. Seduta del 2 marzo 1962, p. 27611).

<sup>129</sup> G.U. 7 gennaio 1963.

<sup>130</sup> APS, *III Legislatura - Disegni di legge e relazioni*, Documento n. 2089, pp. 1-2.

<sup>131</sup> 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 all'ora 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 l'onere per interessi); i titoli non risultavano intestati al riportato (cfr. L. Goldschmied, *Borse infide*, Milano 1959 e F. Barbiellini Amidei - C. Impenna, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni '50*, in *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta, III, Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari 1999, p. 727).

termine e i riporti su titoli, fu aggirata. Se da un lato cessarono le operazioni a termine, su cui era tradizionalmente organizzata la borsa italiana, queste lasciarono spazio a quelle per contanti sulle quali la legge Tremelloni non interveniva. Dal contante “immediato” (liquidato entro due giorni feriali) si passò, grazie ad una interpretazione estensiva della norma ad operazioni 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<sup>132</sup>.

Il disegno di legge prevedeva la soppressione del sistema della comunicazione per ogni trasferimento, introducendo invece l’obbligo per le società emittenti di rilevare e comunicare allo Schedario generale dei titoli azionari i nominativi dei percettori dei dividendi, o, nel caso in cui non vi fosse stata distribuzione di utili, di rilevare e comunicare i nominativi degli intestatari dei titoli depositati per l’intervento in assemblea<sup>133</sup>. In questo modo si rinunciava ad avere una precisa determinazione di ogni passaggio di proprietà per avere invece la “fotografia” del momento della distribuzione del dividendo o dell’assemblea degli azionisti.

In merito all’abolizione, contenuta nell’articolo 19, dei commi quarto e quinto dell’articolo 17 della legge di perequazione tributaria (legge Tremelloni), Bertone, relatore, assicurò i colleghi che in nessun modo sarebbe venuta meno la nominatività obbligatoria. Quei commi riguardavano non la nominatività, bensì le operazioni a termine e a riporto, per le quali l’agente di cambio era tenuto a darne comunicazione allo Schedario. L’articolo 17 si era dimostrato inefficace e quindi inutile. Come aveva già chiarito il ministro del bilancio Ugo La Malfa non era possibile impedire le operazioni a “riporto staccato”. I commi 4 e 5 dell’articolo 17 venivano aboliti, “non puramente e semplicemente”, ma perché l’articolo 8 del disegno di legge in discussione provvedeva

---

<sup>132</sup> Barbiellini Amidei – Impenna, *Il mercato azionario*, p. 728.

<sup>133</sup> APS, *III Legislatura – Disegni di legge e relazioni*, Documento n. 2089, pp. 10-11.

“in modo migliore, più semplice, spedito a conseguire lo stesso fine, e con sicura previsione di migliori risultati”<sup>134</sup>.

Scopo principale del provvedimento era soprattutto quello di porre fine alla sistematica evasione dell'imposta complementare. Il non funzionamento del sistema di accertamento rendeva possibile omettere in dichiarazione i dividendi percepiti dai contribuenti. Il contenuto finanziario del disegno di legge era valutato secondo gli esperti in più di trenta miliardi, ma si trattava solo di una stima, dal momento che la determinazione dei rimborsi agli effetti dell'imposta complementare risultava difficile<sup>135</sup>.

Il ministro delle finanze Trabucchi in Senato chiarì così la questione: il governo non poteva esimersi dall'applicare il principio della progressività sancito dalla costituzione, colpendo un reddito la cui esistenza era indiscutibile. L'istituzione dell'imposta cedolare non avrebbe portato a un sistema di accertamento perfetto. I tentativi di evasione avrebbero continuato ad esistere, ma il governo si sarebbe nuovamente rivolto al Parlamento per chiudere quegli spazi che eventualmente si fossero dimostrati ancora aperti<sup>136</sup>. Non si trattava però solo di recuperare aree di evasione, ma di realizzare una maggiore equità tributaria e una migliore distribuzione del reddito, colpendo una categoria di reddito ben precisa: “Quali sono infatti gli scopi del disegno di legge? Senza dubbio ci sono degli scopi finanziari in senso stretto; degli scopi finanziari, diremo così, indiretti; degli scopi economici. Se vogliamo prendere in esame anzitutto gli scopi finanziari in senso stretto, dobbiamo dire che da tempo si sentiva la necessità di arrivare a colpire, agli effetti della complementare, i redditi degli azionisti e dei quotisti delle società a responsabilità limitata. Perché? Perché in realtà è molto difficile che tali redditi siano colpiti, e siano prima di tutto accertati, con i sistemi attuali; ma anche perché non può concepirsi una progressività in base ad accertamenti che, su un notevole, vorrei dire notevolissimo settore dell'economia, non siano effettuati con strumenti adeguati per

---

<sup>134</sup> APS, III Legislatura – Assemblea – Resoconto delle discussioni, seduta dell'8 novembre 1962, p. 29960.

<sup>135</sup> APS, III Legislatura – Disegni di legge e relazioni, Documento n. 2089, p. 8.

<sup>136</sup> APS, III Legislatura – Assemblea – Resoconti delle discussioni, seduta dell'8 novembre 1962, pp. 29961-29962

arrivare a far conoscere a chi deve applicare le imposte la distribuzione di tutto il reddito che si produce”<sup>137</sup>.

Vi era poi il problema delle società estere rifugio. Come era noto a tutti, e come spiegò lo stesso ministro, c’era la tendenza da parte di molti contribuenti a far figurare i propri capitali come capitali esteri, tramite la loro intestazione a società estere, costituite in paesi che offrivano la possibilità di trovare un valido rifugio. Queste società, che riscuotevano i dividendi delle società italiane erano al riparo da qualunque tentativo di accertamento da parte dell’amministrazione finanziaria. Per colpire le società rifugio si pensò di affiancare all’imposta cedolare una imposta autonoma a carico dei dividendi pagati ai soggetti residenti all’estero. Naturalmente, come era esplicitamente chiarito nel disegno di legge e nella relazione della Commissione, venivano fatte salve le convenzioni internazionali, per cui nei casi in cui vi fossero delle convenzioni bilaterali per evitare o ridurre le doppie imposizioni, queste avrebbero prevalso, al fine di evitare che il cittadino fosse colpito due volte. In tutti gli altri casi la norma doveva servire ad ergere una difesa a favore dell’erario “contro il tentativo puro e semplice di evadere sotto l’usbergo di un confine internazionale”, un usbergo che non poteva avere altro scopo se non quello “di facilitare chi se ne volesse servire con astuzia”<sup>138</sup>.

All’interno della maggioranza parlamentare il partito socialista era il maggiore sostenitore della cedolare. Il senatore socialista Mariotti vedeva con favore l’effetto che il provvedimento avrebbe avuto sul fronte dell’evasione dell’imposta complementare. Anche grazie al segreto bancario i contribuenti evitavano sistematicamente di denunciare i dividendi azionari percepiti, ma con la nuova disciplina sarebbero stati costretti a denunciare tali redditi, come del resto erano già tenuti a fare in base alle normative allora vigenti. Il recupero del mancato gettito aveva dunque un carattere perequativo.<sup>139</sup> Nell’altro ramo del parlamento il collega di partito Albertini, vicepresidente della Commissione finanze e tesoro, denunciava: “Era ed è scandaloso che l’imposta complementare in Italia, unica imposta sul reddito a carattere personale e

---

<sup>137</sup> *Ibidem*, p. 29962.

<sup>138</sup> *Ibidem*, pp. 29964-29965.

<sup>139</sup> APS, *III Legislatura – Assemblea – Resoconto delle discussioni*, seduta dell’8 novembre 1962, p. 29954.

progressiva, viene largamente evasa e la principale delle evasioni era proprio costituita dai percettori dei redditi azionari". Di fronte ad una campagna di dividendi azionari intorno ai 300 miliardi di lire non era accettabile, secondo il deputato, che i dividendi denunciati ai fini dell'imposta complementare ammontassero solo a 25-30 miliardi. La gravità della situazione non era dovuta solo all'entità dell'evasione ma alla stessa struttura dell'imposizione fiscale in Italia. I socialisti puntavano a realizzare una imposizione maggiormente progressiva e una maggiore equità. Tali obiettivi andavano perseguiti tramite un'imposizione personale progressiva, ma all'epoca il sistema fiscale italiano faceva leva soprattutto sulle imposte reali. L'imposta complementare era l'unica imposta progressiva e a carattere personale, ma la sottrazione all'imponibile delle attività mobiliari impediva di accertare l'esatto reddito dei contribuenti e di applicare l'aliquota corretta. L'introduzione dell'imposta cedolare segnava per i socialisti una tappa decisiva per porre fine alle evasioni e riaffermava il principio della nominatività azionaria, anche se in questo caso ad essere nominativo non era tanto il titolo quanto la cedola<sup>140</sup>". Per Albertini il provvedimento aveva infatti un duplice profilo, da un lato vi era l'aspetto giuridico rappresentato dalla nominatività azionaria, dall'altro quello fiscale. Per quanto riguarda il primo aspetto, la nominatività non era importante solo per accertare i percettori dei dividendi, ma aveva pure finalità più generali di ordine economico, sociale e civilistico. In un'economia moderna era necessario poter conoscere i detentori dei titoli per poter sapere a chi appartenesse il comando delle società e quindi poter esercitare un controllo sulle concentrazioni economiche a tutela sia degli azionisti delle società, sia di soggetti terzi e in generale per un corretto svolgimento della vita economica<sup>141</sup>.

La prima questione dibattuta fu la natura della ritenuta: d'acconto o a titolo d'imposta. Si optò per la prima, ma la scelta non fu affatto scontata. In consiglio dei ministri Tremelloni, ministro del tesoro, si disse favorevole a un'imposta secca<sup>142</sup>. Lo

---

<sup>140</sup> APC, III Legislatura – Discussioni della VI Commissione (Finanze e Tesoro) in sede legislativa, seduta 6 dicembre 1962, p. 2435.

<sup>141</sup> *Idem*.

<sup>142</sup> ACS, PCM – Adunanza del Consiglio dei ministri. Minute, b. 67, fasc. 18-5-1962, p. 1.

stesso relatore al senato Bertone confessò che di fronte alla questione la sua iniziale preferenza andò alla ritenuta secca, poiché “più semplice, più rapida, più redditizia”. Con una ritenuta secca sarebbe stato prelevato il 15% sui dividendi di tutti i titoli senza particolari incombenze per l’amministrazione tributaria, che non avrebbe dovuto fare accertamenti, né provvedere a rimborsi, né affrontare alcun contenzioso. Il 15% di tutti i dividendi avrebbe consentito un gettito più soddisfacente. Ma non si poteva non tenere conto delle obiezioni di chi fece osservare che con la ritenuta secca ci si sarebbe troppo distaccati dal sistema legislativo vigente e che ciò avrebbe rappresentato una deroga al principio della progressività, che doveva essere realizzato tramite l’imposta complementare. Anzi, l’imposta complementare andava potenziata e andava recuperato il gettito fino ad allora sfuggito. Bertone condivideva l’insoddisfazione dei socialisti per una imposta che, a dieci anni dalla sua introduzione, dava solo 80 miliardi di lire di gettito, una cifra inferiore alle aspettative, quindi era benvenuta un’imposta cedolare di acconto, che si legava alla complementare e che aveva il doppio vantaggio di non essere un nuovo tributo e di contribuire al funzionamento dell’imposta complementare. Per questi motivi la Commissione finanze e tesoro preferì la ritenuta d’acconto, nonostante le difficoltà che si sarebbero venute a creare. La cedolare era infatti del 15%, ma per raggiungere una tale aliquota a livello di imposta complementare occorreva un reddito di circa 16 milioni di lire, per cui si sarebbero verificati molti casi di richieste di rimborso per l’imposta pagata in eccesso<sup>143</sup>. Al fine di evitare questi inconvenienti il senatore Piola propose un emendamento accolto sia dalla Commissione, che dal Ministro in base al quale a coloro che non erano soggetti all’imposta complementare non sarebbe stata praticata la ritenuta<sup>144</sup>.

Dello stesso parere di Bertone era anche il ministro delle finanze Trabucchi, il quale, pur ammettendo la maggiore semplicità ed economicità di una imposta secca, richiamò il “concetto fondamentale della progressività” col quale l’imposta secca sarebbe stata difficilmente conciliabile<sup>145</sup>. In commissione finanze e tesoro alla Camera dichiarò di

---

<sup>143</sup> APS, *III Legislatura – Assemblea – Resoconto delle discussioni*, Vol. XXXVI, Seduta del 7 novembre 1962, pp. 29959.

<sup>144</sup> *Idem*.

<sup>145</sup> *Ibidem*, p. 29963.



preferire l'imposta secca, che gli avrebbe dato "la possibilità di incassare immediatamente una notevole cifra: se fosse stato stabilito il 15 per cento si sarebbero incamerati una sessantina di miliardi e forse più di lire, tranquillamente"<sup>146</sup>. Tuttavia anche all'interno del Governo era emersa una maggioranza favorevole alla ritenuta d'acconto. Non si voleva né mettere nuove imposte, né mortificare il principio della progressività. Non fu ammessa nemmeno una ritenuta più piccola, del 5%, perché, se da un lato evitava molte pratiche di rimborso, avrebbe favorito i grandi azionisti: "Ma si diceva: in questo caso voi condannate solo i piccoli azionisti e non i grossi, ecc., ecc., e come sempre si è portati dall'ossequio, se non dall'idolatria, a dei principi fondamentali, ai quali anche io riverente rendo omaggio"<sup>147</sup>.

Il senatore democristiano Cenini nel difendere la scelta per la ritenuta d'acconto sottolineò l'opportunità di non introdurre nuove imposte. Se fosse stata istituita una imposta cedolare i redditi societari sarebbero stati sottoposti ad una nuova imposta reale, quindi sarebbero stati tassati in misura maggiore rispetto agli altri redditi individuali, con effetti disincentivanti nei confronti dei possibili investitori<sup>148</sup>. Anche il senatore socialista Roda difese la ritenuta d'acconto. Se da una lato la cedolare secca avrebbe fornito all'erario un gettito sicuro con un sistema di estrema semplicità, per contro vi erano due motivi a favore dell'ipotesi della ritenuta d'acconto: il principio della progressività e la volontà di non istituire una nuova imposta, coerentemente col programma del centro-sinistra. Di fronte agli acconti pagati dalle società nel medesimo anno Roda ne chiedeva l'assoggettamento all'imposta al fine di evitare che le società evadessero di fatto l'imposta anticipando il dividendo a prima dell'entrata in vigore della legge<sup>149</sup>.

L'esenzione delle cooperative fu uno dei temi che maggiormente animarono gli interventi dei senatori e sul quale emerse un largo consenso a favore di una più o meno vasta esenzione. Il disegno di legge presentato dal governo non prevedeva nulla a

---

<sup>146</sup> APC, III Legislatura – Discussioni della VI Commissione (Finanze e Tesoro) in sede legislativa, seduta 6 dicembre 1962, p. 2420.

<sup>147</sup> *Idem*.

<sup>148</sup> APS, III Legislatura – Assemblea – Resoconto delle discussioni, Vol. XXXVI, Seduta del 7 novembre 1962, p. 29939.

<sup>149</sup> *Ibidem*, pp. 29920-29926.

riguardo, al contrario il testo proposto dalla Commissione finanze e tesoro del Senato prevedeva un'esenzione per le società cooperative con capitale sociale versato non superiore a dieci milioni<sup>150</sup>.

Il socialista Roda richiedeva che il limite di esenzione fosse elevato da 10 ad almeno 25 milioni. "Voi sapete – spiegava il senatore – che il movimento cooperativo non può distribuire utili al di sopra del 5 per cento [...] faremo pagare il 15 per cento anche sul bottiglione del vino che distribuiremo al socio della cooperativa di consumo a fine d'anno. Se non emenderemo questa legge come va emendata succederà che lasceremo scappare i miliardari ma saremo inflessibili contro il socio del circolo vinicolo che alla fine dell'anno ritira il bottiglione!<sup>151</sup>". Le richieste dei socialisti trovarono ampi consensi anche all'interno della Democrazia Cristiana, dalle cui file molti sostennero gli interessi delle cooperative. Si riteneva ingiustificata la distinzione tra grandi e piccole cooperative che il limite dei 10 milioni di lire comportava. Si fece notare che grandi cooperative potevano avere piccoli soci e percettori di piccoli dividendi. La ritenuta sarebbe stata antieconomica per lo Stato perché avrebbe dato luogo a un enorme numero di rimborsi e di denunce superflue. L'Amministrazione finanziaria avrebbe dovuto fronteggiare una gran mole di adempimenti svolti dalle cooperative, ma a fronte di ritenute modeste. Sulla base di queste considerazioni anche la Commissione finanze e tesoro accettò l'emendamento proposto da Roda. Si fece anche osservare che le cooperative erano società di persone e non di capitali. Contrariamente alle società di capitali non avevano scopo di lucro e si basavano sull'apporto di prestazioni personali da parte dei soci, inoltre non emettevano azioni destinate alla circolazione. Queste caratteristiche, secondo i sostenitori del movimento cooperativistico, giustificavano un trattamento privilegiato. L'espansione delle cooperative, di cui si riconosceva l'utilità, non andava in alcun modo ostacolata, bensì aiutata<sup>152</sup>.

Alla fine, rispetto al disegno di legge originario, il Senato, accogliendo le richieste del fronte "cooperativista" introdusse due modifiche di rilievo: l'esenzione, prevista

---

<sup>150</sup> APS, *III Legislatura – Disegno di legge e relazioni*, Documento n. 2089-A, p. 9.

<sup>151</sup> APS, *III Legislatura – Assemblea – Resoconto delle discussioni*, Vol. XXXVI, Seduta del 7 novembre 1962, p. 29928.

<sup>152</sup> *Ibidem*, pp. 29928-29929 e 29957.

originariamente per le cooperative con un capitale fino a 10 milioni fu estesa sia a quelle con capitale fino a 25 milioni, sia alle banche popolari nei loro primi cinque anni di vita<sup>153</sup>. La Camera introdusse una modifica ulteriore a favore delle cooperative: la ritenuta sarebbe stata applicata solo se l'ammontare fosse stato almeno pari a 200 lire e comunque a condizione che il capitale sociale fosse superiore a 40 milioni (articolo 1)<sup>154</sup>. Secondo il ministro Trabucchi il governo fu arrendevole su questo punto perché all'elevato numero di cooperative avrebbe corrisposto un forte aggravio del lavoro a carico dell'amministrazione tributaria. Con l'estensione dell'esenzione il sistema sarebbe stato alleggerito, con giovamento per l'applicazione della legge<sup>155</sup>.

Al di là delle questioni tecniche, molte peraltro, o delle aree di esenzione, quello che emerge maggiormente dagli atti parlamentari è un clima politico non favorevole al mondo dell'impresa, in particolar modo se questa assumeva la forma di società per azioni. I toni utilizzati denotano un certo compiacimento nel colpire le grandi società e i percettori di redditi elevati. La nuova maggioranza allargata ai socialisti dava l'impressione d'essere animata da intenti anticapitalistici.

Il socialista Mariotti minimizzò gli effetti che il provvedimento poteva avere sul fronte del capitale finanziario e della formazione del risparmio. Il capitale finanziario e il processo di accumulazione rappresentavano per il senatore socialista i nemici da sconfiggere, ma a tale scopo la presente legge sulla cedolare non era giudicata sufficiente. Non era nata tanto dalla volontà di colpire il capitale finanziario, quanto dalla necessità di trovare coperture a nuove spese. La cedolare doveva essere solo l'anticipazione di ben altre e più incisive riforme, in primo luogo quella sulle società. L'istituzione della cedolare veniva ricollegata alla necessità di reperire mezzi finanziari per far fronte alle nuove spese decise dal Governo. Le nuove uscite erano costituite dall'indennità per gli insegnanti, l'elevazione del minimo di pensione ai coltivatori diretti e ai mezzadri, e la corresponsione dell'assegno integrativo agli impiegati dei botteghini del lotto. Questi provvedimenti comportavano un aumento della spesa di circa 30-35 miliardi di lire e la copertura doveva essere assicurata proprio dalla cedolare. Secondo il

---

<sup>153</sup> *Ibidem*, pp. 29980-29985.

<sup>154</sup> APS, *III Legislatura – Disegno di legge e relazioni*, Documento n. 2089-B, p. 3.

<sup>155</sup> APS, *III Legislatura – V Commissione (Finanze e Tesoro)*, seduta del 18 dicembre 1962, p. 3383.

senatore socialista non si trattava dunque “di uno strumento di politica economica” capace di “incidere in senso democratico sulla struttura produttiva e finanziaria e sulla formazione del risparmio nel Paese”, bensì di uno strumento utile a reperire quelle risorse finanziarie con le quali si sarebbe potuto “soddisfare alcune esigenze di vaste masse di lavoratori” alle quali era giusto assicurare una porzione maggiore del reddito nazionale. Questo trasferimento di risorse a favore dei ceti popolari rispondeva agli impegni programmatici che il governo di centro-sinistra si era assunto di fronte al Paese. Il voto favorevole dei socialisti al provvedimento era quindi da collegare alla volontà di “dotare vaste masse di cittadini (insegnanti, impiegati, lavoratori della terra, che sono autentici produttori di nuova ricchezza) di maggiori mezzi finanziari”. Tutto questo avrebbe avuto degli effetti economici positivi, perché la maggiore propensione al consumo che ne sarebbe derivata avrebbe consentito, ai beneficiari degli aumenti di spesa di mantenere un certo livello di vita, ma avrebbe anche favorito “una certa vivacità dell’espansione produttiva del Paese, assicurando un certo livello di occupazione”.

La cedolare non era per i socialisti lo strumento per colpire il capitale finanziario poiché il provvedimento operava in un ambito troppo circoscritto. Non che non si volesse colpire il capitale finanziario, ma erano necessari altri interventi legislativi. Un impedimento era ad esempio il segreto bancario, che rendeva difficili gli accertamenti. La ragione di tanta acredine verso il capitale finanziario era semplice e Mariotti la spiegava così: “È proprio attraverso il capitale finanziario che la destra politica ed economica del nostro Paese mantiene intatto il proprio potere decisionale, sia sul piano politico che su quello economico”. Colpire fiscalmente il capitale finanziario equivaleva a eliminare il potere che la “destra economica” aveva nel paese. Per arrivare a questo obiettivo non era sufficiente la cedolare. Occorreva procedere a una riforma delle società per azioni, soprattutto in materia di pubblicità e struttura dei bilanci. La chiarezza nella determinazione del reddito societario avrebbe consentito di limitare anche l’accumulazione. Proprio l’accumulazione era il nodo della questione. Secondo i socialisti le imprese distraevano mezzi finanziari dall’attività aziendale per perseguire scopi che secondo loro erano extra-aziendali, vale a dire “per impiegarli nel processo di compenetrazione di altre imprese”. Tale processo portava a quella “struttura

monopolistica, sia sul piano della produzione che su quello della distribuzione, nonché su quello del mercato del capitale”, che i socialisti intendevano combattere. L’idea del capitalismo italiano che emerge dall’intervento di Mariotti è quella di un “autofinanziamento dilatato al massimo”, probabilmente costituito con riserve occulte, che sottraeva il reddito agli azionisti e invece di distribuirlo lo impiegava per una crescita dimensionale, che, evidentemente, i socialisti non ritenevano opportuna. Il “tessuto monopolistico rappresentato dalla compenetrazione tra imprese esercenti anche attività molteplici”, costituiva il terreno nel quale affondavano “le loro radici le concezioni autoritarie e antidemocratiche dello Stato”. Con la riforma delle società e gli opportuni interventi di natura fiscale e creditizia si poteva consolidare “il processo di democratizzazione del nostro Paese”<sup>156</sup>.

Sul tema della riforma delle società per azioni Mariotti ottenne pure il consenso del ministro Trabucchi: “Devo dare atto al senatore Mariotti che egli ha colpito il punto preciso dove questo provvedimento deve incardinarsi in un sistema di riforme: non c’è modo assoluto di creare un regime di accertamento della ricchezza mobiliare e della sua circolazione se non si riprende in esame, come del resto è nel programma stesso del Governo, tutto il regime delle società commerciali”<sup>157</sup>.

Nelle parole di Mariotti vi era l’eco delle elaborazioni teoriche degli anni ’50 di Ascarelli, Ferri e del Convegno degli Amici del Mondo tenutosi a Roma nel 1955, cui parteciparono anche Ugo La Malfa e Bruno Visentini. L’approccio antimonopolistico di Ascarelli prevedeva la nazionalizzazione delle grandi imprese con “forte potere monopolistico”, la riforma del diritto societario e una disciplina antitrust. Per evitare le concentrazioni che si producevano tramite le partecipazioni societarie era necessario smantellare le partecipazioni reciproche, limitare le società di comodo, irrobustire gli spazi di autotutela da parte degli azionisti di minoranza e l’informazione per limitare lo strapotere e le eventuali prevaricazioni da parte dei gruppi di controllo<sup>158</sup>. A parte le

---

<sup>156</sup> *Ibidem*, seduta dell’8 novembre 1962, pp. 29952-29954.

<sup>157</sup> *Ibidem*, p. 29962.

<sup>158</sup> Ascarelli T., *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in “Rivista trimestrale di diritto e procedura civile”, 273, 1955; *I problemi delle società anonime per azioni*, in “Rivista della società”, 3, 1956; Ascarelli T., La Malfa U., Rossi E., *La lotta contro i monopoli*, Laterza, Bari 1955. Si veda anche Ferri G., *Poteri e responsabilità nell’evoluzione della società per*

possibili contraddizioni tra gli intenti nazionalizzatori e l'aspirazione a dotare l'economia italiana e il mercato finanziario del nostro paese di quelle regole e di quella trasparenza che già appartenevano ad altri paesi, già negli anni '50 quella polemica antimonopolistica era forse obsoleta visti i ripensamenti che sul tema del capitalismo monopolistico e della grande impresa vi furono oltreoceano<sup>159</sup>.

Il Senato non introdusse modifiche verso le Regioni a statuto speciale, nonostante le richieste dei senatori appartenenti a quelle regioni<sup>160</sup>. I titoli di società appartenenti alle regioni Trentino-Alto Adige, Sicilia e Sardegna, godevano dello status di titoli al portatore, pertanto non era possibile l'identificazione del possessore. Al fine di sottoporre comunque questi titoli a un prelievo si decise per una ritenuta secca. "Le azioni al portatore, - spiegò il ministro - per la loro natura di titoli che circolano non in base a girata, non in base a scrittura privata o pubblica, ma semplicemente in base alla trasmissione del possesso, non possono essere seguite (qui veramente si può parlare di una assoluta, oggettiva impossibilità) nei loro passaggi". Se alla ritenuta fosse stato dato carattere d'acconto, l'erario si sarebbe trovato a dover restituire l'imposta indipendentemente dal pagamento dell'imposta complementare e dalla stessa natura giuridica del percettore. La ritenuta secca fu quindi proposta non per limitare l'autonomia delle regioni ma per "l'essenziale diversità tra le due situazioni e per la necessità che tutti i contribuenti partecipino alle spese dello Stato"<sup>161</sup>. Al senatore Crespallani che obiettava come la ritenuta secca fosse una nuova imposta e che le regioni avevano fatto ricorso "all'anonimato azionario per migliorare la loro condizione economica deficitaria", Bertone rispose che se la regione in questione, la Sardegna, aveva motivo per non essere troppo contenta della ritenuta secca, neanche il resto del

---

azioni, in "Rivista delle società", 35, 1956; *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in "Rivista delle società", 177, 1961. Gli Atti

<sup>159</sup> David Eli Lilienthal, *Big Business: A New Era*, Harper and Brothers, New York 1953.

<sup>160</sup> Un emendamento col fine di sopprimere l'articolo 10 che istituiva una ritenuta a titolo d'imposta per le azioni al portatore emesse dalle regioni a statuto speciale fu proposta dai senatori Crespallani, Alzara, Angelo De Luca, Bussi, Valmarana, Vaccaio, Rosati (APS, *III Legislatura - V Commissione (Finanze e Tesoro)*, seduta del 18 dicembre 1962, p. 30022).

<sup>161</sup> *Ibidem*, 29965.

paese era contento delle azioni al portatore, che in Sardegna esistevano, ma che in Italia erano proibite<sup>162</sup>.

Alla Camera le cose andarono diversamente. In Commissione finanze e tesoro diversi deputati, secondo un fronte trasversale ai partiti, intervennero a favore delle regioni a statuto speciale<sup>163</sup>, col risultato che la ritenuta rimase, ma fu abbassata all'8% (articolo 10)<sup>164</sup>. Il ministro Trabucchi lo giudicò un grave cedimento, ma non perché la questione avesse una grande importanza sotto il profilo finanziario. Si trattava solamente di 100 miliardi di titoli le cui cedole mediamente rendevano circa 4 miliardi di lire all'anno, pertanto la differenza del 7 per cento avrebbe comportato una perdita per l'erario di soli 280 milioni di lire. Ad avere importanza era la questione di principio<sup>165</sup>.

Come ho già detto il disegno di legge fu approvato in Consiglio dei ministri il 15 maggio. In quell'occasione il ministro Andreotti espresse alcune perplessità in merito al provvedimento. In primo luogo rilevava la possibilità per i grandi azionisti di evadere l'imposta cedendo le azioni a società estere, possibilità che il disegno di legge non eliminava completamente. In secondo luogo riteneva che in seguito all'introduzione della cedolare i medi e i piccoli risparmiatori si sarebbero astenuti dal comprare azioni. Proponeva pertanto una doppia aliquota a seconda del tipo di azionista: una più piccola per i risparmiatori e una superiore al 15 per cento per gli azionisti più grandi<sup>166</sup>. Ai dubbi di Andreotti rispose il ministro La Malfa il quale, pur ammettendo che il nuovo sistema avrebbe scoraggiato il sistema azionario, riteneva questo scoraggiamento positivo ai fini dell'impiego di capitali verso titoli a reddito fisso<sup>167</sup>.

Col senno di poi possiamo dire come queste previsioni si siano rivelate esatte. È interessante rilevare la consapevolezza degli effetti che l'introduzione della cedolare poteva avere sul mercato azionario e la preferenza manifestata da La Malfa per quello obbligazionario. Possiamo supporre che il ministro pensasse già alla necessità del nuovo

---

<sup>162</sup> *Ibidem*, 30025.

<sup>163</sup> APC, Anno 1958-63 – *Discussioni della VI Commissione (Finanze e Tesoro) in sede deliberante. Parte II*, seduta del 6 dicembre 1962, pp. 2422-2425 e 2433.

<sup>164</sup> APS, III Legislatura – *Disegni di legge e relazioni*, n. 2089-B, p. 11.

<sup>165</sup> APS, III Legislatura – *V Commissione (Finanze e Tesoro)*, seduta del 18 dicembre 1962, p. 3383.

<sup>166</sup> ACS, PCM – *Adunanza del Consiglio dei Ministri. Minute*, b. 67, fasc. 18-5-1962, p. 2.

<sup>167</sup> *Ibidem*, p. 3.

ente, l'Enel, di reperire sul mercato i fondi necessari alla nazionalizzazione dell'energia elettrica, in ogni caso negli anni seguenti le emissioni azionarie furono in gran parte sostituite da quelle obbligazionarie, forse anche ben oltre le aspettative del ministro. L'evoluzione del mercato dei titoli e le modalità di finanziamento delle imprese saranno gli argomenti del prossimo capitolo.



### 3. Le imposte sui redditi societari in Europa

Al fine di valutare il peso delle imposte sui redditi societari nei diversi paesi europei bisognerebbe prima stabilire che cosa sia reddito e cosa no. In base alle diverse discipline possono variare le modalità di determinazione della base imponibile. Molti paesi prevedevano infatti la possibilità di realizzare ammortamenti accelerati, allo stesso modo i guadagni realizzati da una variazione nella valutazione degli assets posseduti potevano trovare un diverso trattamento nei vari paesi.

Alcuni governi non consideravano reddito tassabile i guadagni in conto capitale: il Regno Unito fino al 1962, le Isole della Manica, la Svezia per assets detenuti per un tempo minimo. Altri governi non facevano distinzione tra guadagni in conto capitale e redditi derivanti da attività imprenditoriali e commerciali: Austria, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Svizzera. Infine vi erano paesi che riconoscevano ai guadagni da capitale uno status particolare, li consideravano reddito straordinario e li sottoponevano ad una tassazione attenuata: Belgio, Danimarca, Francia, Portogallo<sup>168</sup>.

I sistemi fiscali dei vari paesi europei vigenti negli anni '60 e all'inizio degli anni '70 potevano essere raggruppati in tre principali: il sistema classico; il sistema della doppia aliquota; il sistema del credito d'imposta. Al sistema classico appartenevano l'Italia, i Paesi Bassi e il Regno Unito, paesi nei quali vigevano due imposte indipendenti sul reddito della società e sul reddito delle persone fisiche. Il reddito già tassato in capo alle società una volta distribuito rientrava nell'imponibile delle persone fisiche senza alcuna riduzione d'imposta. Questo sistema dal punto di vista del finanziamento delle imprese non era neutro, essendo gli interessi sui debiti deducibili dal reddito imponibile, al contrario dei dividendi distribuiti. Tale sistema poteva anche favorire, nel caso delle piccole imprese l'assunzione di forme societarie particolari (società individuale o di persone) al fine di evitare la doppia tassazione<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup> IBFD, *Taxation of capital Gains realized by Corporations in Europe*, in "European Taxation", vol. 5, n. 9, September 1965, p. 218-219.

<sup>169</sup> A. J. Van Den Tempel, *Imposta sulle società e imposta sul reddito delle persone fisiche nelle Comunità europee*, in Commissione delle Comunità europee, Serie Concorrenza -

Al sistema della doppia aliquota appartenevano Germania e Austria. In questi paesi i redditi societari erano tassati con aliquote diverse a seconda che fossero o meno oggetto di distribuzione agli azionisti. Al fine di mitigare gli effetti della doppia tassazione i dividendi erano tassati con un'aliquota inferiore. In questo modo si intendeva favorire la competizione tra le imprese sul mercato dei capitali, dal momento che, non essendoci un incentivo alla ritenzione dell'utile, gli azionisti avrebbero disposto liberamente degli utili ricevuti, decidendo se reinvestirli nella stessa società o in altre. Questi paesi si trovavano però in una condizione vantaggiosa nel negoziare trattati con gli altri paesi per evitare le doppie imposizioni, essendo l'aliquota da loro praticata sugli utili distribuiti inferiore a quella dei paesi appartenenti al sistema classico. Con i paesi che applicavano il credito d'imposta accadeva invece il contrario<sup>170</sup>.

In Francia e in Belgio vigeva invece il credito d'imposta. In Belgio in particolare era anche prevista una differenziazione tra le aliquote applicate sui redditi trattenuti e su quelli distribuiti, tuttavia questa differenza era di modesta entità. Con la riforma del 1962 non si volle infatti scoraggiare eccessivamente l'autofinanziamento, considerato di grande importanza soprattutto per le piccole e medie imprese che non avevano accesso diretto al mercato dei capitali. Era il credito d'imposta ad avere maggiore effetto ai fini di una riduzione della doppia imposizione. Questo credito era concesso anche quando l'utile distribuito fosse derivato da plusvalenze tassate con aliquota del 15%. Non essendo questo credito concesso ai non residenti, il sistema favoriva gli investimenti realizzati tramite società belghe<sup>171</sup>.

Belgio e Francia avevano sistemi molto competitivi, sia per il trattamento favorevole riservato alle plusvalenze, sia per il credito d'imposta concesso agli azionisti. Il costo complessivo delle imposte sulle società vigenti in Italia era invece paragonabile a quello di paesi come la Repubblica Federale Tedesca e il Regno Unito. Tuttavia nel Regno Unito i dividendi intersocietari erano sempre esenti da imposta. Lo stesso accadeva in

---

Ravvicinamento delle legislazioni, n. 15, 1970; IBFD, *A comparative Analysis of the classical, dual Rate, and Imputation Taxation Systems and the Examination of the Corporate Tax Systems in Belgium, France, Germany, Italy, The Netherlands, and the United Kingdom*, in "European Taxation" vol. 12, n. 5-6, may-july 1972, p. 119.

<sup>170</sup> A. J. Van Den Tempel, *Imposta sulle società...*; IBFD, *A comparative Analysis...*, p. 136.

<sup>171</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, pp. 146-148.

Germania grazie al privilegio di affiliazione, a determinate condizioni. Se in Italia il reddito non distribuito era meno tassato che in Germania, il sistema tedesco prevedeva un trattamento più vantaggioso sugli utili distribuiti, grazie alla doppia aliquota.

La competitività del sistema presente in Francia e Belgio fu testimoniato dalla riforma fiscale realizzata nel Regno Unito nel 1972, che introdusse il credito d'imposta e abbassò l'aliquota sul reddito delle persone fisiche, col risultato di rendere il sistema fiscale neutro rispetto alla distribuzione o meno del dividendo.

Se in genere tutti i paesi cercavano di limitare gli effetti delle doppie imposizioni, in particolare sui dividendi intersocietari, alcuni paesi concedevano forme molto ampie di participations exemption in favore di società finanziarie o holdings: Paesi Bassi, Lussemburgo, Svizzera, Liechtenstein. In questi paesi era particolarmente conveniente stabilire società finanziarie cui intestare le partecipazioni o i titoli detenuti presso altri paesi.

Secondo il Rapporto che Van den Tempel curò per la Comunità Europea il sistema da preferire era quello classico. I tre sistemi non erano infatti neutri dal punto di vista del mercato dei capitali. La doppia aliquota e il credito d'imposta favorivano la distribuzione del dividendo e ciò poteva erodere l'autofinanziamento. Avrebbero anche sottratto alle imprese la responsabilità del finanziamento degli investimenti per porlo nelle mani del mercato dei capitali<sup>172</sup>. Un'altra ragione a favore del sistema classico riguardava la deducibilità di spese non necessarie. Alte aliquote potevano infatti giustificare l'assunzione di spese non necessarie ma deducibili. Il sistema classico, prevedendo aliquote più basse per gli utili trattenuti poteva scoraggiare tale pratica<sup>173</sup>. A favore del sistema classico deponiva anche la maggiore semplicità rispetto agli altri due<sup>174</sup>.

Contrariamente al parere di Van del Tempel negli anni '70 in molti paesi furono varate riforme aventi come obiettivo quello di ridurre la duplice tassazione sui redditi societari tramite il sistema della doppia aliquota o del credito d'imposta. Oltre al Regno Unito anche in Germania, a partire dal 1 gennaio 1977, fu concesso agli azionisti un credito d'imposta. Nello stesso anno pure l'Italia, che in occasione della riforma entrata

---

<sup>172</sup> A. J. Van Den Tempel, *Imposta sulle società...*, par. 47-50.

<sup>173</sup> *Ivi*, par. 55.

<sup>174</sup> *Ivi*, par. 66-73.

in vigore nel 1974 mantenne il sistema classico, adottò il credito d'imposta<sup>175</sup>. La stessa Commissione Europea nel 1975 propose al Consiglio dei Ministri l'emanazione di una direttiva sull'armonizzazione dei sistemi fiscali inerenti i redditi societari avente per oggetto la concessione agli azionisti di crediti d'imposta tra il 45 e il 55% delle imposte già assolte dalle società. Secondo la Commissione il credito d'imposta era la soluzione migliore per garantire la neutralità del sistema fiscale sia rispetto alle possibili forme di finanziamento dell'impresa, sia rispetto alle possibili forme societarie che queste potevano assumere. Se Van den Tempel voleva favorire l'autofinanziamento, l'obiettivo della Commissione era, all'opposto, la neutralità del sistema fiscale rispetto alle varie forme di finanziamento. Il sistema classico favoriva l'autofinanziamento, a vantaggio degli azionisti con reddito elevato ed alte aliquote marginali, a scapito dei piccoli azionisti. Secondo la Commissione lo sviluppo del mercato dei capitali era legato nel lungo periodo al ruolo dei piccoli e medi risparmiatori, pertanto era necessario che le normative fiscali non scoraggiassero la distribuzione dei dividendi e in tal modo gli azionisti con aliquote sul reddito personale più basse<sup>176</sup>.

Il problema dell'integrazione tra le imposte pagate dalle società e quelle pagate dagli azionisti interessò anche gli Stati Uniti e portò alla riforma proposta dall'amministrazione Carter nel 1977<sup>177</sup>. Il dibattito non fu però animato dalle stesse istanze da una parte all'altra dell'Atlantico. Mentre in Europa il tema della neutralità del sistema fiscale era prevalente, negli Stati Uniti i sostenitori della necessità di ridurre il carico fiscale sui dividendi si rifacevano alla cosiddetta "*Conduit View*", secondo la quale la società e l'azionista non andavano visti come entità separate<sup>178</sup>. Negli Stati Uniti l'interesse per una minore imposizione sugli utili distribuiti era influenzato dal tema,

---

<sup>175</sup> Legge n. 904 del 16 dicembre 1977, relativa all'istituzione di un credito d'imposta sugli utili distribuiti pari ad un terzo degli stessi.

<sup>176</sup> Commission of the European Communities, *Proposal for a Council Directive Concerning the Harmonization of Systems of Company Taxation and of Withholding Taxes on Dividends*, in "Bulletin of the European Communities", Supplement 10/75: *Harmonization of Systems of Company Taxation*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg 1975.

<sup>177</sup> McLure C. E. jr., *Must Corporate Income Be Taxed Twice?*, The Brookings Institution, Washington 1979.

<sup>178</sup> *Idem*.

largamente discusso, della “scarsità di capitale” che si sviluppò negli anni '70<sup>179</sup>. Vero, presunto o falso che fosse il problema di una insufficiente formazione di capitale, vale la pena notare come simili problematiche fossero state oggetto di dibattito in Italia negli anni '60 a proposito della revisione della cedolare del '64 e degli altri tentativi di rilancio degli investimenti<sup>180</sup>.

I seguenti paragrafi descrivono brevemente le imposte sul reddito societario vigenti in vari paesi europei tra gli anni '60 e primi anni '70<sup>181</sup>.

### 3.1 Regno Unito

Nel Regno Unito fino al 1965 le società erano soggette a due imposte: *profit tax* (aliquota al 15%<sup>182</sup>) e *income tax*. L'aliquota di quest'ultima veniva stabilita annualmente. Era pari al 38,75% fino al 1964 quando fu innalzata al 41,25%, portando il carico complessivo delle due imposte al 56,25% del reddito. Plusvalenze e assegnazioni di azioni gratuite non erano invece tassati<sup>183</sup>.

Successivamente all'emanazione del *Finance Act* del 1965 le società furono soggette ad una sola imposta, la *corporation tax* con aliquota pari al 40% del reddito, elevata al 42,5% nel 1967. L'aliquota veniva stabilita annualmente dal *Finance Act*. L'esercizio

---

<sup>179</sup> Sull'argomento: Andersen L. C., *Is There a Capital Shortage: Theory and Recent Empirical Evidence*, in “Journal of Finance”, vol. 31, May 1976, pp. 257-268; Bosworth B., Duesenberry J. S. e Carron A. S., *Capital Needs in the Seventies*, Brookings Institution, Washington 1975; Sinai A. e Brinner R. E., *The Capital Shortage: Near-Term Outlook and Long-Term Prospects*, Data Resources, Lexington 1975; Watchell P., Sametz A. e Shuford H., *Capital Shortages: Myth or Reality?*, in “Journal of Finance”, vol. 31, May 1976, pp. 269-285; New York Stock Exchange, *The Capital Needs and Savings Potential of the U.S. Economy: Projections Through 1985*, New York Stock Exchange 1974; Joint Committee on Taxation, *Tax Policy and Capital Formation*, GPO 1977); Shapiro E. e White W. L., *Capital for Productivity and Jobs*, Prentice-Hall 1977.

<sup>180</sup> A tale proposito si vedano i capitoli 5 e 6.

<sup>181</sup> Sull'argomento si vedano anche OECD, *Company Tax Systems in OECD Member Countries*, Parigi 1973; Hammer R., *The Taxation of Income from Corporate Shareholders: Review of Present Systems in Canada, France, Germany, Japan and the U.K.*, “The National Tax Journal”, vol. 28, september 1975, pp. 315-334.

<sup>182</sup> 12,5% fino al 31 marzo 1961.

<sup>183</sup> J. E. Talbot e G. S. A. Wheatcroft, *Corporation Tax and Income Tax upon Company Distribution*, Sweet & Maxwell, London 1968, p 1.

finanziario iniziava il 1 aprile e terminava il 31 marzo. Per gli esercizi 1968-69 l'aliquota salì al 45% per poi scendere al 42,5% nell'esercizio 1970-71 e scendere ancora al 40% nell'esercizio successivo<sup>184</sup>. Su tutti i dividendi distribuiti agli azionisti veniva obbligatoriamente applicata una ritenuta alla fonte corrispondente all'imposta personale sul reddito (*ordinary income tax*) secondo l'aliquota base (*standard rate*) in vigore al momento della distribuzione. Complessivamente, nel caso in cui tutto l'utile fosse stato distribuito il prelievo fiscale sarebbe stato pari al 66,22% dell'utile societario (*corporation tax* 42,5% + *income tax* 41,25%). Tutto questo si traduceva in un incentivo a trattenere l'utile. Ad esempio, in caso di distribuzione di un dividendo pari al 20% dell'utile lordo, la società avrebbe pagato il 42,5% per la *corporation tax* più un altro 8,25% ai fini della *income tax*, per un totale del 50,75%<sup>185</sup>.

Gli azionisti persone fisiche, qualora ne avessero avuto diritto potevano farsi rimborsare la *income tax* pagata in eccesso, al contrario se soggetti alla *surtax* (*ICTA*, secs. 3, 232)<sup>186</sup> i dividendi rientravano nell'imponibile soggetto a questa imposta con aliquota del 30%. I dividendi pagati da società residenti ad altre società sempre residenti nello stato erano esentati dalla *corporation tax* presso la società percettrice (*ICTA* sec. 239). La stessa società poteva anche detrarre la *income tax* trattenuta sui dividendi ricevuti dalla *income tax* dovuta all'erario sui dividendi distribuiti ai propri azionisti nello stesso esercizio o in quelli successivi (*ICTA* sec. 3, schedule 9). Era anche possibile (secondo gli artt. 256-257 *ICTA* 1970) pagare il dividendo al lordo della *income tax* nel caso in cui la società partecipante detenesse almeno il 50%, oppure entrambe le società facessero parte di un consorzio di società e il 75% delle azioni fosse posseduto da non più di cinque società, ciascuna delle quali proprietaria di almeno il 5% del capitale (*ICTA* sec. 256). Col *Finance Act* 1967 fu introdotta l'esenzione di gruppo, vale a dire la possibilità dell'esenzione in favore di un'altra società facente parte del gruppo.

---

<sup>184</sup> Degli Abbati C., *La tassazione del reddito delle società di capitali negli stati membri della comunità economica europea*, Cedam, Padova 1973, pp. 6-7; IBFD, *A comparative Analysis of the classical, dual Rate, and Imputation Taxation Systems and the Examination of the Corporate Tax Systems in Belgium, France, Germany, Italy, The Netherlands, and the United Kingdom*, in "European Taxation" vol. 12, n. 5-6, may-july 1972, p. 129.

<sup>185</sup> J. E. Talbot e G. S. A. Wheatcroft, *Corporation Tax...*, pp. 2-4.

<sup>186</sup> Sulla base del *Finance Act* del 1971, se l'imponibile superava £ 2500, veniva applicata la sovrimposta sul reddito eccedente le £2000; cfr. IBFD, *A comparative Analysis...*, p. 130.

Era però necessario il possesso delle azioni di una società figlia per almeno il 75% da parte della società madre<sup>187</sup>.

Fino al *Finance Act* del 1965 i capital gains erano tassati solo se realizzati a breve termine<sup>188</sup>, successivamente invece furono sottoposti alla *corporation tax*. Gli azionisti esteri<sup>189</sup> erano esentati<sup>190</sup>. Le plusvalenze rientravano nel calcolo del reddito imponibile sia delle persone fisiche che delle società. Tuttavia se il bene o il titolo sul quale era stata realizzata la plusvalenza era stato detenuto per almeno un anno, la plusvalenza, invece di rientrare nel reddito imponibile ai fini della *corporation tax* o della *income tax*, era soggetta ad un'imposta speciale, la *capital gains tax*, introdotta con il *Finance Act 1965*. L'aliquota era del 30%<sup>191</sup>.

*Investments trust* (società finanziarie) e *unit trusts* (fondi comuni di investimento), non sussistendo una doppia imposizione dei dividendi intersocietari, non godevano di particolari privilegi, se non la tassazione delle plusvalenze al 30%. Al fine di evitare la doppia imposizione l'azionista riceveva un credito d'imposta ai fini della *capital gains tax* al momento della vendita delle azioni o quote. Le spese di amministrazioni erano detraibili dall'imponibile (art. 304 *ICTA 1970*)<sup>192</sup>.

Il *Finance Act 1972* (section 84, art. 1-2) elevò l'aliquota sulla *income tax* al 50%, ma in occasione delle distribuzioni di utili avvenute dal 5 aprile 1973 l'azionista avrebbe ricevuto un credito d'imposta in misura pari a 3 settimi del dividendo ricevuto<sup>193</sup>. Sempre a partire dallo stesso anno l'*income tax* fu abbassata dal 38,75% al 30% e fu abolita la *surtax*<sup>194</sup>. Qualora non fosse stato distribuito alcun dividendo la società avrebbe pagato la *corporation tax* (50% per il 1973) e trattenuto la parte restante. Al contrario nel precedente sistema, con un'imposta del 40%, su 100 sterline di reddito lordo 40 sarebbero andate al fisco e 60 alla società, ma in caso di distribuzione di tutto

---

<sup>187</sup> J. E. Talbot e G. S. A. Wheatcroft, *Corporation Tax...*, p 4; Degli Abbati C., *La tassazione...*, p. 318-319; IBFD, *A comparative Analysis...*, p. 130.

<sup>188</sup> Finance Act 1962, Part II, Chap. II.

<sup>189</sup> Finance Act 1952, Part. II, Chap. IV, s. 190.

<sup>190</sup> Talbot e Wheatcroft, *Corporation Tax and Income Tax*, pp. 4-5.

<sup>191</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 305-306.

<sup>192</sup> *Ivi*, pp. 320-322 e Talbot e Wheatcroft, *Corporation Tax and Income Tax*, pp. 4-5.

<sup>193</sup> Bramwell R., *Taxation of companies*, Sweet&Maxwell London, Green&Son Edimburgh, 1973, p. 52.

<sup>194</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 313-315.

l'utile solo 36,75 all'azionista. Ora invece, nel caso di distribuzione di tutto l'utile la società, per ogni £100 ne avrebbe pagate 50 al fisco, di cui 21,43 in anticipo di quanto dovuto dagli azionisti (*advance corporation tax*), mentre gli azionisti avrebbero ricevuto un credito di £21,43 sterline più il dividendo netto di £50. Sul totale di £71,43 l'azionista avrebbe pagato la *income tax*, che con un'aliquota del 30% era pari a £21,43. Dal punto di vista del carico fiscale la distribuzione o meno diventava irrilevante. Nel caso in cui l'azionista fosse stata un'altra società avrebbe ricevuto anch'essa un dividendo pari a 50 sterline più un credito d'imposta di 21,43 sterline, che corrispondeva all'imposta dovuta dalla società su quel reddito. Il dividendo netto, pari a £50, come nel sistema precedente, dava luogo ad un reddito esente dall'imposta sulle società (*franked investment income*), quindi la società poteva distribuirlo ad un'altra società senza obbligo di effettuare alcuna ritenuta. L'azionista persona fisica avrebbe comunque ricevuto un credito d'imposta di £ 21.43<sup>195</sup>.

Per quanto riguarda il calcolo dell'imponibile, oltre al normale ammortamento l'art. 18 del *CAA 1968* stabilì la possibilità di una detrazione iniziale (*first-year allowance*), una sorta di ammortamento accelerato, pari al 30% del costo di acquisto di impianti e macchinari. Era anche possibile fare ricorso ad una detrazione bilanciante (*balancing allowance*), ovvero un ammortamento addizionale concesso nell'anno di dismissione del cespite qualora il valore residuo da ammortizzare eccedesse quanto ricavato dallo smobilizzo. Al contrario (art. 44 *FA 1971*) se il ricavato fosse stato superiore al valore residuo da ammortizzare, la differenza avrebbe costituito un reddito imponibile (*balancing charge*)<sup>196</sup>.

---

<sup>195</sup> Bramwell R., *Taxation of companies*, pp. 61-62 e 81-82; FA 1972, S. 84, art. 3; ICTA 1970, s. 88, 240, 527.

<sup>196</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 299-301.



### 3.2 Francia

Anche in Francia il reddito societario era soggetto ad una duplice tassazione, una sulla società e una sull'azionista, tuttavia all'azionista veniva concesso un credito d'imposta al fine di limitare il costo della doppia imposizione sui dividendi.

Fino al 1959 l'imposizione sulle persone fisiche era composta da un'imposta proporzionale sui redditi, esclusi quelli da lavoro dipendente, e da una soprattassa progressiva calcolata su tutti i redditi. La Legge del 28 dicembre 1959 soppresse queste imposte e istituì, con decorrenza dal primo gennaio 1960, una imposta progressiva sui redditi delle persone fisiche (*impôt sur le revenu des personnes physiques*)<sup>197</sup>.

Anteriormente al 1949 il reddito delle società era sottoposto ad un'imposta di tipo cedolare con aliquota del 24%. I dividendi distribuiti erano poi ulteriormente a tassazione presso i soci.<sup>198</sup> Successivamente i redditi delle società furono tassati in base all'imposta sulle società (*impôt sur les sociétés*), istituita nel 1948, con aliquota del 50%, come stabilito dall'art. 219 del *CGI*.

Le società che possedevano partecipazioni per almeno il 10% del capitale della società controllata o per almeno 10 milioni di franchi, potevano usufruire di un'esenzione pari al 95% del dividendo. In tal modo solo il 5% del dividendo e il relativo credito d'imposta sarebbero stati soggetti all'imposta sulle società (in base agli art. 216 e 145 del *CGI*)<sup>199</sup>.

La Legge finanziaria del 24 dicembre 1971 stabilì che una società controllata direttamente o indirettamente tramite una partecipazione di almeno il 95% da parte di un'altra società francese, fosse considerata, ai fini dell'imposta sulle società e della riduzione d'imposta sui dividendi, col consenso del ministro delle finanze, come un ramo della società controllante<sup>200</sup>.

---

<sup>197</sup> Roblot R., *French Business Taxation*, Oyez, London 1974, p. 7.

<sup>198</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, p. 221.

<sup>199</sup> Roblot R., *French Business Taxation*, p. 66.

<sup>200</sup> *Ivi*, p. 62.

Le plusvalenze di lungo periodo (vale a dire realizzate su assets detenuti da almeno due anni<sup>201</sup>) erano soggette ad un'imposta del 10%. Tale imposta era definitiva nel caso le plusvalenze fossero inserite in un apposito fondo del bilancio, al contrario qualora fossero state oggetto di distribuzione ai soci assumeva carattere di acconto dell'imposta sulle società<sup>202</sup>.

Quella delle plusvalenze non era l'unica riduzione d'imposta. Per i redditi relativi alla costruzione di abitazioni e le organizzazioni non-profit l'aliquota poteva essere del 15 o 25%<sup>203</sup>.

I dividendi distribuiti, come gli interessi su certificati, depositi e obbligazioni, erano soggetti all'imposta personale sul reddito, se il ricevente era una persona fisica, o all'imposta sulle società nel caso il beneficiario fosse una società. Per mitigare l'effetto della doppia tassazione era prevista la distribuzione di un credito d'imposta (*avoir fiscale*) pari al 50% del dividendo, detraibile dall'imposta sul reddito. Nel caso in cui l'imposta dovuta fosse inferiore al credito il contribuente aveva diritto al rimborso. In sostanza l'imposta effettivamente pagata dalla società sul reddito distribuito scendeva al 25%<sup>204</sup>.

La legge 65-566 del 12 luglio 1965 introdusse una *retenue à la source* del 24% alla quale erano soggetti i dividendi distribuiti. Tale ritenuta era un acconto dell'imposta sul reddito dovuta dall'azionista e poteva essere restituita<sup>205</sup>. Anche gli interessi sulle obbligazioni erano tassati alla fonte, ma con un'aliquota del 12%, ridotta al 10% per le obbligazioni emesse dal 1 gennaio 1965. La legge 69-997 del 29 novembre 1965 al fine di agevolare il risparmio introdusse per le cedole relative a certificati, depositi e obbligazioni la possibilità di una ritenuta a titolo d'imposta del 25% applicata alla fonte. La stessa opportunità valeva anche per i titoli di stato, le altre obbligazioni e i depositi bancari<sup>206</sup>.

---

<sup>201</sup> Legge del 12 luglio 1965, art. 39. In precedenza le plusvalenze erano esenti da imposte se reinvestite entro tre anni nell'attività.

<sup>202</sup> Roblot R., *French Business Taxation*, p. 28 e 65.

<sup>203</sup> *Ivi*, p. 68.

<sup>204</sup> *Ivi*, p. 73-75.

<sup>205</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 255-256.

<sup>206</sup> CGI, art. 125A; Roblot R., *French Business Taxation*, p. 81

Sul fronte degli ammortamenti non era consentito l'ammortamento dei terreni, ad eccezione delle opere di trasformazione. Era però consentito l'ammortamento degressivo (cfr. l'art. 37 della legge del 28 dicembre 1959 e il decreto del 9 maggio 1960). Non esistevano tassi di ammortamento fissati per via amministrativa ma, in conformità all'art. 39 del *CGI*, erano stabiliti, sulla base degli usi, di comune accordo tra il contribuente e l'amministrazione. Quest'ultima non aveva il potere di abbassare le quote d'ammortamento fissate dall'impresa a meno che non fosse in grado di dimostrare che la durata probabile del bene fosse superiore a quella stabilita dal contribuente<sup>207</sup>.

La Francia nel 1965 optò deliberatamente per il credito d'imposta. Il sistema francese aveva però anch'esso i suoi limiti, dal momento che il credito d'imposta era concesso solo agli azionisti residenti e pertanto favoriva gli investimenti dei residenti in società residenti. Al fine di rimediare al problema il paese provvide rapidamente a concludere dei trattati con gli altri paesi<sup>208</sup>.

### 3.3 Belgio

Nel periodo fra il 1919 e il 1962 il sistema delle imposte dirette in Belgio era composto dalle imposte cedolari (*impôts cédulaires*) e dall'imposta complementare sul reddito (*impôt complémentaire personnel*), la cui base imponibile era costituita dal reddito complessivo di ogni persona fisica.

Le imposte cedolari riguardavano sia il reddito delle persone fisiche che quello delle persone giuridiche ed erano le seguenti: l'imposta sul reddito mobiliare (*taxe mobilière*), l'imposta sul reddito immobiliare (*contribution foncière*), l'imposta sul reddito derivante dall'attività professionale (*taxe professionnelle*), intendendo per tale le attività agricole, industriali, il lavoro dipendente e quello autonomo.

A queste si aggiunse nel 1933 la contribuzione nazionale di crisi (*contribution nationale de crise*), in origine con carattere temporaneo ma mantenuta fino al 1962.

---

<sup>207</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 236-242.

<sup>208</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, p. 157.

I Comuni potevano applicare dei propri tributi quali l'imposta sui dipendenti (*taxe sur le personnel occupé*), sul consumo di energia (*taxe sur la force motrice*) e la sovrimposta alla *contribution foncière*.

In assenza di una specifica imposizione sulle società, questa era regolata dalle *Lois coordonnées* dall'*Arrêté du Régent* del 15 gennaio 1948<sup>209</sup>.

Con la "Loi du 20 novembre portant réforme des impôts sur les revenus – Wet van 20 November 1962 houdende hervorming van de inkomstenbelastingen"<sup>210</sup> è stata abbandonata l'individuazione dei diversi tipi di reddito in favore di un sistema basato sull'individuazione del reddito complessivo. A tale scopo furono istituite l'*impôt des personnes physiques*, l'*impôt des sociétés*, l'*impôt des personnes morales* relativa alle persone giuridiche senza scopo di lucro, l'*impôt des non-résidents*.

Le società di capitali (*sociétés anonymes* e *sociétés en commandite par actions*) erano tassate su tutto il reddito realizzato (art. 98 CIR). Nella base imponibile rientravano anche le plusvalenze e i dividendi ricevuti (art. 21 CIR). L'*Arrêté Royale d'exécution du C.I.R.* del 4 marzo 1965 agli artt. 4-9 definiva le condizioni per la detrazione dal reddito imponibile di riserve e fondi di svalutazione. La normativa precedente invece consentiva solo la detrazione delle spese e delle perdite relative al bilancio d'esercizio<sup>211</sup>.

Per quel che riguarda il calcolo del reddito imponibile erano previste alcune particolari condizioni di favore. Le plusvalenze realizzate sugli immobili, sulle attrezzature e sui titoli in possesso da più di cinque anni rientravano nel reddito imponibile solo per la parte eventualmente eccedente la rivalutazione calcolata in base ai coefficienti legali corrispondenti alla svalutazione monetaria. La parte imponibile di questi redditi era sottoposta a tassazione separata con aliquota del 15%. Le plusvalenze sui terreni non edificabili erano esentate a condizione che non fossero distribuite, in caso contrario erano sottoposte a tassazione separata con aliquota al 15%. Le plusvalenze relative a titoli, immobili e attrezzature in possesso da meno di cinque anni erano tassate come profitti ordinari<sup>212</sup>.

---

<sup>209</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 6-7.

<sup>210</sup> "Moniteur Belge" del 1 dicembre 1962.

<sup>211</sup> Degli Abbati, *La tassazione delle società di capitali...*, pp. 15-16.

<sup>212</sup> *Ivi*, pp. 20-30, 33-34.

Anche per il reinvestimento delle plusvalenze relative agli esercizi dal 1959 al 1963 erano previste agevolazioni. Allo stesso modo la legge 14 luglio 1966 che istituiva agevolazioni temporanee per lo sviluppo delle regioni carbonifere consentiva l'esenzione delle plusvalenze realizzate negli anni 1967 e 1968<sup>213</sup>.

Sui dividendi era prevista una ritenuta alla fonte del 15% (*précompte mobilier*), a titolo di acconto dell'imposta sul reddito delle persone fisiche o dell'imposta sulle società, le quali tuttavia erano tenute ad includere nel reddito imponibile ai fini dell'*impôt des sociétés* solo il 15% del dividendo netto ricevuto<sup>214</sup>. Particolari condizioni erano prevista per le società affiliate e per le società finanziarie. Nel caso il dividendo fosse stato distribuito da una società controllata, la controllante era esente sul 95% del dividendo ricevuto. Le società finanziarie erano invece esenti sul 90% dei dividendi percepiti (CIR, art. 111, 113)<sup>215</sup>.

Gli azionisti residenti erano soggetti all'*impôt des personnes physique* sui dividendi percepiti. L'imposta era progressiva, con aliquota massima al 60,5% anche se il carico medio sul reddito totale non poteva superare il 50% (CIR art. 78, par. 2)<sup>216</sup>.

L'*impôt des sociétés* prevedeva aliquote diverse a seconda che il reddito societario fosse o meno distribuito. Gli utili trattenuti dalla società erano tassati con aliquote del 25% fino ad 1 milione di franchi, del 50% da 1 milione a 1,250 milioni, del 30% da 1,250 milioni a 5 milioni e del 35% oltre i 5 milioni. Tuttavia alcuni capital gains realizzati nel lungo periodo erano tassati con un'imposta del 15% (CIR, art. 126, 130). Sugli utili distribuiti era invece applicata un'aliquota del 30%, ma ai percettori era riconosciuto un credito d'imposta (*belastingkredit/crédit d'impôt*) pari al 50% dell'imposta sulle società. Questo credito doveva essere incluso nella base imponibile del percettore (CIR, art. 18 e 135)<sup>217</sup>. I comuni applicavano all'imposta sulle società una soprattassa pari al 6% dell'imposta, cui se ne aggiungeva un'altra de 10% se il reddito societario era superiore

---

<sup>213</sup> Ivi, p. 30.

<sup>214</sup> IBFD, *Taxation of intercorporate dividends received in Europe*, in "European Taxation", vol. 4, august 31, n. 16, 1964, p. 137.

<sup>215</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, pp. 144-145.

<sup>216</sup> Degli Abbatì, *La tassazione delle società di capitali...*, pp. 15-16.

<sup>217</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, pp. 144-146.

ai 3 milioni di franchi<sup>218</sup>. Una società con un reddito superiore ai 3 milioni di franchi avrebbe dovuto pagare, tenendo conto delle soprattasse, un'imposta pari al 40,3% dell'utile passato a riserva, o del 34,8% sull'utile distribuito agli azionisti.

### 3.4 Repubblica Federale Tedesca

Dopo la seconda guerra mondiale rimase in vigore la *Körperschaftsteuergesetz* (legge d'imposta sulle società) del 1934, la cui aliquota nel 1946 fu portata al 65%. La legge del governo militare (*Militärregierungsgesetz*) n. 64 abbassò l'aliquota al 50%.

Una delle principali caratteristiche della Germania federale in materia di imposte sulle società era la aliquota "differenziata" o *gespaltener Satz*, che consentiva ai profitti distribuiti un trattamento più favorevole. La prima differenziazione delle aliquote risale al 1953, quando furono stabilite le due aliquote del 60% per i profitti non distribuiti e del 45% per quelli distribuiti.

Nel 1958 la cosiddetta "riforma fiscale Etzel" del 18 luglio portò le aliquote dell'imposta sulle società al 15% per i profitti distribuiti e al 51% per i profitti non distribuiti<sup>219</sup>. La riforma introdusse anche due diversi criteri impositivi per le società di capitali, applicabili alle società finanziate da privati (*personenbezogene Gesellschaften*) e alle società finanziate dal pubblico (*Kapitalmarktbezogene Gesellschaften*). Le prime, che erano le più numerose, non dovevano avere un patrimonio superiore ai 5 milioni di marchi, le azioni dovevano per almeno il 76% essere possedute da persone fisiche e non potevano essere quotate. Per tali società l'aliquota base era ridotta al 49%<sup>220</sup>.

Le società tedesche erano inoltre soggette alla *Gewerbesteuer* (*Gewst*) o imposta sulla attività industriale, commerciale e artigianale e alla *Vermögensteuer* (*VSt*) o imposta sul patrimonio<sup>221</sup>. Quest'ultima, in base alla *VStG* del 10 giugno 1954 (par. 1-21), era disciplinata dal governo federale ma il gettito andava ai *Länder*. A tale imposta erano

---

<sup>218</sup> *Ivi*, p. 145.

<sup>219</sup> Degli Abbati, *La tassazione delle società di capitali...*, pp. 58-59.

<sup>220</sup> *Ivi*, p. 114.

<sup>221</sup> *Ivi*, pp. 58-59.

soggette sia le società che le persone fisiche. La base imponibile era costituita dal patrimonio complessivo netto (*Reinvermögen*), calcolato, per la maggior parte dei cespiti in base al loro valore parziale (*Teilwert*). Dall'ammontare dei cespiti erano detraibili i debiti e l'imposta sulle società. L'aliquota applicata era dell'1%<sup>222</sup>.

La *Gewerbesteuer* (secondo la *Gewrbesteuergesetz* del 1 dicembre 1936) era regolata dal diritto federale ma i comuni (*Gemeinden*), ai quali andava il gettito dell'imposta, potevano influenzarne notevolmente l'importo. L'aliquota federale era pari al 5% del reddito d'impresa, più lo 0,2% del capitale e, soprattutto nel nord del paese lo 0,2% delle retribuzioni. All'ammontare dell'imposta si applicavano dei coefficienti stabiliti dai diversi comuni e normalmente compresi tra il 250% e il 350%. L'imposta era completamente detraibile dal reddito ai fini della *Körperschaftsteuer*. Il peso di quest'imposta variava notevolmente, ma mediamente era compresa tra il 15 e il 20%<sup>223</sup>.

Il calcolo del reddito delle società seguiva quanto disposto dalla *Einkommensteuergesetz (EStG)*, a meno che la *Körperschaftsteuergesetz* non stabilisse diversamente. Sia il reddito personale che quello delle società in base al par. 2 *EStG* era costituito dalla somma delle entrate delle seguenti sette fonti: 1) entrate derivanti dall'agricoltura e silvicoltura; 2) entrate derivanti dall'esercizio di un'attività industriale, commerciale, artigianale; 3) entrate derivanti da lavoro indipendente; 4) entrate derivanti da lavoro dipendente; 5) entrate derivanti da capitali; 6) entrate derivanti da locazioni ed affitti; 7) entrate da altre fonti. Per le prime tre fonti il profitto (*Betriebsvermögen*) era definito come la differenza tra il patrimonio aziendale esistente alla chiusura dell'esercizio e quello esistente alla chiusura dell'esercizio precedente, aggiustato in base ai versamenti o rimborsi di capitale (art. 5 *EStG*). Per le altre categorie il profitto era determinato dalla differenza tra le entrate ottenute e le spese sostenute.

Nel computo del reddito imponibile delle società di capitali erano però esclusi i dividendi intersocietari ed altre distribuzioni di profitti percepiti da una società residente, ove trovasse applicazione il "privilegio di affiliazione"<sup>224</sup>.

---

<sup>222</sup> Ivi, pp. 119-120.

<sup>223</sup> Ivi, pp. 121-122.

<sup>224</sup> Ivi, pp. 85-86.

In materia di ammortamenti la fonte normativa più importante è costituita dalla *Einkommensteuergesetz 1955*. Il paragrafo 6 stabiliva che i cespiti sottoposti a deprezzamento (*Wirtschaftsgüter dea Anlagevermögens, die der Abnutzung unterliegen*) fossero valutati in bilancio secondo il loro costo di acquisto o di produzione (*Anschaffungs-oder Herstellungskosten*) diminuito delle quote di ammortamento. Tuttavia se il valore ottenuto detraendo le quote di ammortamento risultava superiore al valore parziale (*Teilwert*) dei singoli cespiti, quest'ultimo poteva essere assunto come valore contabile<sup>225</sup>.

Solo a partire dal 1957 l'Amministrazione ha provveduto alla pubblicazione di tabelle indicanti le aliquote di ammortamento applicabili a determinati beni economici. Non si trattava comunque di tabelle vincolanti, ma aventi lo scopo di ridurre il più possibile i motivi di contrasto col contribuente. Nel caso in cui il contribuente avesse sovrastimato la durata del cespite, poteva ridurre la durata della quota residua di ammortamento<sup>226</sup>.

L'ammortamento poteva avvenire secondo il metodo lineare a quote costanti, oppure secondo il metodo degressivo, sia con percentuali decrescenti del prezzo di acquisto, sia con percentuali costanti del valore residuo. La quota annuale di ammortamento secondo il metodo degressivo non poteva però superare di 2 volte quella risultante dall'applicazione del metodo lineare, né il 20% del valore del cespite. Tale vincolo limitava l'applicazione del metodo degressivo solo ai beni con durata prevista di almeno 5 anni<sup>227</sup>.

La legge 16 giugno 1964 (apparsa nel *Bundessteuerblatt* 1964, Teil 1, p. 384) modificò le disposizioni relative all'ammortamento dei beni immobili. A partire dal 1 gennaio 1965 le quote annuali di ammortamento degli edifici furono elevate al 2% e al 2,5 se la costruzione era anteriore al 1925. Per gli edifici ultimati a partire dal 1965 furono ammessi i seguenti tassi: 3,5% per l'anno di costruzione e per gli 11 successivi; 2% per i seguenti 20 anni; 1% per i seguenti 18 anni<sup>228</sup>.

---

<sup>225</sup> *Ivi*, pp. 73-74.

<sup>226</sup> *Ivi*, pp. 77-79.

<sup>227</sup> *Ivi*, p. 80.

<sup>228</sup> *Ivi*, p. 81-82.



Le plusvalenze non erano soggette a tassazione fino al momento della loro realizzazione, a meno che i cespiti oggetto della rivalutazione non fossero stati in precedenza soggetti a deprezzamento e fossero così riportati al loro valore originario. La plusvalenza si considerava realizzata nel momento in cui il cespite non compariva più in bilancio. Nel caso in cui la rivalutazione fosse involontaria (ad esempio conseguenza di un'espropriazione), la plusvalenza restava intassata se reinvestita entro un determinato termine (cfr. art 35 *EStG*). La *Steueränderungsgesetz 1964*, del 19 novembre 1964, introdusse la possibilità di differire le plusvalenze realizzate su base volontaria per particolari cespiti purché reinvestite in terreni, edifici, partecipazioni, navi, beni mobili ammortizzabili con una vita utile di almeno 25 anni<sup>229</sup>.

I dividendi erano soggetti alla ritenuta alla fonte, *Kapitalertragsteuer*, pari al 25% (aumentata del 3% nel 1968) dell'importo lordo ai sensi del par. 43-1-1 e 44-1 *EStG*. Dall'entrata in vigore della legge del 30 dicembre 1959 le distribuzioni di azioni gratuite (*Gratisaktien*) erano esenti da imposta.

L'aliquota del 25% costituiva un acconto dell'imposta sulle società o dell'imposta sul reddito delle persone fisiche. Le persone fisiche dovevano inserire i dividendi lordi nella base imponibile dell'imposta personale progressiva sul reddito, la cui aliquota massima era del 53% (*EStG* art. 1 e 32a)<sup>230</sup>.

Qualora una società di capitali possedesse una "notevole partecipazione" in un'altra società, i dividendi percepiti non erano soggetti a tassazione, a determinate condizioni: entrambe le società dovevano essere residenti nello Stato; la partecipazione doveva costituire almeno il 25% del capitale della società partecipata e doveva essere stata detenuta per almeno dodici mesi prima della chiusura dell'esercizio in cui erano stati percepiti i dividendi. Nella misura in cui la società madre non avesse redistribuito a sua volta il dividendo percepito dalla società figlia, questo sarebbe stato soggetto a una tassazione ulteriore del 36% (*Nachsteuer*)<sup>231</sup>.

---

<sup>229</sup> *Ivi*, pp. 94-96.

<sup>230</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, p. 138.

<sup>231</sup> *Ivi*, p. 138.

Analogamente a quanto accadeva in Italia le cedole delle obbligazioni emesse dalle società erano soggette ad un'aliquota del 30%, contrariamente ad altre tipologie di titoli a reddito fisso<sup>232</sup>.

L'aliquota della *Gewerbesteuer* era del 5% moltiplicata per un fattore che variava da comune a comune, spesso del 300%, così che l'aliquota effettiva era normalmente del 15%. Essendo però calcolata sull'utile dopo detrazione dell'imposta stessa l'aliquota effettiva era del 13,5%.

La *Körperschaftsteuer*, come già detto, presentava le due aliquote del 15% per gli utili distribuiti e del 51% su quelli non distribuiti. Dal momento che l'imposta stessa era considerata come utile non distribuito in caso di distribuzione di tutto l'utile disponibile l'aliquota effettiva sarebbe stata più alta. Inoltre dal 1 gennaio 1968 fu introdotta una soprattassa del 3% (*Ergänzungsabgabe*) che di fatto elevò l'aliquota sugli utili distribuiti al 15,45% e sugli utili trattenuti al 52,53%<sup>233</sup>. Ricapitolando:

Utile lordo	100,00
- <i>Gewerbesteuer</i>	<u>13,04</u>
	86,96
- <i>Körperschaftsteuer</i> (52,53% di 10,88)	5,72
- <i>Körperschaftsteuer</i> (15,45% di 70,44)	<u>10,88</u>
Dividendo distribuito	70,44

Se il dividendo era percepito da una società che godeva del "privilegio di affiliazione" ma questa non lo distribuiva a sua volta

Dividendo distribuito	70,44
- <i>Nachsteuer</i> (36% di 70,44)	<u>25,36</u>
Utile netto	45,08

Se nessun utile veniva distribuito:

<sup>232</sup> Degli Abbati, *La tassazione delle società di capitali...*, pp. 102-104.

<sup>233</sup> IBFD, *A comparative Analysis...*, pp. 137-139.

Utile lordo	100,00
- <i>Gewerbesteuer</i>	<u>13,04</u>
	86,96
- <i>Körperschaftsteuer</i> (52,53% di 86,96)	<u>45,68</u>
Utile netto	41,28

Per le società di investimento, le *Kapitalanlagegesellschaften*, aventi come scopo sociale l'acquisto e l'amministrazione di beni mobili (titoli) ed immobili per un gruppo di investitori, era prevista l'esenzione dalla *KSt*, dalla *GewSt* e dalla *VSt*. Gli investitori erano soggetti alla *ESt* o alla *KSt* sui dividendi distribuiti. I residenti, se persone fisiche, che detenevano certificati di partecipazione (*Anteilscheine*), senza intenti commerciali, erano esenti dalla *ESt* sulle plusvalenze derivanti dall'alienazione di titoli (o immobili posseduti da almeno due anni), come previsto dall'art. 3 (a) *EStG*<sup>234</sup>.

In seguito a decisioni giurisprudenziali, il "privilegio di affiliazione" fu esteso anche alle società collegate in base al concetto di *Organtheorie*. La sua applicazione era subordinata all'esistenza di tre condizioni: l'esistenza di una concentrazione (*Organschaft*); la conclusione di un accordo di concentrazione; la domiciliazione nella Repubblica Federale Tedesca delle società interessate<sup>235</sup>.

### 3.5 Austria

In Austria le società erano soggette a un'imposta sulle società (*Körperschaftsteuer*), con aliquote progressive a partire da 28,32% fino a 51,92% per i redditi oltre i 500 mila scellini, e ad un'imposta sulle attività produttive (*Gewerbesteuer*), la cui aliquota base era del 5%, ma che doveva essere moltiplicata per un fattore stabilito dai comuni. Generalmente questo fattore era del 300% in modo tale che l'aliquota effettiva era del 15%. L'imposta era però applicata sul reddito al netto dell'imposta sulle società così che

<sup>234</sup> Degli Abbati, *La tassazione delle società di capitali...*, pp. 107-108.

<sup>235</sup> *Ivi*, pp. 108-109.

l'aliquota scendeva al 13,5%. Anche l'imposta sulle società era applicata al netto della *Gewerbesteuer*, pertanto assumendo che il reddito societario fosse stato superiore ai 500 mila scellini il carico fiscale complessivo era pari al 58,41%. Sui dividendi posti in pagamento era praticata una ritenuta alla fonte del 17,7% (*Kapitalertragsteuer*).

Anche in Austria erano presenti delle agevolazioni per le holdings. Se la società percettrice del dividendo possedeva almeno il 25% della società partecipata, quest'ultima non era tenuta a praticare la ritenuta alla fonte, mentre la società partecipante non era soggetta sugli utili ricevuti alla *Körperschaftsteuer* e alla *Gewerbesteuer*. Questi benefici erano concessi purché sussistessero le seguenti tre condizioni: la società percettrice del dividendo doveva detenere la partecipazione sin dall'inizio dell'esercizio e da almeno un anno; il dividendo non doveva essere una distribuzione di capitale; il 25% del capitale doveva essere posseduto direttamente<sup>236</sup>.

### 3.6 Paesi Bassi

La legge dell'8 maggio 1940 modificò il regime d'imposizione sulle società introducendo l'imposta sui profitti, per cui gli utili complessivi vennero assoggettati ad un'imposta dell'11,5%. Durante l'occupazione tedesca furono introdotte delle nuove imposte sul modello tedesco, come l'imposta sulle società.

Nel 1958 e nel 1960 il governo olandese presentò tre progetti di legge approvati dal Parlamento nel 1964: *Wet op de inkomstenbelasting 1964* (abbr. IB) o legge d'imposta personale sul reddito; *Wet op de loonbelasting 1964* o legge d'imposta sui salari e stipendi; *Wet op de vermogensbelasting 1964* o legge d'imposta sul patrimonio delle persone fisiche<sup>237</sup>. L'imposta sui salari e gli stipendi entrò in vigore dal 1 luglio 1965, le altre due dal 1 gennaio dello stesso anno. La legge d'imposta sui dividendi (*Wet op de dividendbelasting 1965*), approvata nel 1965 entrò in vigore dal 1 gennaio 1966. Infine, il

---

<sup>236</sup> IBFD, *Taxation of intercorporate dividends received in Europe*, in "European Taxation", vol. 4, n. 16, 31 agosto 1964, pp. 135-136.

<sup>237</sup> Pubblicate rispettivamente nei numeri 519, 520 e 521 della Gazzetta Ufficiale Olandese (*Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*) 1964.

progetto di legge relativo all'imposta sulle società, dopo aver subito diverse rielaborazioni presentate il 17 gennaio 1963 e il 29 luglio 1968, nella *Wet op de vennootschapsbelasting 1969* (abbr. VPB), entrò in vigore il 1 gennaio 1970. Tale legge sostituì il decreto d'imposta sulle società (*Besluit op de vennootschapsbelasting 1942*) precedentemente in vigore, risalente all'occupazione tedesca<sup>238</sup>.

Per quel che riguarda la determinazione del reddito d'impresa erano esclusi i dividendi e gli altri utili che una società madre percepiva da una propria affiliata o da altri enti il cui capitale fosse suddiviso in azioni, purché la partecipazione fosse pari ad almeno il 5% del capitale della società partecipata, anche se estera. Il ministro delle finanze poteva concedere l'esenzione anche su partecipazioni inferiori (art. 13 *VPB*)<sup>239</sup>. Con la legge del 24 dicembre 1953 venne introdotta una *Investeringsaftrek*, una esenzione sugli utili reinvestiti. Tale disposizione fu mantenuta all'art. 11 della *Wet op de Inkomstenbelasting 1964*, che prevedeva un'esenzione pari all'8% per gli altri investimenti in immobilizzazioni superiori ai 2000 fiorini<sup>240</sup>.

L'articolo 10 dell'*IB* consentiva l'ammortamento accelerato, grazie al quale le società potevano a loro discrezione ammortizzare un terzo del costo di acquisto di un'immobilizzazione nel primo anno di utilizzo, in aggiunta al normale ammortamento. In realtà il ministro delle finanze poteva con decreto porre dei limiti all'ammortamento accelerato, col risultato che l'aliquota massima ammortabile risultava del 16,6% per i primi due esercizi<sup>241</sup>.

La *Wet op de dividendbelasting 1965* (abbr. IB) imponeva alle società che distribuivano dividendi di trattenere il 25% dell'importo lordo distribuito a partire dal 1 gennaio 1966. Lo stesso valeva anche per l'attribuzione di azioni gratuite. Il prelievo era a titolo d'imposta per gli azionisti residenti all'estero, ma era generalmente ridotta in base alle convenzioni sulla doppia tassazione. I dividendi di provenienza estera ricevuti

---

<sup>238</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 177-178.

<sup>239</sup> *Ivi*, p. 184 e 204; IBFD, *A comparative Analysis of the classical, dual Rate, and Imputation Taxation Systems and the Examination of the Corporate Tax Systems in Belgium, France, Germany, Italy, The Netherlands, and the United Kingdom*, in "European Taxation" vol. 12, n. 5-6, may-july 1972, p. 125.

<sup>240</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, p. 194.

<sup>241</sup> *Ivi*, p. 193.

da azionisti residenti erano ugualmente sottoposti alla ritenuta, ma le imposte cedolari dei paesi d'origine erano detraibili. Per i residenti in Olanda invece si trattava di una ritenuta d'acconto sull'imposta personale sul reddito o sull'imposta sulle società<sup>242</sup>.

Speciali norme erano previste per le società d'investimento (*beleggingsmaatschappij*) e per i fondi d'investimento (*beleggingsfonds*) residenti, aventi come scopo esclusivo o quasi esclusivo l'amministrazione di un patrimonio di titoli, immobili o mutui ipotecari non erano soggetti all'imposta sulle società ed erano esentate dall'imposta sui dividendi (art. 36 VPB)<sup>243</sup>.

Le aliquote dell'imposta sulle società erano: 43% fino a quarantamila fiorini; 43-46% fra i quarantamila e i cinquantamila; 46% oltre i cinquantamila. A questo si doveva aggiungere un'addizionale, perciò l'aliquota massima era del 47,3%. Dal 1 gennaio 1973 fu applicata un'addizionale che portava l'aliquota massima al 48,3%<sup>244</sup>.

### 3.7 Svizzera

Le società di capitali erano sottoposte all'imposta confederale, a quella cantonale e a quella comunale. L'imposizione riguardava sia il reddito, sia il capitale<sup>245</sup>.

La tassazione sul reddito, sia per la confederazione, sia per la maggioranza dei cantoni, era commisurata secondo la media del reddito degli ultimi due esercizi.

A livello confederale vi era l'imposta per la difesa nazionale come stabilito dagli articoli 48-50 e 52-61 del "Decreto del Consiglio federale concernente la riscossione d'una imposta per la difesa nazionale del 9 dicembre 1940 (DIN)". L'articolo 57 del DIN prevedeva un'imposta base pari al 3% del reddito, una sopratassa del 3% per il reddito eccedente il 4% del capitale (per capitale si intende la somma di capitale versato e riserve) e un'ulteriore sopratassa del 4% sul reddito eccedente l'8% del capitale. In ogni

---

<sup>242</sup> Ivi, p. 203; IBFD, *A comparative Analysis ...*, pp. 125-126.

<sup>243</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, p. 207-208.

<sup>244</sup> Ivi, p. 209.

<sup>245</sup> Sull'argomento si veda Bianchini S., *Le imposte vigenti in Svizzera*, Giuffrè, Milano 1969.

caso l'imposta complessiva non doveva superare il 7,2% del capitale. L'articolo 61 prevedeva la riduzione di tutte le aliquote del 10%.

I Cantoni generalmente applicavano una tariffa base in forma di un'aliquota massima e minima. La progressione variava in base alla redditività, cioè in base al rapporto tra reddito imponibile e capitale proprio. Ad esempio a Zurigo per il 1969 l'aliquota si calcolava moltiplicando un fattore pari a 1/2 per il rapporto tra reddito e capitale, per la somma di due moltiplicatori: uno cantonale del 110%, e uno comunale del 125% (cui andava sommato il moltiplicatore per le imposte ecclesiastiche: 13% per i protestanti; 14% per i cattolici). A Basilea invece l'aliquota era composta dalla somma del 4% più la redditività rispetto al capitale. Supponendo una redditività del 10% l'imposta risultava del 14%. Nel caso di Zurigo l'imposta complessiva sarebbe risultata invece del 12,42%<sup>246</sup> in media<sup>247</sup>.

Anche sul capitale era prevista una aliquota federale ed una comunale. Quella federale era dello 0,75‰, anch'essa ridotta del 10% (art. 60 e 61 del DIN).

Anche in Svizzera vigeva una doppia imposizione. I dividendi distribuiti era passibili di imposta anche presso gli azionisti. La distribuzione degli utili era colpita alla fonte da un'imposta preventiva, come disposto dalla "Legge federale su l'imposta preventiva del 13 ottobre 1965 (LIP)" e dalla "Ordinanza di esecuzione della legge federale sull'imposta preventiva del 19 dicembre 1966 (OIP)". L'aliquota prevista era del 30% (art. 13, lett. A, LIP).

Per alcune tipologie di società per azioni erano previste delle agevolazioni. Le "società holding", ovvero aventi come oggetto della propria attività esclusivamente o prevalentemente l'amministrazione di proprie partecipazioni, godevano nella maggioranza dei cantoni di un esonero fiscale sul reddito e di una riduzione dell'imposta sul capitale. Le "società di partecipazione", non aventi come attività principale l'amministrazione di titoli, godevano di una riduzione d'imposta sul reddito in 17 cantoni e anche a livello federale (art. 59 DIN). Le "società di sede (o di domicilio)",

---

<sup>246</sup> *Ivi*, pp. 10-11.

<sup>247</sup> Media tra la popolazione protestante e quella cattolica.

aventi in Svizzera la sede, ma non le attività, godevano dell'esenzione dall'imposta sul reddito in 17 cantoni<sup>248</sup>.

### 3.8 Liechtenstein

Nel principato l'imposta sulle società, come in Italia e in Svizzera, colpiva sia il reddito che il capitale. Le aliquote erano due: una del 2% sulla somma di capitale versato e riserve e una progressiva dal 5 al 12% sul reddito. I comuni avevano facoltà di prelevare un'addizionale fino al massimo del 250%. Quello che rendeva il paese particolarmente appetibile per gli investitori esteri era la notevole facilitazione concessa alle società di sede (*Sitzgesellschaft*), vale a dire a quelle società che non svolgevano attività industriali o commerciali nel principato. Queste società erano imponibili solo sulla somma di capitale e riserve nella misura dell'1‰, o soggette a un'imposta di 400 franchi annui per trent'anni<sup>249</sup>.

### 3.9 Lussemburgo

Durante l'occupazione tedesca fu trapiantato nel granducato il sistema tributario tedesco. Anche dopo la seconda guerra mondiale tale sistema rimase in vigore e fu solo parzialmente modificato dalla *Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu (Journal Officiel n. 79 del 6 dicembre 1967)*<sup>250</sup>.

Sulle società gravavano, come in Germania, una imposta sul patrimonio (*Vermögenssteuer* o *Impôt sur la fortune*), un'imposta sull'attività industriale,

---

<sup>248</sup> Bianchini S., *Le imposte vigenti in Svizzera*, pp. 14-22.

<sup>249</sup> *Ivi*, p. 332.

<sup>250</sup> Degli Abbati C., *La tassazione...*, pp. 135-136.



commerciale e artigianale (*Gewerbesteuer* o *Impôt commercial*) e un'imposta sulle società (*Impôt sur le revenu des collectivités*).

L'imposta sul capitale (*Vermögenssteuergesetz* del 16 ottobre 1934) assumeva come base imponibile il patrimonio netto complessivo formato dalla somma dei vari assets. L'aliquota era pari allo 0,5% ed era detraibile nel computo del reddito della società. La *Gewerbesteuer* prevedeva un'aliquota dello 0,2% del capitale, e una del 4% del reddito (previa una franchigia di 80000 franchi). In alternativa poteva anche essere commisurata in base alle retribuzioni pagate ai dipendenti in una misura pari all'1,2%. I comuni applicavano poi una propria addizionale fra l'1,4 e il 3,5% dell'aliquota base. In tal modo il carico complessivo poteva avvicinarsi a circa il 10% del reddito. Anche questa imposta era detraibile dal reddito imponibile ai fini dell'imposta sulle società<sup>251</sup>.

Per quanto riguarda l'imposta sulle società, ai sensi dell'art. 174 della legge 4 dicembre 1967, entrata in vigore il 1 gennaio 1969, le aliquote erano le seguenti: 20% se il reddito era inferiore a 400000 franchi; 80000 franchi più il 50% del reddito eccedente i 400000 franchi; 30% se il reddito era compreso tra 600001 e 1 milione di franchi; 300000 franchi più il 72% del reddito eccedente il milione, se compreso tra 1000001 e 1312000; infine 40% se il reddito era superiore a 1312000 franchi<sup>252</sup>.

In base all'art. 51 della legge del 4 dicembre 1967 i redditi, non già esonerati in base alle convenzioni internazionali, realizzati all'estero e già sottoposti ad un'imposta estera rientravano nel reddito imponibile solo per la metà dell'importo<sup>253</sup>. L'art. 166 della stessa legge sanciva il privilegio d'affiliazione, in base al quale i dividendi intersocietari erano distribuiti senza alcuna ritenuta ed erano pertanto esentati, purché entrambe le società fossero residenti e la società percettrice del dividendo detenesse nella società figlia una partecipazione di almeno il 25%<sup>254</sup>.

---

<sup>251</sup> *Ivi*, pp. 168-169.

<sup>252</sup> *Ivi*, p. 166.

<sup>253</sup> *Ivi*, p. 170.

<sup>254</sup> *Ivi*, p. 164.

La legge del 4 dicembre 1967 stabiliva all'art. 146 che alle distribuzioni di dividendi e agli interessi pagati dalle società fosse effettuata una ritenuta alla fonte pari al 15% (*retenue d'impôt sur les revenus de capitaux*)<sup>255</sup>.

Ciò che caratterizzava maggiormente il sistema fiscale Lussemburghese era il trattamento riservato alle società holdings, in particolare a quelle estere. Già la legge del 31 luglio 1929 (*Loi sur le régime fiscal de sociétés de participations financières, Holding Companies*) introdusse l'esenzione da tutte le imposte dirette per le holdings, sempre che la loro attività consistesse esclusivamente nell'amministrazione di titoli e partecipazioni. D'altro lato tali società non potevano richiedere il rimborso della *retenue d'impôt sur les revenus de capitaux* per le distribuzioni di dividendi operate dalle società figlie. Queste società erano però soggette ad una imposta annua sul capitale (*droit d'abonnement*) dello 0,16%. A tale legislazione potevano fare ricorso sia le società d'investimento sia i fondi comuni di investimento<sup>256</sup>.

La legge del 27 dicembre 1937 introdusse una ulteriore distinzione tra le *sociétés holding ordinaires*, di cui ho appena parlato, e le *sociétés holding milliardaires*. Queste ultime per definirsi tali dovevano avere un patrimonio di almeno un miliardo di franchi e tale patrimonio doveva provenire da imprese estere. Il decreto del 17 dicembre 1938 (*Arrêté grand-ducal du 17 décembre 1938 sur le régime fiscal des sociétés de participations financières [Holding Companies] qui reçoivent des apports comprenant l'avoir d'une société étrangère s'élevant à un milliard de francs [1.000.000.000 de francs] au moins*) stabilì per queste società l'esenzione da tutte le imposte dirette e anche dal *droit d'abonnement*. Al loro posto veniva effettuato un prelievo sui dividendi distribuiti e gli interessi delle obbligazioni. Fino ad un totale annuo di almeno 100 milioni di franchi, tra dividendi ed interessi, le aliquote erano del 3% per gli interessi delle obbligazioni, dell'1,8% sui dividendi non eccedenti i 50 milioni e dello 0,1% sulle distribuzioni superiori. Se le cedole corrisposte erano inferiori ai 100 milioni le aliquote erano del 3% per le obbligazioni; del 3% sui dividendi fino ad un ammontare pari alla differenza tra

---

<sup>255</sup> *Ivi*, pp. 155-156.

<sup>256</sup> *Ivi*, pp. 157-158.

100 milioni e il totale degli interessi e dividendi distribuiti, dell'1,8% sui successivi 50 milioni e dello 0,1% sulla parte eccedente tale ammontare<sup>257</sup>.

---

<sup>257</sup> *Ivi*, pp. 151-161.

## 4. Lo “sciopero del capitale”

### 4.1 Il calo degli investimenti

Il ciclo storico 1963-1969, apertosi con la stretta creditizia del 1963-64, è stato definito da Michele Salvati negli efficaci termini di *sciopero del capitale*<sup>258</sup>. Con tale definizione voleva indicare una generalizzata sfiducia sulle prospettive di sviluppo da parte dei capitalisti italiani. In questo periodo si ebbe una crescita della formazione lorda di capitale più lenta rispetto al quindicennio precedente. Se dal dopoguerra al 1962 la formazione lorda di capitale superava il tasso di crescita dell'economia, tra il 1962 si attestò al 3% contro il 5,3% della crescita del reddito nazionale lordo. Gli investimenti in macchinari e impianti registrarono per la prima volta tassi di crescita negativi. “Il fenomeno è tipicamente italiano: in nessun paese europeo avanzato i tassi di accumulazione subiscono una caduta così pronunciata: in media, anzi, il tasso di accumulazione accelera rispetto al passato, e cresce quasi ovunque la quota degli investimenti sul reddito”<sup>259</sup>.

Nelle seguenti tabelle è possibile trovare un riscontro empirico a quanto detto sinora. La Tabella 1 mostra come vi sia stata una significativa diminuzione nella formazione lorda di capitale, in particolar modo per impianti e macchinari, negli anni 1964-65. Anche la crescita degli investimenti che si concretizzò dal 1966 in poi non fu sufficiente a riportare il livello degli investimenti in rapporto al PIL al livello del 1963. Come si può vedere nella Tabella 2 l'investimento in macchinari e attrezzature ammontava nel 1969 al 7,1% del PIL contro il 10,2 del 1963. Nel 1964 e nel 1965 il volume degli investimenti industriali subì una flessione annua di circa il 20% (Tabella 3). Confrontando i dati italiani con quelli di Belgio, Olanda, Francia, Germania, Regno Unito, Stati Uniti e

---

<sup>258</sup> Salvati M., *Economia e politica in Italia dal dopoguerra a oggi*, Garzanti, Milano 1984, pp. 89-97; *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Laterza, Roma-Bari 2000; *Il sistema economico italiano: analisi di una crisi*, Il Mulino, Bologna 1975.

<sup>259</sup> Salvati M., *Economia e politica...*, pp. 90-91.

Giappone emerge la singolarità della performance italiana. Nel periodo tra il 1964 e il 1969 l'Italia fu l'unico paese nel quale la quota di investimenti fissi lordi sul Pil diminuì rispetto al periodo 1958-1963. La formazione lorda di capitale passò dal 21,7 al 16,7% del Pil, mentre la parte relativa agli investimenti in macchinari e impianti scese dal 9,1 al 7,5%. Negli altri paesi europei la tendenza fu contraria: in tutti aumentò la quota relativa agli investimenti in macchinari e impianti con la sola eccezione della Germania, dove comunque la percentuale degli investimenti complessivi vide un incremento. Negli Stati Uniti gli investimenti fissi lordi totali rimasero invece invariati, ma in nessun caso, ad eccezione dell'Italia, vi fu una contrazione (Tabella 4).

Se osserviamo l'utilizzo della capacità produttiva nella Comunità Europea nei periodi 1953-60, 1961-63 e 1964-68, notiamo come in Italia tra il 1964 e il 1968 questa si diminuì sia rispetto ai due periodi precedenti, sia rispetto al gruppo dei paesi del Mercato Comune presi nel loro complesso (Tabella 5).

Analizzando la variazione annua degli investimenti, dei consumi e del Pil (Tabella 6) possiamo notare come negli anni 1963-66 la crescita dei consumi privati sia stata più sostenuta rispetto a quella degli investimenti, che, come abbiamo già visto, registrarono tassi di crescita anche negativi. Nel triennio 1967-68 gli investimenti fissi lordi tornarono a crescere più dei consumi e del Pil, ma la tendenza si invertì di nuovo dal 1970 al 1972, in corrispondenza di una situazione di difficoltà da parte delle imprese italiane. Anche considerando la quota sul Pil degli investimenti fissi lordi, il livello più alto toccato nel periodo 1961-63 non fu più raggiunto, nonostante la ripresa degli investimenti nel triennio 1967-69. Negli anni seguenti la quota sul Pil diminuì progressivamente (Tabella 7). Guardando invece ai settori d'origine degli investimenti fissi lordi (Tabella 8) si può constatare come il settore che ha registrato il calo più significativo sia stato quello industriale, superato nel 1964 da quello delle abitazioni.

Tab. 1. *Variazioni (%) della formazione lorda di capitale e investimenti in macchinari e impianti: 1963-1969 (a prezzi 1963)*

Anni	Formazione lorda capitale	Investimenti in macch. e impianti
1963	8,1	10,8
1964	- 6,4	-16,9
1965	- 8,6	- 15,6
1966	4,0	10,3
1967	11,8	18,1
1968	9,7	10,3
1969	8,0	5,9

Fonte: OECD, *National Accounts 1960-'70*, Paris, 1972.

Tab. 2. *Formazione lorda di capitale (A) e investimenti in macchinari e attrezzature. Quota sul PNL a prezzi di mercato (1963)*

Anni	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Formazione lorda di capitale	23,5	21,7	18,8	18,3	19	19,7	20,5
Investimenti in macchinari e impianti	10,2	7,9	6,2	6,5	7	7,2	7,1

Fonte: OECD, *National Accounts 1960-70*, Paris 1972.

Tab. 3. *Variazioni (%) annue investimenti industriali: 1964-1969*

Anni	Imprese pubbliche		Imprese	Totale
	Partecip. stat.	Totale	Private	
1964	- 7,9	-3,9	- 22,8	- 20,1
1965	- 24,5	-14,7	- 25,1	- 20,7
1966	- 21,0	- 11,6	28,6	10,4
1967	0,8	7,1	16,3	13,1
1968	14,2	11,1	10,4	10,7
1969	24,9	16,8	5,0	11,0

Fonti: Banca d'Italia, *Relazione*, vari anni; *Relazione Generale sulla Situazione economica del Paese*.

Tab. 4. Quota (%) degli investimenti fissi lordi sul prodotto nazionale lordo: medie 1958-63 e 1964-69

	Formazione lorda di capitale fisso	Macchine e imp.
<b>1958-63</b>		
Belgio	19,4	8,0
Francia	19,1	8,4
Germania	24,3	11,7
Giappone	30,0	25,3
Olanda	22,9	10,8
Usa	16,7	5,5
Gran Bretagna	15,8	7,9
Italia	21,7	9,1
<b>1964-69</b>		
Belgio	21,5	8,8
Francia	25,1	10,9
Germania	25,6	11,1
Giappone	35,2	28,8
Olanda	26,8	12,0
Usa	16,7	6,9
Gran Bretagna	18,4	8,9
Italia	19,7	7,5

Fonti: OCDE, *Italie*, 1971; OECD, *National Economics Accounts, 1958-'67*; OECD, *Historical Statistics 1960-1980*, Paris 1982.

Tab. 5. *Grado di utilizzazione della capacità produttiva*

	1953-1960	1961-1963	1964-1968
Cee	94,7	98,2	95,5
Italia	96,9	98,0	90,0

Fonte: M. Salvati, *Il sistema economico italiano: analisi di una crisi*, Bologna, Il Mulino, 1975, p. 33.

Tab. 6. *Variazioni percentuali di consumi, investimenti e Pil a prezzi costanti (1962-75)*

Anni	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Consumi privati	7,2	9,4	3,5	3,3	7,2	7,4	5,2	6,6	7,5	2,9	3,4	6,0	2,6	-1,6
Consumi pubblici	3,9	4,1	3,4	3,7	4,0	4,5	5,1	3,0	3,3	5,8	5,3	2,1	3,1	3,3
Investimenti lordi fissi	9,8	8,1	-5,8	-8,4	4,3	11,7	10,8	7,8	3,0	-3,2	0,9	7,7	3,4	-12,8
Investimenti lordi totali	7,3	5,4	-7,7	-7,1	5,1	12,7	5,7	11,0	7,8	-7,7	1	20,5	3,0	-25,0
PIL	6,2	5,6	2,8	3,3	6,0	7,2	6,5	6,1	5,3	1,6	3,2	7,0	4,1	-3,6

OECD, *National Accounts Statistics 1961-1978*, Paris 1980.



Tab. 7. *Consumi e investimenti sul Pil (%)*. 1961-1978.

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Consumi privati	57,5	58,0	60,1	60,5	60,5	61,3	61,4	60,6	60,9
Consumi pubblici	16,3	16,0	15,7	15,8	15,9	15,6	15,2	15,0	14,6
Investimenti lordi fissi	23,4	24,2	24,8	22,7	20,1	19,8	20,7	21,5	21,8
Investimenti lordi totali	25,6	25,9	25,8	23,2	20,8	20,7	21,7	21,5	22,5
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Consumi privati	62,1	62,9	63,0	62,4	61,4	62,7	61,2	60,9	60,9
Consumi pubblici	14,3	14,9	15,2	14,5	14,3	15,4	14,9	14,9	15,1
Investimenti lordi fissi	21,4	20,3	19,9	20,0	19,9	18,0	17,4	17,1	16,6
Investimenti lordi totali	23,1	21,0	20,5	23,1	22,8	17,8	19,9	18,3	17,2

OECD, *National Accounts Statistics 1961-1978*, Paris 1980.

Tab. 8. *Investimenti fissi lordi per settori (%). 1958-1970*

Anni	Settore privato						Ammini- strazione pubblica*	Totale
	Agricol- tura, foreste e pesca	Attività indu- striali	Trasporti e comuni- cazioni	Commercio , credito, assicurazio- -ne e servizi	Abitazioni	Totale		
1958	10,44	<b>32,33</b>	8,85	12,29	<b>27,98</b>	91,90	8,10	100
1959	10,61	<b>30,92</b>	9,46	12,66	<b>28,00</b>	91,66	8,34	100
1960	11,18	<b>31,60</b>	10,01	13,03	<b>25,42</b>	91,24	8,76	100
1961	9,79	<b>33,90</b>	9,43	13,71	<b>24,95</b>	91,78	8,22	100
1962	9,46	<b>34,42</b>	8,32	13,58	<b>27,03</b>	92,81	7,19	100
1963	8,48	<b>34,80</b>	8,15	13,72	<b>28,36</b>	93,51	6,49	100
1964	7,66	<b>29,15</b>	8,20	13,58	<b>33,14</b>	91,73	8,27	100
1965	8,65	<b>25,46</b>	9,53	13,54	<b>33,47</b>	90,66	9,34	100
1966	8,62	<b>27,09</b>	8,99	13,96	<b>31,62</b>	90,29	9,71	100
1967	8,59	<b>27,33</b>	9,68	14,12	<b>30,23</b>	89,96	10,04	100
1968	8,40	<b>27,54</b>	9,47	14,29	<b>31,12</b>	90,82	9,18	100
1969	7,34	<b>28,02</b>	8,63	13,91	<b>33,94</b>	91,85	8,15	100
1970	6,92	<b>30,19</b>	8,79	13,71	<b>31,95</b>	91,56	8,44	100

\*Sono compresi i mobili, le macchine e i mezzi di trasporto, nonché le opere pubbliche, limitatamente alle categorie stradali, idrauliche, di entità pubblica, igienico-sanitarie e varie, al netto di quelle opere (edifici di culto, assistenza e beneficenza, edifici ospedalieri, acquedotti, mattatoi, ecc.) ritenute non di utilità generale ma settoriale e, come tali, attribuiti ai rimanenti settori.

Fonte: ISTAT, *Annuario di contabilità nazionale*, Volume I, Roma 1971, p. 98.

#### 4.2 L'esportazione di capitali

Michele Salvati, oltre al calo degli investimenti, ci segnala anche l'esportazione di capitali come manifestazione dello "sciopero del capitale". Tale fenomeno ha avuto particolare intensità negli anni 1963, 1968 e 1969. Il 1963 fu caratterizzato da un saldo

negativo nella bilancia dei pagamenti economica dovuto sia al saldo delle partite correnti, sia al saldo dei movimenti di capitale, già negativo nel 1962. La manovra restrittiva attuata dalla banca centrale riuscì nell'intento di riportare in positivo il saldo della bilancia commerciale, mentre i movimenti di capitali furono caratterizzati da un significativo deflusso sino al 1972. Al saldo positivo del 1964 contribuì il prestito del fondo monetario internazionale, ma già dal 1965 la bilancia dei pagamenti presentò saldi dei movimenti di capitali negativi, in particolare nel biennio 1968-69 caratterizzato da una forte esportazione di capitali (Tabella 9). Il deflusso di capitali verso l'estero assunse spesso la forma di esportazione illegale di banconote. Come si può vedere nella Tabella 10 le rimesse di banconote italiane dall'estero contribuirono in maniera cospicua alla determinazione del saldo negativo dei movimenti di capitali, in particolare negli anni 1962-64 e 1968-69. Negli stessi anni più del 90% di queste banconote proveniva dalla Svizzera (Tabella 11).

Una parte cospicua dei capitali esportati si dirigeva verso la Svizzera, in primo luogo, o verso Liechtenstein e Lussemburgo, tutti paesi nei quali vigeva un sistema fiscale favorevole alle società finanziarie (si veda il capitolo precedente). Buona parte di questi capitali uscivano dall'Italia per rientrarvi "estero-vestiti". A dimostrazione di questo si considerino gli investimenti diretti esteri in Italia negli stessi anni. La grande maggioranza di questi investimenti proveniva proprio da tre paesi: Svizzera, Liechtenstein e Lussemburgo (Tabella 12). Andando poi a verificare i settori nei quali questi investimenti furono diretti si scopre che a essere maggiormente interessate furono le società finanziarie e quelle immobiliari. Anche nei settori della chimica e della meccanica i capitali provenienti dai tre paesi erano cospicui, ma la differenza rispetto agli investimenti diretti provenienti dagli altri paesi più contenuta (Tabella 13).

Le rimesse di banconote italiane aumentarono considerevolmente nel 1962 e ulteriormente nel 1963, in concomitanza con l'introduzione dell'imposta cedolare. Al fine di ridurre l'incidenza dell'imposta ed evitare l'accertamento divenne per molti conveniente intestare i titoli a nominativi esteri mediante il sistema dell'esportazione non autorizzata di banconote. Nel febbraio 1964 fu modificato il regime della cedolare con l'introduzione della possibilità di optare per una ritenuta a titolo d'imposta

(cedolare “secca”). In tal modo venne meno la convenienza a trasferire all'estero il possesso dei titoli e si ridusse, come si può vedere nella Tabella 10, il deflusso di banconote. Nel 1967 si invertì nuovamente la tendenza a seguito dell'ulteriore modifica al regime della cedolare che abolì la cedolare “secca” favorendo l'intestazione dei titoli a nominativi esteri<sup>260</sup>. Secondo un'analisi indicativa compiuta dalla Banca d'Italia, riportata nella Tabella 14, i fattori fiscali ed istituzionali furono la principale causa del deflusso di capitali tra il 1962 e il 1969.

Tab. 9. *Bilancia dei pagamenti economica: 1959-1977 (miliardi di lire)*

Anni	Saldo partite correnti	Saldo movimenti di capitali	Saldo totale
1959	422,8	182,6	123,7
1960	196,8	218,3	140,4
1961	315,8	330,3	287,6
1962	171,6	-191,7	31,3
1963	-435,7	-301,7	-778,0
1964	386,9	68,9	483,2
1965	1380,2	-284,2	996,0
1966	1321,8	-797,0	434,3
1967	971,8	-637,9	-201,7
1968	1647,8	-1060,5	393,5
1969	1467,0	-2272,2	-872,3
1970	475,6	-148,1	222,3
1971	981,2	-374,2	489,5
1972	1168,5	-1570,5	-747,0
1973	-1472,5	1736,8	-207,8
1974	-5212,4	1559,2	-3588,2
1975	-377,0	-527,2	1341,7
1976	-2343,1	1484,1	-1027,8
1977	2014,4	47,9	2129,0

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione*, vari anni e *Bollettino 1972* relativamente al cambio dollaro-lira (1959-69).

<sup>260</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione 1968*, pp. 165-167.

Tab. 10. *Deflusso di capitali tramite rimesse di banconote: 1959-1969 (milioni di dollari)*

Anni	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Rimesse di banconote	64	185	330	776	1470	577	313	559	801	1127	2256
Saldo movimenti di capitali	294	352	532	-309	-485	110	-455	1.277	1.023	-1.690	3.624

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari.

Tab. 11. *Rimesse di banconote dalla Svizzera (miliardi di dollari)*

Anni	1962	1963	1964	1968	1969
	762,1	1456	556,9	1078,5	2193,2

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari.

Tab. 12. *Investimenti diretti dall'estero (milioni di dollari, 1970)*

	Valori assoluti			Composizione percentuale		
	1968	1969	1970	1968	1969	1970
Totale	412,1	559,1	726,6	100	100	100
USA	67,3	100,8	159,5	16,3	18	22
Svizzera, Liechtenstein, Lussemburgo	259,6	325,6	443,4	63	58,3	61
Altri	85,2	132,7	123,7	20,7	23,7	17

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari.

Tab. 13. *Investimenti diretti dell'estero in Italia (situazione a fine 1975 in miliardi di lire)*

	Totale	Settori					
		Chimica	Meccanica, metallurgia, miniere	Alimentari	Commercio	Banche, assicurazioni, società finanziarie	Altri (prevalentemente società immobiliari)
USA	1033	434	294	50	37	42	176
CEE	1146	417	343	105	81	41	159
Svizzera, Lussemburgo, Liechtenstein	3197	442	682	167	161	510	1235
Altri	346	64	52	10	18	13	189
<b>Totale</b>	<b>5772</b>	<b>1357</b>	<b>1371</b>	<b>332</b>	<b>282</b>	<b>606</b>	<b>1759</b>

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione 1975*, p. 182.

Tab. 14. *Stima della ripartizione, per causali, dei movimenti di capitali dell'Italia (milioni di dollari)*

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Fattori autonomi (1)	195	258	472	347	105	99	189	41
Sostegno esportazioni e aiuti (2)	-223	-316	-434	-480	-405	-473	-512	-598
Tassi di interesse (3)	84	458	654	25	-348	-62	-400	-450
Fattori fiscali e istituzionali (4)	-365	-886	-581	-227	-479	-397	-737	-2165
<b>Totale (5)</b>	<b>-309</b>	<b>-486</b>	<b>111</b>	<b>-335</b>	<b>-1277</b>	<b>-833</b>	<b>-1460</b>	<b>-3172</b>

- (1) Investimenti diretti italiani all'estero ed esteri in Italia, altri investimenti (terreni e fabbricati), prestiti pubblici dell'estero, crediti commerciali a lungo termine dell'estero.
- (2) Crediti commerciali a breve e a lungo termine italiani all'estero, prestiti e investimenti pubblici italiani all'estero e parte dei prestiti privati italiani all'estero.
- (3) Prestiti privati dell'estero, crediti commerciali dell'estero a breve termine, parte dei prestiti privati italiani all'estero, dal 1965 parte delle rimesse di banconote, nonché parte degli investimenti italiani all'estero
- (4) Rimesse di banconote (100 per cento fino al 1965, e 75 per cento dal 1966 in poi), investimenti di portafoglio esteri in Italia e parte degli investimenti di portafoglio italiani all'estero.
- (5) Il totale differisce dal saldo complessivo di movimenti di capitali per la stima della quota delle rimesse di banconote connesse con transazioni correnti.

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione 1968*, p. 165 e *Relazione 1969*, p. 182.

### 4.3 La struttura finanziaria delle società

Le modificazioni intervenute nella struttura finanziaria delle imprese italiane negli anni '60 e '70 costituiscono un argomento ampiamente dibattuto<sup>261</sup>. Già l'indagine di Filippi e Zanetti<sup>262</sup>, relativa alle 200 maggiori società industriali italiane del periodo 1958-63, documentava una progressiva erosione della quota dell'autofinanziamento e del capitale di rischio. La quota di autofinanziamento coprì più della metà del fabbisogno nel biennio 1958-59 per scendere a un terzo nel 1963. Alla drastica riduzione della

<sup>261</sup> Si vedano tra gli altri: AA. VV., *Il finanziamento delle imprese*, Atti del convegno del centro di prevenzione e difesa sociale, Giuffrè, Milano 1977; AA. VV., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976; Balducci R., *Capitale finanziario e struttura industriale*, in Vicarelli F. (a c. di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Il Mulino, Bologna 1979; Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997; Barca L., Manghetti G., *L'Italia delle banche*, Editori Riuniti, Roma 1976; Bernabè F., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano, 1976; Cesarini F., *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocamento delle risorse in Italia*, Il Mulino, Bologna 1976; Colajanni N., *Riconversione, grande impresa, partecipazioni statali*, Feltrinelli, Milano 1976; Ente Einaudi, *Ricerca sul sistema creditizio*, Roma 1976; *Nota Carli sul capital di rischio in Italia*, in "Mondo Economico", n. 8, 1 marzo 1975, p. 30; Vicarelli F. (a c. di), *Capitale industriale e capitale finanziario*, Il Mulino, Bologna 1979; Zecchi S., "Squilibri" e strutture finanziarie nell'industria manifatturiera italiana - *Un commento*, in "Moneta e Credito", settembre 1975.

<sup>262</sup> Filippi E., Zanetti G., *Finanza e sviluppo nella grande industria italiana*, Franco Angeli, Milano 1965.

capacità di produrre i mezzi necessari al finanziamento, da mettere peraltro in relazione anche all'aumento dei costi dovuto al cosiddetto "slittamento salariale", le imprese risposero in un primo momento con un aumento delle emissioni di azioni, in particolare nel 1960 e nel 1961, per poi passare nel 1963 ad un più massiccio ricorso all'indebitamento, pari a quasi due terzi del totale dei finanziamenti (Tabella 15).

Anche il gruppo di 90 società quotate censito da Mediobanca negli anni 1960-65, pure nella diversità del campione mostra la stessa tendenza alla riduzione progressiva dell'autofinanziamento e un maggiore ricorso all'indebitamento (Tabella 16).

Le aziende, deteriorate nei loro conti economici, si videro costrette a ricorrere ulteriormente al credito anche nel quinquennio successivo. Come si vede nella Tabella 17, che illustra un altro campione censito da Mediobanca comprensivo di 520 società, su 12,8 miliardi di incremento del passivo nel periodo 1966-70, solo il 10,5% fu costituito da mezzi propri. Peraltro anche sul fronte dell'indebitamento ci fu un deterioramento poiché aumentarono i debiti a breve molto più di quelli a medio e lungo termine.

Il campione realizzato dalla Banca d'Italia, comprendente 219 società manifatturiere, ha il vantaggio di prendere in considerazione un periodo più lungo, vale a dire gli anni 1958-73. Anche in questo caso si evidenzia una contrazione del capitale di rischio in rapporto alle altre voci che compongono la struttura contabile del passivo delle aziende considerate (Figura 1). In questo caso la diminuzione della percentuale del capitale di rischio si concentra all'inizio e alla fine del periodo considerato, mentre nella parte centrale, cioè durante gli anni 1964-69, la situazione rimane stabile.

Si potrebbe pensare che le società quotate potessero fare maggiore ricorso all'aumento di capitale e pertanto siano riuscite a mantenere una struttura finanziaria più solida, ma i dati elaborati dalla Banca d'Italia relativamente alla struttura del capitale di 59 società manifatturiere quotate, tra gli anni 1962 e 1973, ci inducono a trarre tutt'altre conclusioni. Anche tenendo conto di una rivalutazione dei cespiti patrimoniali, come ipotizzato dalla banca centrale (Tabella 18), le 59 società si trovano in una situazione finanziaria più compromessa rispetto al precedente campione delle 219.

Analoghe considerazioni si possono trarre sulla base di un altro campione considerato dalla Banca centrale, comprendente 413 società manifatturiere tra gli anni



1962 e 1973. Contrariamente al campione della Figura 1, ma come per le 59 società quotate, la percentuale del capitale di rischio diminuisce progressivamente in tutto il periodo considerato, dimezzandosi. Tutte le altre voci aumentano, ma è l'indebitamento a breve termine a registrare l'incremento maggiore (Tabella 19).

Giorgio Pivato contesta il presunto peggioramento della struttura finanziaria delle imprese italiane negli anni 1964-69, ritenendo non corretto considerare solo la somma di capitale versato e riserve tra i mezzi propri. Includendo nella somma gli ammortamenti, la variazione sarebbe stata modesta. Un consistente cambiamento nel rapporto tra mezzi propri e indebitamento vi sarebbe stato, ma nel corso del tempo, dagli anni '30 agli anni '60. La struttura finanziaria che ne derivò appare comunque all'autore fortemente inadeguata a garantire lo sviluppo degli investimenti, limitato dalle sfavorevoli condizioni del mercato finanziario<sup>263</sup>.

Il problema del finanziamento si lega anche alla questione della concentrazione. Secondo alcuni le fusioni e le acquisizioni realizzate negli anni '60 sarebbero state insufficienti, nonostante la legislazione incentivante<sup>264</sup>, peraltro introdotta in tutti i paesi europei<sup>265</sup>, e inadeguate a raggiungere quegli standard di efficienza e presenza sul mercato tali da non porre il paese in una condizione di marginalità nel contesto europeo<sup>266</sup>. Carducci individua tre sottoperiodi: 1958-69; 1961-65; 1966-71. Nel primo vi sarebbe stata assenza di incorporazioni, nel secondo il fenomeno fu poco pronunciato, mentre il terzo fu caratterizzato da una forte concentrazione, legata "verosimilmente al più difficile equilibrio tra costi e ricavi delle imprese minori ed alla situazione di sottoquotazione del mercato azionario, che ha reso conveniente l'espansione della capacità produttiva delle grandi imprese mediante l'acquisizione di impianti già esistenti". Carducci nota la similarità tra il ricorso al mercato da parte delle grandi società private e l'investimento azionario da parte delle stesse. Le emissioni sarebbero

---

<sup>263</sup> Pivato G., *Le strutture patrimoniali nell'industria italiana*, Giuffré, Milano 1971.

<sup>264</sup> Decreto-legge 18 marzo 1965 n. 170, con scadenza rinnovata dalla Legge 17 febbraio 1968 n. 57 e dal Decreto-legge 27 agosto 1970 n. 621.

<sup>265</sup> Roelans J. Y., *Régimes Fiscaux Applicables aux Fusions de Sociétés*, Bruxelles 1970.

<sup>266</sup> Scognamiglio C., *Mercato dei capitali, borse valori e finanziamento delle imprese*, Franco Angeli, Milano 1974, pp. 73-77; Ricardi F., *Un problema per l'Italia: non diventare marginali nei confronti del mercato finanziario unificato europeo*, in "Mondo Economico", 20 marzo 1971.

servite a ridurre i rischi della gestione, finanziando sia la diversificazione dei rischi, sia l'acquisizione di aziende operanti negli stessi settori senza porre problemi di riallocazione di risorse interne. L'impresa pubblica avrebbe avuto minore necessità di ricorrere al mercato grazie ad un maggiore ricorso all'indebitamento ma anche all'autofinanziamento, grazie ad un pay-out ratio meno elevato nell'impresa pubblica che in quella privata (16% dei profitti lordi contro il 21).<sup>267</sup>

Secondo Alfredo Macchiati solo sul finire degli anni '70, tra il 1978 e il 1980 si sarebbe verificato un miglioramento della situazione finanziaria delle imprese. Precedentemente l'inflazione non avrebbe prodotto una svalutazione dei debiti tale da determinare "guadagni da inflazione". Macchiati contesta anche la tesi secondo la quale negli anni '70 l'impresa italiana si sarebbe finanziata in maniera esigua tramite il capitale di rischio<sup>268</sup>, fatta eccezione per la raccolta tramite la borsa. L'aumento di capitale sarebbe consistito pertanto nell'apporto diretto da parte dei gruppi di controllo (esterni all'industria) e non in una raccolta di risparmio presso il pubblico<sup>269</sup>.

I campioni di società sopra illustrati non sono, al meno ai fini della mia ricerca, esaustivi. Non solo per le conclusioni non univoche cui conducono ma anche per la dimensione temporale, a volte ridotta, o per l'eccessiva estensione, essendo riferiti a imprese sia pubbliche che private e di varie dimensioni. Ritengo più opportuno considerare i cambiamenti intervenuti nella grande impresa privata per diverse ragioni: è più sensibile di quella pubblica alle dinamiche fiscali; non può far ricorso all'aumento dei fondi di dotazione; ha più facile accesso al mercato dei capitali rispetto alle imprese

---

<sup>267</sup> Carducci G., *Le imprese industriali italiane negli anni 1961-1972: un'analisi attraverso i bilanci delle società per azioni*, in "Moneta e Credito", n. 3, 1973, p. 233-247. Carducci ha utilizzato i dati relativi ad un gruppo di 423 società italiane dell'industria manifatturiera nel periodo 1958-71 censite dalla Banca d'Italia nella *Relazione Annuale* (anni 1965-72).

<sup>268</sup> Tra i sostenitori Monti M., Cesarini F., Scognamiglio F., *Il sistema creditizio e finanziario italiano*, in *Relazione della Commissione di studio istituita dal Ministero del Tesoro*, Poligrafico della Stato, Roma 1982; Cesarini F., *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, in Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Torino, Einaudi 1972; Ciocca P., *Gli investimenti delle imprese e le strutture finanziarie* in Carli G. (a c. di), *Sviluppo economico e strutture finanziarie in Italia*, Il Mulino, Boogna 1977.

<sup>269</sup> Macchiati A., *Il finanziamento delle imprese industriali in Italia*, Il Mulino, Bologna 1985. Posizioni simili sono presenti in: Balducci R., *Capitale finanziario e struttura industriale*, in Vicarelli F., (a c. di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Il Mulino, Bologna 1979; Ragazzi G., *Teoria dei mercati dei capitali e concentrazione della proprietà delle imprese*, in "Moneta e Credito", n. 1, 1975, pp. 56-80.

minori. Ritengo che circoscrivere l'indagine alla grande impresa privata sia anche più utile ai fini di una valutazione, che sarà oggetto dei prossimi capitoli, della visione che la classe politica dell'epoca aveva del capitalismo italiano. A rischio di produrre l'ennesima statistica documentante il deterioramento della struttura finanziaria dell'impresa italiana e a rischio di non scoprire nulla di nuovo rispetto a quanto già detto ho deciso di verificare per gli anni 1958-72 l'evoluzione del passivo delle 97 società per azioni industriali italiane più grandi per fatturato nel 1969. Per la determinazione del campione ho fatto riferimento alla selezione già operata da Pavan<sup>270</sup>. Rispetto a Pavan ho escluso dal campione le imprese pubbliche, pertanto il totale da 100 scende a 97. Di queste una parte considerevole, vale a dire 39, erano a capitale straniero. Di quelle italiane 26 erano quotate, 32 non lo erano. I dati relativi al passivo sono tratti dai repertori dell'Assonime. Purtroppo la sospensione delle pubblicazioni impedisce di avere dati completi per gli anni tra il 1972 e il 1976.

Dai dati del passivo spicca subito un elemento: il decremento della redditività che si verifica nel 1963. La redditività massima si ha nel 1957, quando l'utile in rapporto ai mezzi propri fu pari a quasi il 7%. Nel 1962 era pari al 6,3%, nel 1963 al 4,3, nel 1964 al 3,2. Dopo una risalita fino al 4,8 del 1968 scese all'1% nel 1970 fino al risultato negativo dell'anno successivo.

Progressivamente la quota del capitale di rischio cede spazio all'indebitamento soprattutto negli anni 1962-63 e 1967-71. Complessivamente passò dal 35% del passivo nel 1957 al 22% nel 1971. L'indebitamento aumentò dal 30,5% al 43,4%, in particolare ci furono due salti: il primo nel 1962-63; il secondo nel 1970. Il ricorso all'emissione di obbligazioni si fece più intenso negli anni 1960-62, in corrispondenza delle facilitazioni fiscali<sup>271</sup>. Nel 1962 le obbligazioni erano quasi l'8% del passivo, ma negli anni successivi questa componente perse rilevanza sino a scendere sotto il 3% nel 1971. Il fondo ammortamenti registrò variazioni da un anno all'altro in entrambe le direzioni, ma con una tendenza alla diminuzione dal 1959 al 1963 ed un incremento negli anni successivi, tanto che i livelli più alti si verificarono nel 1959 e nel 1969.

---

<sup>270</sup> Pavan R. J., *Strutture e strategie delle imprese italiane*, Il Mulino, Bologna 1976.

<sup>271</sup> La legge 25 novembre 1959 ridusse a metà l'imposta di ricchezza mobile di categoria A sulle obbligazioni emesse dal 15 dicembre al 30 giugno 1962.

Se guardiamo al pay-out ratio (Tabella 21) possiamo notare notevoli differenze tra i diversi gruppi di società. Il rapporto tra utili e dividendi è stato calcolato sugli utili diminuiti delle perdite, anziché, come solitamente avviene, solo sugli utili. Ho fatto questo per due motivi: in primo luogo perché nel corso degli anni ciascuna società può andare incontro a perdite ed è interessante valutare lo stacco delle cedole in relazione agli utili di tutto il periodo; in secondo luogo perché può capitare che una società possa distribuire dividendi superiori agli utili e persino in caso di perdite. Al fine di ridurre le distorsioni che si potevano creare ho escluso le società operanti nel settore degli idrocarburi, che hanno registrato per tutto il periodo perdite e non hanno distribuito dividendi.

Nel complesso la distribuzione di dividendi rimane elevata, al di sopra dell'80% per tutto il periodo dal 1957 al 1963. Dal 1964 aumenta ulteriormente e supera il risultato d'esercizio complessivo. Questo comportamento non si può spiegare solamente con la tendenza alla stabilizzazione del dividendo, infatti se nel 1963 i dividendi complessivamente pagati diminuiscono rispetto all'anno precedente, in corrispondenza ad una contrazione degli utili, nel 1964, nonostante un'ulteriore contrazione la distribuzione aumenta rispetto al '63. Grazie ad una ripresa della redditività tra il 1966 e il 1968 il rapporto tra dividendi e utili ritorna progressivamente sotto il 90%, ma al nuovo deterioramento dei risultati aziendali i dividendi ritornano ben al di sopra della parità. La dinamica appare la stessa ma il pay-out è più elevato per le società italiane quotate che presentano livelli di distribuzione dei dividendi particolarmente elevati. Le società estere e quelle non quotate presentano invece livelli di distribuzione degli utili decisamente più bassi. In entrambi i casi c'è un aumento del pay-out nel 1964, ma questo torna rapidamente ai livelli precedenti negli anni successivi.

Si potrebbe ritenere che l'alto livello di distribuzione degli utili da parte delle società quotate fosse dovuto alla volontà di evitare ripercussioni sulla quotazione del titolo, data la preferenza da parte degli azionisti per il dividendo, soprattutto in un periodo in cui la poca trasparenza da parte delle società conferiva al dividendo la funzione di indicatore della reale situazione dell'azienda<sup>272</sup>. Si pongono però tre problemi: in primo luogo un

---

<sup>272</sup> Barbiellini Amidei F. e Impenna C., *Il mercato finanziario...*, pp. 790-791.

pay-out così elevato costituiva una forte limitazione all'autofinanziamento e allo sviluppo dell'impresa; in secondo luogo l'azionista-risparmiatore avrebbe avuto un vantaggio fiscale dalla non distribuzione del dividendo, non essendo all'epoca tassate le plusvalenze realizzate dalle persone fisiche; infine si deve tenere conto che le decisioni in merito alla distribuzione o meno degli utili, come tutte le altre decisioni, erano prese dai gruppi di controllo, non dagli azionisti-risparmiatori. Se l'azionista era una società, dal punto di vista fiscale non si poneva alcuna differenza tra plusvalenza e dividendo, quindi è plausibile che fossero i gruppi di controllo a preferire il pagamento di dividendi i più elevati possibili, in luogo del reinvestimento nella società partecipata. Qualora si fosse reso necessario sarebbero potuti intervenire con un aumento di capitale, ma abbiamo visto come abbiano preferito optare per il ricorso all'indebitamento. Che i gruppi di controllo potessero essere preoccupati dalle oscillazioni dei corsi sembra poco probabile, essendo il loro investimento non di breve periodo, si potrebbe invece ipotizzare che proprio i detentori dei pacchetti di controllo nutrissero sfiducia nelle prospettive dell'investimento azionario e preferissero monetizzare il massimo possibile.

Tab. 15. *Fonti di finanziamento e investimento nelle grandi e media imprese italiane (valori percentuali)*

Anni	Composizione delle fonti di finanziamento			Autofinanziamento lordo: quota sugli investimenti
	Autofinanziamento (lordo)	Azioni	Indebitamento netto*	
1958	56,9	16,9	26,2	74,4
1959	59,7	15,2	25,1	93,7
1960	47	39	14	95,7
1961	44,3	15,8	39,9	74,3
1962	34,6	29,7	35,7	53,4
1963	31,2	5,1	63,7	55,7
1958-63	45,6	20,3	34,1	74,5

\* Indebitamento a medio-lungo termine con banche e con imprese non finanziarie, obbligazioni, indebitamento a breve termine verso banche e altri debiti.

I dati si riferiscono alle 200 maggiori imprese industriali rilevate da Filippi E., Zanetti G., *Finanza e sviluppo nella grande industria italiana*, Franco Angeli, Milano 1965.

Barca Fabrizio, *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997, p. 49

Tab. 16. *Raffronto di alcuni dati relativi a 90 grandi società*

	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Debiti a medio lungo termine* / Immobilizzi tecnici lordi	35,6	37,5	38,7	40,7	42,8	42,7
Indebitamento totale / Immobilizzi tecnici lordi	70,2	70,9	72,5	78,4	81,2	80,5
Autofinanziamenti / Debiti a medio lungo termine	18,7	17	15,8	14,3	12,1	12,5
Autofinanziamenti / Indebitamento totale	9,5	9	8,4	7,4	6,4	6,6
Autofinanziamenti / Immobilizzi tecnici lordi	6,7	6,4	6,1	5,8	5,2	5,3

\*Compresi i fondi di quiescenza e i debiti finanziari verso collegate.

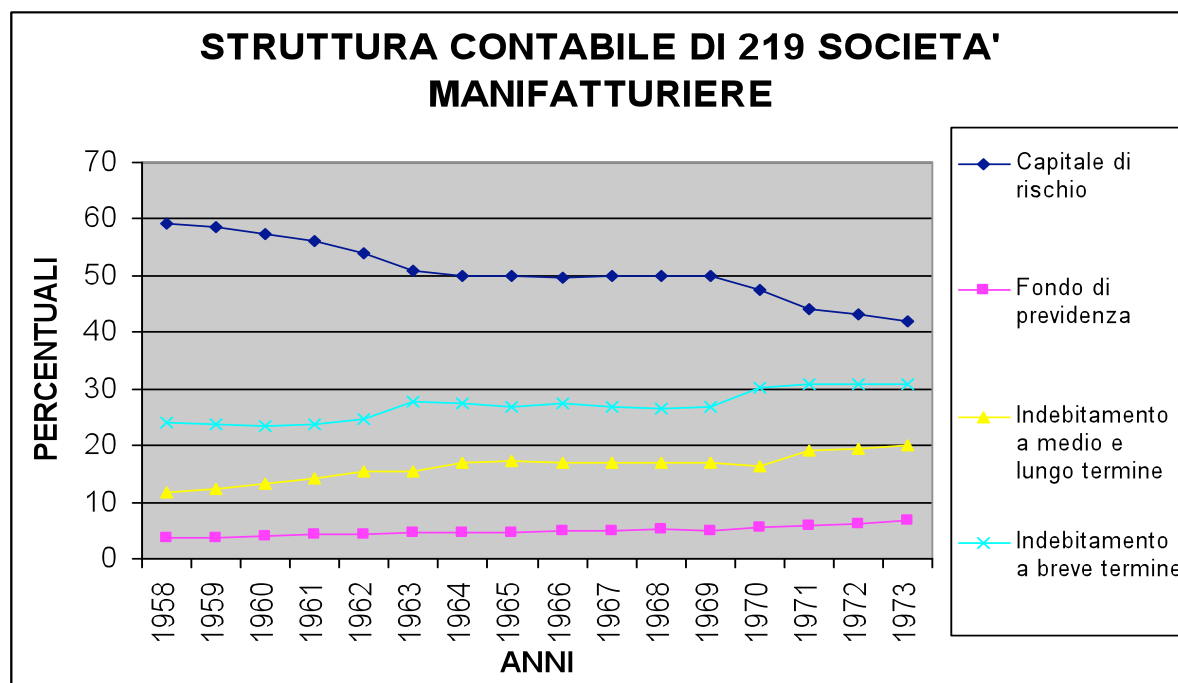
Mediobanca, *XX Esercizio. Bilancio al 30 giugno 1966*, p. 11

Tab. 17. *Dati cumulativi di 520 società italiane (incrementi in milioni di lire – 1966-70)*

	1966	1967	1968	1969	1970	1966-70
	%	%	%	%	%	%
Totale di bilancio	1843 <b>100</b>	2364 <b>100</b>	2004 <b>100</b>	2723 <b>100</b>	3854 <b>100</b>	12788 <b>100</b>
Mezzi propri	246 <b>13,3</b>	355 <b>15,0</b>	129 <b>6,4</b>	308 <b>11,3</b>	314 <b>8,2</b>	1352 <b>10,5</b>
Fondi di ammortamento	671 <b>36,4</b>	730 <b>30,9</b>	786 <b>39,2</b>	915 <b>33,6</b>	782 <b>20,3</b>	3884 <b>30,4</b>
Fondi di quiescenza	110 <b>6,0</b>	127 <b>5,4</b>	115 <b>5,7</b>	214 <b>7,9</b>	310 <b>8,0</b>	876 <b>6,9</b>
Debito a medio e lungo termine	226 <b>12,3</b>	451 <b>19,1</b>	413 <b>20,6</b>	586 <b>21,5</b>	410 <b>10,6</b>	2086 <b>16,3</b>
Debiti a breve	516 <b>28,0</b>	601 <b>25,4</b>	490 <b>24,5</b>	623 <b>22,9</b>	2096 <b>54,4</b>	4326 <b>33,8</b>
Altre passività	34 <b>1,8</b>	101 <b>4,2</b>	64 <b>3,2</b>	152 <b>5,6</b>	120 <b>3,1</b>	471 <b>3,7</b>
Saldo di conto economico	40 <b>2,2</b>	-1 <b>0,0</b>	7 <b>0,4</b>	-75 <b>-2,8</b>	-178 <b>-4,6</b>	-207 <b>-1,6</b>

Fonte: Mediobanca, *XXV ESERCIZIO. Bilancio al 30 giugno 1971*, Milano 1971, p. 11

Figura 1



Dati relativi a un gruppo di società censite dalla Banca d'Italia: Banca d'Italia, *Relazione 1974*, Bozze di stampa, Roma 1975, pp. 386-394 e *Appendice*, pp.126-131.

Tab. 18. *Struttura del capitale in 59 società manifatturiere italiane quotate (dati percentuali)*

		1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Capitale di rischio (1)	a	56,7	52,7	49,5	47,1	44,7	42,9	42,7	42,2	37,6	30	26,6	26,5
	b	66	56,6	46,7	51	50,1	46,8	46,8	49	37,6	29,5	29,9	30,9
	c	58,5	54,4	53,4	51	48,8	47,2	46,5	47,2	44,2	37,4	33,6	36,6
Fondo di previdenza	a	5,8	6,3	6,4	6,8	7,3	7,6	8	8,9	9,5	9,4	9,8	11
	b	4,5	5,8	6,7	6,3	6,6	7	7,5	7,9	9,5	9,4	9,3	10,4
	c	5,5	5,9	5,9	6,3	6,7	7	7,5	8,2	8,5	8,4	8,9	9,5
Indebitamento (2)	a	37,5	41	44,1	46,1	48	49,5	49,3	48,9	52,9	60,6	63,6	62,5
	b	29,5	37,6	46,6	42,7	43,4	46,2	45,7	43,1	52,9	61,1	60,8	58,7
	c	36	38,7	40,7	42,7	44,5	45,8	46	44,6	47,3	54,2	57,5	53,9

(1) Comprende: capitale sociale, riserve patrimoniali e fondo ammortamento. (2) Include i debiti verso società collegate, comprende debiti verso banche e fornitori ed altri debiti

a = Situazione netta contabile; b = Situazione netta, valutando a prezzi di rimpiazzo il capitale di rischio; c = Situazione netta, valutando a prezzi di rimpiazzo il capitale fisso

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione 1974, Bozze di stampa*, Roma 1975, pp. 386-394 e *Appendice*, pp.126-131.

Tab. 19. *Struttura contabile del capitale di un gruppo di 413 società manifatturiere (dati percentuali)*

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Capitale di rischio (a)	52,7	48	45,1	43,9	42,6	40,6	39,8	38,4	34,1	28,3	26,3	27,6
Fondo di previdenza	7,1	7,6	7,5	8,0	8,4	8,5	8,9	9,6	9,9	10,0	10,8	12,0
Indebitamento a medio e lungo termine (b)	26,1	26,3	28,8	29,6	29,7	29,8	30,7	31,6	29,9	33,4	35	35,7
Indebitamento a breve termine (c)	14	18,1	18,6	18,5	19,3	21,1	20,6	20,4	26,1	28,3	27,9	24,7

(a) Comprende: capitale sociale, riserve patrimoniali e fondo ammortamento

(b) include i debiti verso società collegate

(c) Comprende debiti verso banche e fornitori ed altri debiti

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione 1974, Bozze di stampa*, Roma 1975, pp. 386-394 e *Appendice*, pp.126-131



Tab. 20. *Struttura del passivo delle 97 maggiori Spa industriali (milioni di lire)*

	MEZZI PROPRI	Utili	Accantonamenti e altri fondi	Debiti diversi	Obbligazioni	Totale DEBITI	Fondo ammortamenti	Totale PASSIVO	Dividendi	PAY - OUT %
1957	1193350	82821	169893	897862	152781	1050643	947555	3444262	67313	81,3
1958	1257750	75418	195062	934994	186196	1121191	1088969	3738390	68031	90,2
1959	1368563	92569	218949	1070258	218873	1289131	1175081	4144293	82746	89,4
1960	1632112	107250	250264	1183808	354557	1538366	1308956	4836948	92908	86,6
1961	1838258	122573	288273	1414377	397580	1811957	1471076	5532137	110427	90,1
1962	2017303	126763	350150	1773408	509489	2282897	1626661	6403773	112489	88,7
1963	2168074	94250	408813	2318827	492900	2811727	1819092	7301955	86790	92,1
1964	2465969	79163	456053	2534820	537837	3072657	2044600	8118441	99382	126
1965	2546340	86030	501076	2832634	558141	3390775	2251094	8775315	107060	124
1966	2605927	110985	576218	3095879	536169	3632048	2505687	9430865	109861	99
1967	2781875	133238	650741	3900850	522510	4423360	3077096	11066309	124209	93,2
1968	2889367	139245	865812	4016165	523019	4539184	3414875	11848483	132380	95,1
1969	3028547	89813	982186	4593931	484816	5078747	3798571	12977863	124747	139
1970	3207844	34484	934969	5566671	476204	6042875	4078090	14298262	92882	269
1971	3302515	-141344	1190840	6348812	449964	6800920	4508076	15661007	87655	-62

Fonte: Assonime, *Notizie statistiche e Repertorio delle società italiane per azioni* vari anni.

Tab. 21. Componenti del passivo delle 97 maggiori Spa industriali (dati percentuali)

	MEZZI PROPRI	Utili	Accantonamenti e altri fondi	debiti diversi	obbligazioni	Totale DEBITI	Fondo ammortamenti	Totale PASSIVO	Dividendi
1957	34,65	2,40	4,93	26,07	4,44	30,50	27,51	100,00	1,95
1958	33,64	2,02	5,22	25,01	4,98	29,99	29,13	100,00	1,82
1959	33,02	2,23	5,28	25,82	5,28	31,11	28,35	100,00	2,00
1960	33,74	2,22	5,17	24,47	7,33	31,80	27,06	100,00	1,92
1961	33,23	2,22	5,21	25,57	7,19	32,75	26,59	100,00	2,00
1962	31,50	1,98	5,47	27,69	7,96	35,65	25,40	100,00	1,76
1963	29,69	1,29	5,60	31,76	6,75	38,51	24,91	100,00	1,19
1964	30,37	0,98	5,62	31,22	6,62	37,85	25,18	100,00	1,22
1965	29,02	0,98	5,71	32,28	6,36	38,64	25,65	100,00	1,22
1966	27,63	1,18	6,11	32,83	5,69	38,51	26,57	100,00	1,16
1967	25,14	1,20	5,88	35,25	4,72	39,97	27,81	100,00	1,12
1968	24,39	1,18	7,31	33,90	4,41	38,31	28,82	100,00	1,12
1969	23,34	0,69	7,57	35,40	3,74	39,13	29,27	100,00	0,96
1970	22,44	0,24	6,54	38,93	3,33	42,26	28,52	100,00	0,65
1971	21,09	-0,90	7,60	40,54	2,87	43,43	28,79	100,00	0,56

Fonte: Assonime, *Notizie statistiche e Repertorio delle società italiane per azioni*, vari anni.

Tab. 22. *Pay-out ratio (%) delle 97 maggiori società per azioni italiane (1957-1972)*

	Totale escluse petrolifere	Estere	Italiane quotate	Italiane non quotate	Italiane quotate escl. Montedison
1957	81,36	67,82	93,9	27,89	90,24
1958	86,47	62,19	91,02	69,85	85,1
1959	86,67	57,54	92,81	66,08	91
1960	83,06	57,28	88,26	59,23	83,66
1961	86,55	63,54	91,33	70,29	84,84
1962	87,66	62,93	92,08	73,2	88,32
1963	83,39	55,05	91,31	64,6	88,26
1964	109,2	104,1	112,4	77,51	125,5
1965	98,9	53,59	105,2	80,91	109,3
1966	92,49	50,87	100,9	62,1	101,8
1967	89,04	59,78	99,24	47,42	98,99
1968	87,48	79,13	92,28	58,47	88,2
1969	103,7	64,78	127,2	48,48	158,1
1970	149,2	74,95	229,5	61,45	229,5
1971	-	62,79	-	54,09	191,6
1972	-	80,33	-	-	-
1973	167,7	61,65	1547	87,98	-

Elaborazione dati tratti da Assonime, *Notizie statistiche*, vari anni e *Repertorio delle società italiane per azioni*, vari anni.

Negli anni in cui non è presente il dato l'utile è negativo.

#### 4.4 Il mercato dei valori mobiliari

Nel corso degli anni '50 il mercato finanziario<sup>273</sup> fu caratterizzato da una crescita delle emissioni di titoli da parte delle imprese e delle contrattazioni. Benché il numero delle società quotate fosse esiguo rispetto a quello dei maggiori mercati esteri, le borse (ben 10 all'epoca, di cui una, quella milanese, di gran lunga la più importante) funzionarono quale mezzo di finanziamento almeno fino al 1962. Al "miracolo economico" si accompagnò la crescita delle quotazioni dei titoli azionari e delle emissioni, soprattutto tra il 1958 e il 1962. Il valore degli scambi dei titoli azionari alla borsa di Milano, secondo le rilevazioni di Mediobanca crebbe dai 163 miliardi di lire del 1958 ai 1005 del 1960, per poi scendere agli 836 del 1962, mentre la capitalizzazione passò dai 3822 miliardi del 1958 ai 9281 del 1961 per poi scendere agli 8062 del 1962<sup>274</sup>. Certamente rispetto agli anni '20 lo scenario era completamente mutato, erano diminuiti gli scambi in rapporto alla capitalizzazione<sup>275</sup>, non c'erano più le banche miste e tuttavia la capitalizzazione in rapporto al Pil tornò tra il 1959 e il 1962 su livelli simili a quelli del 1928 (Tabella 23).

---

<sup>273</sup> Sull'evoluzione del mercato finanziario dal dopoguerra agli anni '70 si vedano; Barbiellini Amidei F. e Impenna C., *Il mercato finanziario delle imprese negli anni Cinquanta*, in Cotula F. (a c. di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Laterza, Roma-Bari 1999, pp. 657-877; Bianchi B., Nardi P., Veccia R., *Elementi per una valutazione degli investimenti finanziari in Italia*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, 1972, pp. 407-428; Bianchi B., Perfetti E., *Le emissioni di valori mobiliari*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, 1967, pp. 561-595; Bianchi B., Veccia R., *Quadro comparativo della legislazione, del funzionamento e della dimensione dei mercati azionari nei principali paesi industriali*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, 1973, pp. 289-331; Boccia E., *La Borsa di Milano tra miracolo e crisi. 1958-1978*, Prismi, Napoli 2000; Calamanti A., *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Franco Angeli, Milano 1977; Cesarini F., *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, in Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972, pp. 175-208; Cesarini F., *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Bologna 1976; Izzo L., *Cause dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'economia negli ultimi dieci anni e considerazioni sulla politica economica che ha contribuito a determinarli*, in Bernabè F. (a c. di), *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Milano 1976, pp. 21-86; Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972; Monti M., *La struttura finanziaria italiana: una sintesi*, "Tendenze Monetarie", n. 20.21, 1975; *Nota Carli sul capitale di rischio in Italia*, in "Mondo Economico", n. 8, 1975, pp. 29-33; OECD, *Capital Markets Study*, Paris 1967.

<sup>274</sup> Mediobanca, *Indici e dati*, Milano 1968.

<sup>275</sup> Boccia E., *La Borsa di Milano tra miracolo e crisi. 1958-1978*, Prismi, Napoli 2000, p. 33-34.

Lo “sciopero del capitale” e la fase di rallentamento a cavallo tra gli anni 1963-64 produsse i suoi effetti anche in borsa. Il numero delle società quotate diminuì, come pure la capitalizzazione delle società quotate, che, in rapporto al Reddito nazionale lordo, calò dal 39% del 1961 al 12% del 1970 (Tabella 23). Le azioni quotate diventavano sempre meno rappresentative del sistema imprenditoriale del paese: nel 1961 erano oltre il 56% del totale, nel 1970 erano il 39% e nel 1975 appena il 30,6% (Tabella 30). Le società quotate a Milano erano meno di quelle quotate in paesi più piccoli come la Svizzera, il Belgio e i Paesi Bassi, per non parlare dei mercati delle economie maggiori (Tabella 24).

Le quotazioni dei titoli azionari subirono una forte contrazione tra il 1962 ed il 1964. Ancora nel 1970 l'Indice generale della Borsa di Milano era dimezzato rispetto al 1961 (Tabella 25). La situazione appare ancora più drammatica tenendo conto dell'inflazione. I corsi deflazionati nel 1977 rappresentavano meno di un decimo quelli del 1961. Anche calcolando il reinvestimento dei dividendi la perdita di valore non appare particolarmente inferiore (Tabella 26).

Indipendentemente dalla quotazione o meno le imprese si rivolsero fino al 1962 in modo crescente ai mercati finanziari attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni, fino a coprire nel triennio 1960-1962 quasi la metà delle emissioni di titoli (Tabella 29). Le emissioni di titoli azionari costituirono nel 1962 circa il 40% del totale delle emissioni di valori mobiliari, ma l'anno successivo solo il 23%. Peraltro negli anni seguenti la quota sul totale delle emissioni subì un ulteriore decurtamento fino a scendere a circa il 13% nel biennio 1967-68. Ad una piccola ripresa all'inizio degli anni '70 seguì un'ulteriore diminuzione e nel 1977 le azioni emesse furono appena il 6% del totale. Il forte calo del 1963, così come il cattivo andamento delle quotazioni, si verificò in concomitanza con l'introduzione della cedolare “secca” (si veda il capitolo 5). La leggera ripresa delle emissioni l'anno successivo (498 miliardi di lire contro 348 del 1963) coincise con l'introduzione della cedolare “secca” (si veda il capitolo 5). Anche nel 1970 si verificò un aumento delle emissioni e sempre in coincidenza a modifiche nella normativa fiscale. All'avvicinarsi della scadenza dell'applicazione dell'imposta di registro ridotta e dell'esonero della tassa di concessione governativa per le nuove emissioni (si veda il

capitolo 6), si intensificarono gli aumenti di capitale. Lo stesso fenomeno si verificò nuovamente nel 1973 in prossimità del termine delle nuove agevolazioni: proroga dell'esonero della tassa di concessione governativa e dell'applicazione di un'imposta di registro ridotta; esenzione per cinque anni dall'imposta sulle società per la parte relativa agli aumenti di capitale o per le società che si fossero quotate (si deva il capitolo 6).

Nel periodo 1963-65, rispetto agli anni 1957-62, mentre diminuirono le emissioni delle imprese raddoppiarono quelle degli enti pubblici, in relazione agli indennizzi che l'Enel doveva effettuare. Aumentarono sensibilmente anche i titoli emessi dagli istituti di credito speciale, che nel periodo considerato assorbono quasi il 38% del totale dei fondi. Sul fronte delle imprese solo la Società Autostrade continuò a emettere titoli, ma trattavasi di una società controllata dall'IRI e le sue obbligazioni godevano degli stessi privilegi fiscali dell'ente pubblico (Tabella 28). Le altre società di fatto non presero parte al mercato del reddito fisso, anzi tra il 1966 e il 1974 le obbligazioni rimborsate superarono le nuove emissioni. Non che le società private avessero mai fatto grande ricorso a questo mezzo di raccolta, tuttavia tra il 1960 e il 1962 le obbligazioni emesse furono più dell'11% del totale delle emissioni nette. Anche in questo caso il ricorso all'emissione di titoli si legava a fattori fiscali, cioè alla legge del 25 novembre del 1959 che ridusse di metà l'imposta di ricchezza mobile categoria A sulle obbligazioni emesse dal 15 dicembre dello stesso anno al 30 giugno 1962.

I calcoli fatti da Paolo Savona<sup>276</sup> (Tabella 31) illustrano bene la ragione del minor ricorso delle imprese alle emissioni di titoli, al contrario degli istituti di credito che dovevano fronteggiare le maggiori richieste di indebitamento delle imprese. Se, per varie ragioni, fiscali, già discusse nel primo capitolo, e di tassi di mercato, tra il 1958 e il 1962 la raccolta propria si poteva svolgere a costi competitivi con quelli dei mutui a medio lungo termine, dal 1963 divenne antieconomica. Secondo altri autori il costo delle emissioni proprie fu ancora più alto, ma nonostante le diverse metodologie applicate, confermano lo stesso andamento<sup>277</sup>.

---

<sup>276</sup> Savona P., *Nota su una stima del capitale in Italia (Rassegna storica dal 1951 al 1967)*, in *Gruppo per lo studio della politica monetaria e fiscale*, fascicolo 10, Roma 1970.

<sup>277</sup> Cfr. Codini M., *Il costo della raccolta delle obbligazioni in Italia*, in "Mondo Economico", n. 35, 1966, p. 17 e Barbiellini Amidei F. e Impenna C., *Il mercato azionario*, pp. 760-767. Mentre

Se guardiamo alle Tabelle 32 e 33 relative alle emissioni di azioni e obbligazioni da parte delle imprese in vari paesi possiamo notare alcune marcate differenze tra i mercati del Regno Unito e degli Stati Uniti da un lato e quelli dell'Europa continentale dall'altro. Nel periodo 1960-70 a fare la differenza furono proprio le emissioni obbligazionarie. Le imprese americane e britanniche si finanziarono sul mercato obbligazionario molto più che negli altri paesi. Negli Stati Uniti su 320 miliardi di dollari di titoli emessi in tutto il periodo ben 107 erano corporate bond, nel Regno Unito 7 su 21, cioè un terzo in entrambi i casi. In Italia e in Germania le emissioni obbligazionarie delle società private furono invece irrilevanti. A metà strada tra questi due opposti si situavano l'Olanda, la Francia e la Svizzera. Italia e Germania erano i paesi nei quali le emissioni nette complessive delle imprese erano ai livelli più bassi in rapporto al totale delle emissioni. Per l'Italia va fatta però una precisazione: tra il 1960 e il 1962 il paese ha registrato un comportamento simile a quello dei mercati in cui era maggiore la presenza delle imprese. Le emissioni azionarie in particolare furono tra le più alte, anche in termini assoluti: ben 2,8 miliardi di dollari contro i 2,9 del Regno Unito o i 6,3 degli Stati Uniti, i 2 della Germania occidentale e l'1,9 della Francia. Peraltro negli Stati Uniti tra il 1960 e il 1970 le emissioni azionarie rappresentarono meno di un decimo del totale: 25 miliardi su 320.

Come già evidenziato per l'Italia il ricorso al mercato era legato anche ai costi. Secondo i dati dell'Ocse per il 1966 l'Italia era, tra i paesi considerati nella Tabella 34, solo seconda alla Danimarca per costo delle emissioni obbligazionarie in termini assoluti. Una società italiana per potersi finanziare direttamente sul mercato obbligazionario avrebbe dovuto sostenere un costo pari al 9,49% del capitale raccolto. Nei paesi in cui maggiore era il ricorso a questo strumento da parte delle imprese, il costo in termini assoluti o relativi ad altre forme di indebitamento era più conveniente, in particolare nel Regno Unito. In Italia il costo risultava particolarmente elevato soprattutto se si

---

Savona utilizza come base di calcolo dei costi della raccolta azionaria il tasso di rendimento delle azioni, vale a dire il rapporto tra il dividendo unitario e il corso di borsa dei titoli, Barbiellini Amidei e Impenna considerano invece il rapporto tra l'utile lordo necessario a distribuire un dato dividendo e il valore dell'emissione comprensivo dei sovrapprezzi. Per il calcolo del costo delle obbligazioni si sono basati su un rendimento effettivo del 7%. Codini ha fatto invece riferimento alle condizioni prevalenti sul mercato nei vari anni.

considera che nell'anno in questione il tasso ufficiale praticato dalla Banca d'Italia era del 3,5%, che il rendimento delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare era in media del 6,55% e che il rendimento per il sottoscrittore delle obbligazioni industriali era del 6,65%.

Nel 1963 si modifica anche la composizione dei sottoscrittori di azioni. Nella Tabella 30 possiamo vedere come la quota detenuta da privati fosse vicina al 40% del totale delle consistenze nel 1963 e sia scesa nel corso degli anni fino al 22,5% nel 1975. L'uscita dei privati fu bilanciata dalla componente Estero. La parte maggiore delle sottoscrizioni fu comunque garantita dalle società, al contrario fu quasi irrilevante la partecipazione degli intermediari finanziari.

Tab. 23. *Capitalizzazione della Borsa di Milano, RNL (miliardi di lire) e numero delle società quotate*

	Società quotate	RNL	Capitalizzazione	Cap./RNL%
1928	163	139,544	43,313*	30,9
1938	119	152,77	18,035*	11,8
1958	133	18923	3822	20,2
1959	137	20113	6266	31,2
1960	142	21828	8431	38,6
1961	140	24289	9281	38,6
1962	142	27303	8062	29,5
1963	143	31261	6183	19,8
1964	134	34179	4585	14,2
1965	128	36818	6309	17,1
1966	126	39829	6595	16,6
1967	122	43804	6625	15,1
1968	125	47280	6343	13,4
1969	124	52091	8138	15,6
1970	133	58261	7238	12,4

\* Dati relativi a tutte le borse italiane.

Fonti: Mediobanca, *Indici e dati*, vari anni; Istat, *Sommario di statistiche storiche. 1926-1985*, Roma 1986; Bachi R., *Rilevazioni sul mercato finanziario*, in "Rivista Bancaria. Minerva Bancaria", gennaio 1939; "Il Sole. Giornale di informazioni per l'Industria, il Commercio, la Finanza e l'Agricoltura", 1928, 1958 e 1959.



Tab. 24. *Titoli azionari quotati nelle borse ufficiali di alcuni paesi nel 1971*

Paesi	Titoli	Valore di mercato (miliardi di dollari)
Italia – Milano	144	10344
Belgio - Bruxelles	580	7281
Francia - Parigi	1329	24278
Germania Federale - Francoforte (1)	321	27436
Paesi Bassi – Amsterdam	772	13593
Regno Unito – Londra	7773	259634
Stati uniti – New York	1840	741837
Svizzera – Zurigo (2)	228	11671

(1) Dati relativi a tutte le borse tedesche esclusa quella di Berlino.

(2) Valori di mercato relativi a 87 azioni quotate presso le borse di Zurigo, Basilea e Ginevra.

Fonte: Bianchi B., Veccia R., *Quadro comparativo della legislazione, del funzionamento e della dimensione dei mercati azionari nei principali paesi industriali*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, 1973, p. 316.

Tab. 25. *Indice generale della borsa di Milano (Base: 2 gennaio 1961 = 100; dati a fine anno)*

1961	102,88
1962	88,1
1963	77,67
1964	56,53
1965	68,78
1966	69,57
1967	66,68
1968	66,71
1969	74,94
1970	60,35
1971	50,82
1972	56,37

Fonte: Mediobanca, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane (1963-1973)*, Milano 1974, p. 112.

Tab. 26. *Indici dei corsi azionari secchi e total returns deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo (gennaio 1928 = 100)*

	Indice dei corsi secchi	Indice total returns
gen-28	100	100
1928	125	131,3
1938	57,1	104
1948	18,9	42,1
1958	36,7	127,3
1959	57,7	207
1960	67,7	248,9
1961	68	253,8
1962	55,4	213,2
1963	45,4	181
1964	31,2	128,9
1965	36,4	157,2
1966	36,1	161,9
1967	33,9	157,9
1968	33,5	162,3
1969	36,6	183,9
1970	28,1	145,9
1971	22,5	120,6
1972	23,6	129,8
1973	25,1	140,8
1974	14,9	85,1
1975	12	71,2
1976	9,3	56,5
1977	5,7	35,8
1978	6,4	41,9

Fonte: Ufficio Studi Mediobanca, *La Borsa Italiana dal 1928, 2004*

Tab. 27. Emissioni nette di titoli a reddito fisso ed azionari: 1950-1977

	REDDITO FISSO (esclusi i Bot)		AZIONI		TOTALE (esclusi i Bot)	
	miliardi di lire	%	miliardi di lire	%	miliardi di lire	%
1950	294,9	84,8	53	15,2	347,9	100
1951	163,5	67,9	77,4	32,1	240,9	100
1952	329	81,3	75,7	18,7	404,7	100
1953	378,3	73,5	136,6	26,5	514,9	100
1954	388,1	72,8	145,1	27,2	533,2	100
1955	480,9	76,9	144,2	23,1	625,1	100
1956	401,6	69	180,3	31	581,9	100
1957	350,3	67,6	168,1	32,4	518,4	100
1958	430,1	65,9	222,3	34,1	652,4	100
1959	730,9	76,5	225	23,5	955,9	100
1960	844,8	63	495,7	37	1340,5	100
1961	930,6	64,4	514,6	35,6	1445,2	100
1962	1087,9	60,3	715,5	39,7	1803,4	100
1963	1137,2	76,6	347,5	23,4	1484,7	100
1964	1540,9	75,6	497,7	24,4	2038,6	100
1965	1983,1	83,4	394	16,6	2377,1	100
1966	2823,1	85,7	472,9	14,3	3296	100
1967	2424,6	86,3	384,7	13,7	2809,3	100
1968	3116,2	87,4	448,7	12,6	3564,9	100
1969	3351,5	83,3	672,6	16,7	4024,1	100
1970	2610,4	72,4	996,6	27,6	3607	100
1971	5040,2	84,3	942,1	15,7	5982,3	100
1972	5969,6	82,8	1241,1	17,2	7210,7	100
1973	10476,1	84,1	1983,2	15,9	12459,3	100
1974	3472,7	81,8	770,8	18,2	4243,5	100
1975	11906,8	89,8	1357,1	10,2	13263,9	100
1976	8651,7	83,6	1696,8	16,4	10348,5	100
1977	21017	93,6	1438,1	6,4	22455,1	100

Fonte: Banca d'Italia, *Relazione*, vari anni.

Tabella 28. Italia 1950-73. Emissioni di titoli a reddito fisso al netto di scarti, rimborsi e duplicazioni (per emittenti - miliardi di lire)

Anni	Settore pubblico	Istituti speciali	Enti Pubblici	Imprese			Totale
				Autostrade	Altre	Eestero	
1950	206,5	50,9	6,5		31		294,9
1951	113,1	45,3	0		5,1		163,5
1952	162,9	89,9	62,9		13,3		329
1953	230,2	101,1	34		13		378,3
1954	230,6	122,1	26		9,4		388,1
1955	307,5	145,1	13,7		14,6		480,9
1956	194,3	133,2	46,3		27,6		401,4
1957	108,5	138,2	68,4		35,2		350,3
1958	303,5	215,1	155,4		61,1		735,1
1959	638,4	262,8	83,2		29,7		1014,1
1960	122,8	412	59,3		196,4		790,5
1961	238,6	313,5	115,4		126	14,8	808,3
1962	235,2	724,5	59		205,9	29,6	1254,2
1963	-250,1	774,7	274,7	48	46,4	20,9	914,6
1964	459,2	720,7	468,8	4,9	28,1	11,9	1693,6
1965	753,4	673,4	557,4	101,2	0,6	13,3	2099,3
1966	1713,2	860,5	313,9	0	0	80,6	2968,2
1967	1019,5	986,6	246,4	194,5	-27,1	21,5	2441,4
1968	1518,5	1242,6	403,2	146,6	-9,7	43,7	3344,9
1969	1673	1284,2	465,5	88,6	-51,3	9,1	3469,1
1970	954,1	1483,8	94,2	-7,9	-42,5	5,4	2487,1
1971	3606,8	2229,1	453,9	97,9	-43,1	38	6382,6
1972	3271	2446,3	695,6	126,5	-65,1	107	6581,3
1973	5303,4	6438,2	625,2	168,8	3,1	38,3	12577
1974	9684,8	2153,1	243,2	-29	-118,3	-2,4	11931,4
1975	12947,9	5410,1	1264,4	94,7	16,6	20,6	19754,3
1976	11394,7	4162,8	873,3	55,1	76,5	-12,5	16549,9
1977	20118,1	4412,8	1162,8	-39,4	175,4	-12,7	25817

Banca d'Italia, *Bollettino*, anni vari.

Tab. 29. *Emissioni nette di titoli da parte delle imprese (miliardi di lire)*

Anni	Totale	Imprese	Imprese %
1958	957,4	283,4	29,6
1959	1239,1	254,7	20,5
1960	1286,2	692,1	53,8
1961	1322,9	640,6	48,42
1962	1969,7	921,4	46,78
1963	1312,1	443,9	33,83
1964	2274,9	609,4	26,79
1965	2493,3	394,6	15,83
1966	3441,1	472,9	13,74
1967	2826,1	357,6	12,65
1968	3793,6	439	11,57
1969	4141,7	621,3	15,00
1970	3483,7	954,1	27,39
1971	7359,3	933,6	12,69
1972	7822,4	1176	15,03
1973	14560,2	1986,3	13,64
1974	12702,2	652,5	5,14
1975	21111,4	1373,7	6,51
1976	18246,7	1773,3	9,72
1977	27255,1	1613,5	5,92

Fonte: Banca d'Italia, *Bollettino*, vari anni.

Tab. 30. *Consistenze di azioni per categorie di sottoscrittori (%)*

	Privati	Società	Estero	Sistema bancario	Altri intermediari finanziari	Azioni quotate	Azioni non quotate
1961	36,2	51,7	9,9	1	1,2	56,4	43,6
1962	38,2	47,4	12,2	1	1,2	54,3	45,7
1963	39,5	43,4	15	0,9	1,2	51,3	48,7
1964	37,7	43,5	16,9	0,8	1,1	47,2	52,8
1965	34,8	45,6	17,4	0,8	1,4	43	57
1966	33,4	46,4	17,9	1	1,3	41,1	58,9
1967	33,2	44,6	19,5	1	1,7	40,9	59,1
1968	32,7	44,3	20,3	0,9	1,8	40	60
1969	32,9	44,1	20,2	1	1,8	39,6	60,4
1970	32,2	43,7	21,4	0,9	1,8	39	61
1971	29,9	45,3	22,2	0,9	1,7	36,2	63,8
1972	28,6	45,7	23,1	0,9	1,7	34,4	65,6
1973	27	48	21,9	0,8	1,6	33,1	66,9
1974	25,9	50,1	21,2	0,9	1,9	32,6	67,4
1975	24,5	50,2	23,2	0,5	1,6	30,6	69,4

Fonte: Banca d'Italia, *Bollettino*, vari anni.

Tab. 31. *Costo di alcune fonti di finanziamento aziendale in Italia*

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1958	1959
Costo del capitale proprio (raccolta azionaria)	9,4	9,4	9,2	10	8,6	9,1	9,1	7
Costo della raccolta obbligazionaria privata (c.d. industriale)	9,1	9,1	8,9	8,8	8,6	8,7	8,6	7,7
Tasso sui mutui a medio e lungo termine	8,4	8,3	8,4	8,4	8,3	8,3	8,5	7,6
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Costo del capitale proprio (raccolta azionaria)	5,9	6	7,9	8,7	10,2	10,1	9,1	10,3
Costo della raccolta obbligazionaria privata (c.d. industriale)	6,6	6,7	7,1	8,3	9,2	9,2	9,1	9,3
Tasso sui mutui a medio e lungo termine	7	6,8	6,9	7,8	8,4	8,3	8	7,8
<p>P. Savona, <i>Nota su una stima del capitale in Italia (Rassegna storica dal 1951 al 1967)</i>, in Banca d'Italia, <i>Gruppo per lo studio della politica monetaria e fiscale</i>, fascicolo 10, Roma 1970.</p>								

Tab. 32. Emissioni nette di azioni, di obbligazioni delle imprese private e totale delle emissioni di valori mobiliari. 1960-70 (miliardi di dollari).

Paesi		1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Francia	Azioni	0,48	0,60	0,77	0,83	0,90	0,92	0,69	0,64	0,66	1,42	1,44
	Bond	0,34	0,35	0,28	0,27	0,17	0,16	0,09	0,14	0,03	0,30	0,52
	Totale	1,41	1,34	1,47	2,29	2,18	2,37	2,46	2,31	1,81	2,75	3,32
RFT	Azioni	0,67	0,82	0,54	0,33	0,55	0,99	0,50	0,35	0,45	0,45	0,65
	Bond	-0,38	0,02	0,15	0,08	0,08	0,09	0,00	0,22	-0,02	-0,04	0,06
	Totale	1,68	2,79	2,92	3,35	4,10	4,32	1,91	4,09	5,27	4,21	4,73
Italia	Azioni	0,80	0,82	1,15	0,64	0,89	0,60	0,75	0,63	0,76	1,09	1,62
	Bond	0,31	0,22	0,33	0,15	0,05	-0,01	0,00	-0,06	-0,05	-0,09	-0,08
	Totale	2,13	2,29	2,87	2,38	3,21	3,76	5,27	4,49	5,71	6,44	5,77
Paesi Bassi	Azioni	0,05	0,04	0,13	0,02	0,06	0,05	0,02	0,03	0,02	0,02	0,01
	Bond	0,04	0,02	0,08	0,01	0,04	0,11	0,70	0,09	0,08	0,04	0,01
	Totale	0,41	0,32	0,32	0,30	0,30	0,46	0,43	0,39	0,42	0,52	1,18
UK	Azioni	0,95	1,23	0,72	0,55	0,63	0,24	2,24	1,88	0,90	0,49	0,18
	Bond	0,22	0,31	0,45	0,57	0,67	0,98	1,18	0,93	0,44	0,81	0,37
	Totale	1,60	1,15	3,20	1,15	1,55	1,21	4,30	4,70	0,76	0,66	0,85
USA	Azioni	1,70	3,30	1,30	1,00	2,70	1,50	0,91	2,23	-0,74	4,74	6,66
	Bond	4,99	5,17	4,86	5,58	6,64	8,10	10,23	15,13	12,89	12,07	21,26
	Totale	15,50	37,70	3,90	35,00	35,30	26,80	20,03	35,67	35,33	24,13	50,62
Svizzera	Azioni	0,21	0,28	0,15	0,14	0,36	0,36	0,28	0,28	0,41	0,50	0,44
	Bond	0,14	0,12	0,13	0,18	0,20	0,21	0,17	0,15	0,27	0,21	0,19
	Totale	0,52	0,76	0,81	0,98	1,05	0,98	0,97	1,06	1,22	1,21	1,30
Belgio	Azioni	0,10	0,12	0,17	0,13	0,22	0,22	0,28	0,23	0,43	0,42	0,40
	Bond	0,02	0,02	0,06	0,07	0,06	0,11	0,07	0,09	0,02	0,00	0,00
	Totale	0,78	0,58	0,95	0,54	0,75	1,09	1,03	1,36	2,00	1,86	1,71

Per la Svizzera le emissioni di obbligazioni sono lorde fino al 1964.

Fonti: Banca d'Italia, *Relazione annuale*, vari anni; OECD, *Capital Markets Study. Statistical Annex*, Paris 1967; OECD, *Financial Statistics 1970*.



Tab. 33. *Rapporto tra le emissioni nette delle imprese e il totale delle emissioni nette (%)*

Paesi		1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Francia	Azioni	34,3	45,1	52,2	36,4	41,3	38,8	28,0	27,7	36,5	51,6	43,4
	Bond	24,4	26,5	19,0	11,7	7,7	6,6	3,7	6,1	1,7	10,9	15,7
RFT	Azioni	39,9	29,5	18,6	9,8	13,4	22,8	26,2	8,6	8,5	10,7	13,7
	Bond	-22,4	0,9	5,0	2,5	2,0	2,1	0,0	5,4	-0,4	-1,0	1,3
Italia	Azioni	37,5	35,9	40,0	26,8	27,7	16,0	14,2	14,0	13,3	16,9	28,1
	Bond	14,5	9,7	11,5	6,4	1,7	-0,3	0,0	-1,3	-0,9	-1,4	-1,4
Paesi Bassi	Azioni	11,0	12,7	41,2	7,3	20,2	10,0	4,7	7,7	4,8	3,8	0,8
	Bond	8,5	5,4	26,0	1,7	11,6	23,8	162,8	23,1	19,0	7,7	1,1
UK	Azioni	59,4	107,1	22,5	47,8	40,5	19,9	52,1	40,0	118,4	74,2	21,2
	Bond	13,5	26,6	14,1	49,2	43,4	81,0	27,4	19,8	57,9	122,7	43,5
USA	Azioni	11,0	8,8	33,3	2,9	7,6	5,6	4,5	6,3	-2,1	19,6	13,2
	Bond	32,2	13,7	124,7	15,9	18,8	30,2	51,1	42,4	36,5	50,0	42,0
Svizzera	Azioni	40,3	37,5	18,6	13,8	33,9	36,4	28,9	26,4	33,6	41,3	33,8
	Bond	26,4	15,7	16,3	18,0	19,3	21,5	17,5	14,2	22,1	17,4	14,6
Belgio	Azioni	12,9	20,6	17,3	24,4	29,4	20,2	27,2	16,9	21,5	22,6	23,4
	Bond	2,6	3,4	6,7	12,5	8,5	10,1	6,8	6,6	1,0	0,0	0,0

Fonti: si veda Tabella 25.

Tab. 34. *Costi dell'indebitamento delle imprese nei paesi OCSE nel 1966*

		Sconto	Medio lungo termine	Bonds
Germania	min	8	9	8,56
	max	9,5	10	
Austria	min	6,5	7	7,43
	max	8	8	
Belgio	min	5,75	7	8
	max	6,25	7,4	8,28
Danimarca	min	8,3		9,5
	max			11,75
Spagna	min	4,5	5	8,25
	max	5,5	7,25	8,43
USA	min	5,89	5,78 (1)	6,04 (2)
	max			6,75 (2)
Francia	min	3,75	5,75	8,64
	max	5,75	7,25	
Grecia	min	8	7	7,39
	max		11	7,42
Italia	min	5	7	9,49
	max		9	
Norvegia	min	5	5	6,02
	max	6	7	
Olanda	min	5	7	8,04
	min	5,75	8,5	
UK	max	7,5	8,75	8,59
	max	9	9,5	
Svezia	min	7,25	6,85	7,4
	max		7,5	
Svizzera	min		4,25	5,47
	max		5,25	5,5
Giappone	min	5,48	7,34	8,34
	max	7,67	8,89	8,63

(1) prezzo medio praticato dalle banche commerciali di 19 grandi città

(2) 6,75 per le industrie manifatturiere, 6,04 per le public utilities

Fonte: OECD, *Capital Markets Study. Statistical Annex*, Paris 1967.

## 5. Un passo indietro

### 5.1 La cedolare secca

Nel 1964 il governo e il parlamento si trovarono a fare i conti con lo “sciopero del capitale”. Alle conseguenze della cedolare approvata a dicembre del 1962 si sommarono quelle derivanti dalla stretta creditizia operata dalla banca centrale tra il secondo semestre del 1963 e l’inizio del 1964.

Il rallentamento dell’economia, il calo degli investimenti industriali, la drastica riduzione delle emissioni di titoli, il crollo delle quotazioni azionarie, il disavanzo della bilancia dei pagamenti e le tensioni sul mercato del credito indussero il governo ad assumere dei provvedimenti anticongiunturali. Al fine di riattivare il processo di trasformazione del risparmio in capitali di rischio si decise di rivedere la legge sulla cedolare. Il decreto-legge 23 febbraio 1964 n. 27<sup>278</sup> all’articolo 1 modificò la normativa precedente riducendo la ritenuta d’acconto dal 15 al 5%, elevando l’aliquota per le azioni emesse nelle regioni a statuto speciale dall’8 al 30% ed esentando le cooperative dalla ritenuta e dalle relative comunicazioni allo schedario dei titoli. La maggiore novità era però costituita dalla possibilità per i percipienti delle cedole di chiedere che fosse operata una ritenuta del 30% a titolo d’imposta. L’articolo 2 chiariva che i dividendi assoggettati alla ritenuta del 30% non concorrevano alla formazione del reddito imponibile agli effetti dell’imposta complementare progressiva sul reddito delle persone fisiche.

Oltre al decreto relativo alla cedolare il governo varò altri due decreti: il decreto-legge 23 febbraio 1964 n. 25 disponeva aumenti delle imposte sui carburanti; il decreto-legge 23 febbraio 1964 n. 26 istituiva una tassa speciale sull’acquisto di autoveicoli e natanti.

---

<sup>278</sup> GU n. 48 del 24 febbraio 1964.

La *Relazione generale sulla situazione economica del paese*<sup>279</sup> relativa all'anno 1963, presentata dai ministri del tesoro Colombo e del bilancio Giolitti, descriveva un incremento della domanda di molto superiore a quello degli anni precedenti, che il più modesto aumento della produzione interna non riuscì a soddisfare, con la conseguenza che il sistema dovette approvvigionarsi all'estero. L'incremento della domanda in termini reali fu del 7,4% rispetto al 1962, quello della produzione interna del 4,8% così che la differenza, pari al 2,6%, fu coperta dall'aumento delle importazioni. La bilancia dei pagamenti per transazioni correnti passò da un disavanzo di 51 miliardi del 1962 ai 610 del 1963. Nel contempo il livello complessivo dei prezzi aumentò del 7,7%, contro il 5,5 del 1962 e l'1,5 del 1961.

Rispetto al 1962, la spesa per consumi privati aumentò a un tasso superiore a quello degli investimenti, più precisamente in termini monetari i consumi privati aumentarono del 16,9% e gli investimenti lordi del 10,2%, mentre in termini reali aumentarono rispettivamente del 9,2 e del 4%. Se nel 1962 la quota destinata ad investimenti sul totale delle risorse disponibili per usi interni fu del 25,8% nel 1963 la quota scese al 24,6%. L'aumento della domanda interna di beni di consumo fu particolarmente elevato in alcuni settori: la domanda per articoli durevoli di uso domestico aumentò del 25,1%, quello dei mezzi di trasporto di ben il 66,9%.

La maggiore propensione al consumo naturalmente si ripercosse sulla formazione di risparmio interno. Il nuovo risparmio netto fu inferiore del 5,8% a quello del 1962 così che la percentuale del risparmio netto in rapporto al reddito nazionale netto passò dal 18,73 al 15,54, mentre il risparmio lordo passò dal 26,61 al 23,67.

L'attività industriale registrò sì un'evoluzione congiunturale sostenuta, ma ricollegabile alla elevata domanda di beni di consumo, al contrario l'attività riguardante i beni d'investimento nel secondo semestre si contrasse.

Il ministro del Bilancio Giolitti, socialista, nel presentare in consiglio dei ministri le misure per fronteggiare la congiuntura, sostenne la necessità di contenere alcuni consumi privati al fine di aumentare la disponibilità di risorse per investimenti pubblici

---

<sup>279</sup> APC, IV Legislatura, Doc. VII n. 2, *Relazione generale sulla situazione economica del paese*, in particolare il capitolo V, *L'evoluzione della congiuntura nel 1963*, pp. 68-84.

e privati. L'eccedenza della domanda rispetto alle immediate possibilità di offerta interna di prodotti era alla base del disavanzo della bilancia dei pagamenti e di una insufficienza nella formazione del risparmio. La limitazione di certi consumi avrebbe diminuito le importazioni ed aumentato la disponibilità di risorse da destinare alle esportazioni. Il maggiore prelievo fiscale su certi consumi avrebbe consentito la formazione di risparmio pubblico da destinare al finanziamento degli investimenti pubblici e privati. L'uso della leva fiscale era coerente con quanto già previsto nella *Nota aggiuntiva* di La Malfa, che affidava al sistema tributario la facoltà di intensificare la formazione di risparmio, disincentivando gli impieghi considerati meno produttivi come l'edilizia residenziale, i consumi più voluttuari e l'autofinanziamento, responsabile di sottrarsi sia all'orientamento del mercato sia all'indirizzo pubblico<sup>280</sup>. Al fine di garantire una maggiore disponibilità di risorse da parte del mercato creditizio da destinare agli investimenti produttivi si doveva limitare il credito al consumo e le vendite rateali. Allo scopo fu varato un apposito disegno di legge<sup>281</sup>.

Nel dibattito parlamentare emerse la netta percezione che la "cedolare secca" del 30% costituisse un "passo indietro", come sostenuto da Lombardi, rispetto agli obiettivi sui quali si era costituito il centro-sinistra. La maggioranza, soprattutto la componente democristiana, focalizzò l'attenzione sulla temporaneità del provvedimento, giustificando la parziale deroga alla nominatività azionaria con l'eccezionalità della situazione. Al senato il relatore Salari parlò di "squilibri occasionali" cui si poteva far fronte con temporanee deroghe ai principi sino allora seguiti, ovvero la nominatività azionaria e la progressività del prelievo. Secondo Solari il governo aveva dovuto "ingoiare il boccone amaro" della ritenuta d'acconto, ma solo al fine di evitare problemi maggiori. Lo stesso termine di tre anni costituiva l'arco temporale nel quale si sarebbero dovute realizzare riforme profonde e organiche<sup>282</sup>.

Per il ministro delle finanze Tremelloni, socialdemocratico, il decreto-legge era una chiara risposta agli eventi che avevano caratterizzato il mercato finanziario. La cedolare

---

<sup>280</sup> Ministero del bilancio, *Problemi e prospettive dello sviluppo economico italiano. Nota presentata al Parlamento dal Ministro del bilancio, on. Ugo La Malfa il 22 maggio 1962*, Roma 1962.

<sup>281</sup> ACS, PCM. *Verbali del Consiglio dei ministri*, b. 71, f. 22 febbraio 1964.

<sup>282</sup> APS, IV Legislatura. *Resoconti delle discussioni '63-64. Volume sesto*, 18 marzo 1964, p. 5657.

“secca” doveva favorire l’accumulo di risparmio e porre fine alle paure ingiustificate sorte dopo l’introduzione della ritenuta d’acconto. L’evoluzione del mercato finanziario italiano tra il 1963 e i primi mesi del 1964 non lasciava dubbi secondo il ministro sulla necessità di intervenire. L’insufficiente produzione di risparmio unita al maggiore fabbisogno delle imprese aveva generato una contrazione nel volume delle emissioni e delle contrattazioni, nonché una notevole flessione delle quotazioni<sup>283</sup>. La cedolare aveva poi indotto molti azionisti a disertare le assemblee e a rinunciare a incassare i dividendi per paura della segnalazione allo schedario generale dei titoli e per evitare presunte difficoltà per il rimborso della quota d’imposta eventualmente pagata in eccesso. Anche le società avevano cercato di distribuire fondi ritenuti non assoggettabili all’imposta. In tale situazione le emissioni di nuove azioni a pagamento calarono di 355 miliardi nel 1963 rispetto all’anno precedente. Data la scelta fatta dall’Italia per un’economia aperta, scelta di cui il ministro sosteneva i benefici, era necessario, per attrarre capitali o almeno per non allontanare quelli formatisi all’interno, non praticare carichi fiscali troppo diversi da quelli degli altri paesi e così pure si doveva avere l’accortezza di non generare quelle paure che furono a causa dell’esodo di capitali e contribuirono al deficit della bilancia dei pagamenti<sup>284</sup>.

Due furono le questioni poste dal senatore socialdemocratico Maier: l'aumento dell'indebitamento delle imprese, in seguito alla difficoltà di collocare titoli azionari, e la tutela dei piccoli risparmiatori, messi in difficoltà dal calo delle quotazioni sia azionarie, che obbligazionarie. La difesa del risparmio e la sua trasformazione in investimenti produttivi erano prioritari rispetto al principio, per quanto giusto, della nominatività azionaria. Del resto la scelta in favore di un'economia aperta comportava anche la mobilità dei capitali in ragione dei fattori tributari<sup>285</sup>.

Nel dibattito parlamentare le posizioni espresse all’interno della democrazia cristiana furono tutte favorevoli al provvedimento, tuttavia emersero differenti visioni del problema. Il relatore alla Camera Rodolfo Vicentini illustrò le ragioni congiunturali alla

---

<sup>283</sup> Sull’andamento del mercato finanziario si veda il capitolo 3.

<sup>284</sup> APS, *IV Legislatura. Resoconti delle discussioni* '63-64. Volume sesto, 18 marzo 1964, pp. 5661-5662.

<sup>285</sup> APS, 14 marzo 1964, p. 5633.

base del provvedimento, ma si soffermò anche sulla necessità di avere una normativa fiscale competitiva con quella degli altri paesi europei. Le imprese avevano necessità di rinnovare i loro impianti, ma le difficoltà del mercato finanziario rallentavano gli investimenti. In tali condizioni secondo Vicentini diventava impossibile modificare la struttura produttiva nazionale al fine di porla in condizioni competitive sul mercato internazionale. Se queste erano le ragioni contingenti del provvedimento, Vicentini affrontò una questione più strutturale: la competitività del sistema fiscale rispetto al mercato dei capitali. Se si voleva stare in un mercato caratterizzato dalla libera circolazione dei capitali si dovevano rimuovere gli ostacoli che differenziavano la legislazione italiana rispetto a quella degli altri paesi. Del resto la cedolare al 30% corrispondeva a un reddito per l'epoca elevato, circa 70-80 milioni di lire, ed era tra le imposte cedolari vigenti in Europa quella più alta<sup>286</sup>.

Il problema della competitività del sistema fiscale, che lo stare in una economia aperta comportava, come abbiamo visto, preoccupava tanto il democristiano Vicentini quanto i socialdemocratici Tremelloni e Maier, ma non era da tutti ugualmente sentito. La temporaneità del provvedimento non avrebbe definitivamente eliminato gli svantaggi di cui parlava Vicentini, tuttavia andava incontro alle aspettative di quanti non volevano rinunciare ai principi già richiamati della nominatività e della progressività. Nello stesso partito di maggioranza relativa questi principi erano sentiti e difesi, pertanto tutta la discussione fu caratterizzata da una certa ambiguità.

Il senatore democristiano Cenini sostenne la scelta fatta nel 1962 in favore della ritenuta d'acconto, ma riteneva che non si potesse ignorare la situazione di emergenza e che si dovesse operare una scelta realistica, anche se sgradita. Le modificazioni introdotte costituivano un "passo indietro" e non avrebbero potuto essere comprensibili se non in quella particolare situazione. La ritenuta d'acconto era senz'altro preferibile perché solo da denunce complete dei redditi derivanti da tutte le fonti, compresi i dividendi azionari, sarebbe stato possibile applicare correttamente l'imposta complementare progressiva sul reddito delle persone fisiche e realizzare l'obiettivo di avere un'imposizione realmente progressiva. Le ragioni che portarono all'introduzione

---

<sup>286</sup> APC, *IV Legislatura – Discussioni*, 8 aprile 1964, p. 6168.

della cedolare nel 1962 erano, per il senatore, ancora valide e tale validità trovava conferma nella temporaneità del provvedimento. Se il realismo portava ad accettare la ritenuta secca ciò non avveniva né con piacere, né con entusiasmo<sup>287</sup>.

Posizioni ancora più critiche sulla ritenuta a titolo d'imposta emersero all'interno del partito socialista. Il senatore socialista Mariotti, pur difendendo la scelta del governo, chiarì che l'adesione del suo partito era da intendersi vincolata alla temporaneità del provvedimento e subordinata all'impegno da parte del governo a riformare la normativa sulle società di capitali. Anzi, qualora fosse stato possibile il governo avrebbe dovuto ripristinare la nominatività anche in un tempo più breve dei tre anni previsti. Se per i socialisti era accettabile l'intento di rianimare il mercato azionario, il cui crollo aveva causato perdite per molti piccoli risparmiatori, era altrettanto necessario intervenire sul fronte del diritto societario e del segreto bancario. Mariotti chiese un impegno esplicito da parte del Governo a riformare profondamente le società di capitali, affinché fosse possibile esercitare su di esse un controllo tale da permettere di colpire fiscalmente tutta la ricchezza guadagnata<sup>288</sup>.

L'andamento del mercato finanziario aveva secondo Mariotti un significato ben preciso: si trattava di una manovra operata da parte delle "forze monopolistiche" e degli speculatori a danno del governo di centro-sinistra e delle sue politiche di riforma. Le borse secondo Mariotti erano dominate da poche grandi società finanziarie, cui gli stessi agenti di cambio erano assogettati, ed erano diventate strumenti di pressione politica grazie alla capacità di chi le controllava di far scendere rapidamente il corso dei titoli. Secondo i socialisti l'andamento del listino non era pertanto conseguenza degli orientamenti del mercato o l'esito delle valutazioni degli operatori sulla redditività dei titoli, bensì una manovra preordinata volta a mettere in difficoltà il governo. Avendo le borse perso la loro funzione di far affluire il risparmio ai settori produttivi sarebbe stato meglio abolirle<sup>289</sup>.

Il malumore all'interno del partito socialista emerse anche nelle dichiarazioni del senatore Tolloy, che al pari del suo collega Mariotti interpretò l'andamento del mercato

---

<sup>287</sup> APS, *IV Legislatura. Resoconti delle discussioni*'63-64. Volume sesto, 18 marzo 1964, p. 5560.

<sup>288</sup> *Ivi*, pp. 5602-5604.

<sup>289</sup> *Ivi*, p. 5605.



finanziario come un attacco deliberato verso il governo di centro-sinistra, messo in atto da “capitalisti parassitari” al fine di far venir meno la fiducia verso il governo. I responsabili dell'esportazione di capitali erano definiti “traditori della nazione”, appartenenti ad una “minoranza reazionaria e asociale”<sup>290</sup>. Il decreto voluto dal governo serviva quindi proprio a rendere inoffensiva questa minoranza, poiché, alle condizioni esistenti, non intervenire equivaleva a “dare un premio ai contrabbandieri e agli imboscatori di azioni”<sup>291</sup>.

L'effettiva efficacia del provvedimento non era peraltro da tutti condivisa e non mancarono voci ancora più critiche all'interno del partito. Il deputato socialista Loris Scricciolo, oltre a denunciare una campagna di stampa condotta dal “potere economico e finanziario” contro il centro-sinistra, riteneva che la cedolare non sarebbe bastata a inibire l'influenza di quei fattori speculativi di natura extra-economica sull'andamento della borsa<sup>292</sup>. Medesime furono le considerazioni di Francesco Albertini, il quale però volle assicurare che il centro-sinistra non aveva alcuna carattere “eversivo” e che non c'era alcuna volontà di minacciare l'economia privata o di avere verso di essa atteggiamenti punitivi, purché essa avesse operato nell'interesse generale<sup>293</sup>. In contrapposizione a Vicentini ribadì il rifiuto da parte del suo partito di mettere in discussione il principio della nominatività azionaria, che anzi doveva rimanere uno dei cardini del programma del centrosinistra. Come il collega Mariotti auspicò la realizzazione di riforme strutturali miranti a risolvere quello che per lui era il “problema” delle borse, vale a dire la commistione tra problemi strutturali e manovre politiche e finanziarie miranti, con speculazioni al ribasso, a generare allarmi ingiustificati. La soluzione al problema si doveva trovare in una riforma del diritto societario che sottoponesse le società, specie quelle quotate, a “severi controlli”<sup>294</sup>. Secondo il collega Francesco Principe tali controlli dovevano stabilire un legame istituzionale tra le maggiori società e gli organi della programmazione, ai quali spettava stabilire l'orientamento e la dislocazione degli investimenti. L'interesse pubblico doveva

---

<sup>290</sup> *Ivi*, 18 marzo 1964, p. 5695.

<sup>291</sup> *Idem*.

<sup>292</sup> APC, *IV Legislatura – Discussioni*, 7 aprile 1964, pp. 6034-6035.

<sup>293</sup> *Ivi*, 8 aprile 1964, p. 6082.

<sup>294</sup> *Ivi*, p. 6084.

prevalere su quella che era definita la “grande concentrazione oligopolistica”. Tramite la programmazione i poteri decisionali in materia di investimento dovevano essere trasferiti dai privati allo Stato<sup>295</sup>.

L'idea di un attacco da parte di forze ostili al governo trovò spazio anche nel partito repubblicano, tuttavia La Malfa ammise un errore di valutazione in occasione della nazionalizzazione dell'industria elettrica e dell'introduzione della cedolare. Secondo il leader repubblicano i due provvedimenti erano stati adottati nella convinzione che la congiuntura sarebbe rimasta favorevole e avrebbe potuto sostenere i costi di quelle riforme. La Malfa fu inoltre l'unico ad attribuire buona parte del problema dello “sciopero del risparmio”, come lo definì il deputato liberale Giuseppe Alpino<sup>296</sup>, alla nazionalizzazione dell'industria elettrica<sup>297</sup>. Questa tesi fu invece avversata dal democristiano Aurelio Curti, che contestò pure le presunte ragioni politiche che sarebbero state dietro i movimenti al ribasso delle quotazioni azionarie, dovute invece a ragioni di ordine economico<sup>298</sup>. Anche il ministro Tremelloni intervenne per contestare la tesi del “ricatto delle destre subito dal Governo” alla quale contrappose il “ricatto dei fatti”, o il “ricatto degli squilibri”, cui si doveva far fronte riportando il saggio dei consumi a un livello di sviluppo inferiore a quello complessivo e incrementando il saggio di formazione del risparmio. Per permettere una ripresa degli investimenti era dunque necessario ripristinare condizioni favorevoli alla formazione del risparmio e alla sua utilizzazione in beni capitali. Per attrarre capitali erano necessarie condizioni favorevoli, non costrizioni o minacce<sup>299</sup>.

Ben diverso fu l'atteggiamento del Parlamento verso una particolare forma di società, quella cooperativa. Se la cedolare “secca” per le società per azioni era una scelta sofferta dettata solo dall'emergenza, nel caso delle società cooperative si optò per una soluzione di gran lunga più favorevole. La società cooperativa costituiva una forma di azionariato popolare meritevole di particolare tutela. La forma societaria era dunque più rilevante della natura dell'azionista. Il Senato approvò un emendamento che limitava l'esenzione

---

<sup>295</sup> *Ivi*, p. 6207.

<sup>296</sup> *Ivi*, 7 aprile 1964, p. 6062.

<sup>297</sup> *Ivi*, 8 aprile 1964, p. 6097.

<sup>298</sup> *Ivi*, pp. 6052-6053.

<sup>299</sup> *Ivi*, 8 aprile 1964, pp. 6173-6174.

dall'obbligo della ritenuta e delle comunicazioni per le banche popolari il cui capitale non superasse i 500 milioni, ma la lasciò invariata per le altre cooperative iscritte nel registro Prefettizio della cooperazione<sup>300</sup>.

Il senatore socialista Darè denunciò il rallentamento dell'acquisizione di nuovi soci che colpì le società cooperative dopo l'introduzione della cedolare. Secondo Darè i piccoli risparmiatori non avrebbero potuto difendere i propri interessi se azionisti di società per azioni, essendo il voto nelle assemblee funzione del numero delle azioni possedute. Al contrario le cooperative erano per i piccoli risparmiatori, in virtù del voto capitario un lido più sicuro, verso cui traghettare i propri risparmi<sup>301</sup>.

La limitazione della esenzione per le banche popolari con capitale non superiore a 500 milioni di lire non piacque alla Commissione finanze e tesoro della Camera. Nella relazione presentata dalla commissione si auspicava una revisione di tale limite. Tale richiesta era giustificata dalla discriminazione che sarebbe stata introdotta per i soci delle banche con capitale superiore alla soglia stabilita per l'esenzione. Tale discriminazione appariva immotivata essendo il possesso di azioni da parte di ciascun socio molto limitato ed essendo personale la rappresentanza alle assemblee, tanto nelle grandi come nelle piccole cooperative, indipendentemente dal capitale sociale. La Commissione chiedeva che si riconoscesse l'importanza delle banche popolari quali organismi capaci di promuovere lo sviluppo delle attività di piccole dimensioni e pertanto non se ne mortificasse lo sviluppo<sup>302</sup>.

## **5.2L'abolizione della cedolare secca**

### *5.2.1 Il ritorno alla ritenuta d'acconto*

Nel 1967, in prossimità della scadenza dei termini previsti dal decreto che introdusse la possibilità di optare per la cedolare "secca", il governo intervenne con un ulteriore

---

<sup>300</sup> *Ivi*, 18 marzo 1964, pp. 5731-5732.

<sup>301</sup> *Ivi*, p. 5722.

<sup>302</sup> APC, *IV Legislatura – Documenti – Disegni di legge e discussioni*, n. 1173 A, pp 2-3.

decreto di modifica delle disposizioni previste dalla legge 29 dicembre 1962 n. 1745, istitutiva di una ritenuta d'acconto sui dividendi azionari.

Il decreto-legge 21 febbraio 1967 n. 22<sup>303</sup>, prevedeva all'articolo 2 che la ritenuta d'acconto fosse abbassata dal 15 al 5%, mentre la ritenuta a titolo d'imposta del 30% era mantenuta solo per alcune particolari categorie. Se da un lato non era più prevista la possibilità di optare per la cedolare "secca", l'articolo 5 del decreto stabiliva la ritenuta a titolo d'imposta del 30% per gli utili relativi alle azioni al portatore emesse nella regioni a statuto speciale, per gli utili percepiti dalle persone fisiche residenti all'estero e per quelli percepiti dalle associazioni o società senza stabile organizzazione in Italia.

Altre novità erano previste dagli articoli 6 e 7 che allargarono rispetto al passato il numero degli aventi diritto all'esenzione dalla ritenuta e dai relativi obblighi delle comunicazioni. L'articolo 6 esentava gli utili spettanti alle persone giuridiche pubbliche o alle fondazioni esenti dall'imposta sulle società che avessero esclusivamente scopo di beneficenza, educazione, istruzione, studio e ricerca scientifica. L'articolo 7 esentava gli utili distribuiti dalle banche popolari cooperative e dalle società cooperative iscritte nei registri prefettizi della cooperazione.

In Consiglio dei ministri l'approvazione del decreto-legge non avvenne con la convinta adesione da parte di tutti i ministri. Il ministro del tesoro Colombo espresse le proprie preoccupazioni in merito alle conseguenze che il ritorno alla cedolare d'acconto avrebbe potuto comportare. Le eventuali diminuzioni degli investimenti avrebbero, secondo il ministro, creato problemi occupazionali. Colombo diede la sua adesione solo per motivi politici. Lo stesso fece il ministro Mariotti il quale chiese pure al ministro delle finanze Preti, se fosse possibile evitare o limitare le fughe di capitali. Pure il ministro Bosco espresse preoccupazioni circa l'andamento dell'occupazione. Il ministro Preti, pur riconoscendo il fondamento delle preoccupazioni espresse dai colleghi fece notare che le camere difficilmente avrebbero approvato una proroga della cedolare "secca". Il ministro Pieraccini invece diede la propria adesione al provvedimento ritenendo che la situazione economica del paese fosse diversa da quella del 1962<sup>304</sup>.

---

<sup>303</sup> GU n. 47 del 27 febbraio 1967.

<sup>304</sup> ACS, PCM – *Verbali del Consiglio dei ministri*, b. 77, fasc. 21/2/1967, pp. 3-4.

Nella relazione al decreto-legge anche il ministro Preti giustificò l'abbandono della cedolare "secca" col mutato scenario economico. La ritenuta a titolo d'imposta era stata introdotta nel 1964 di fronte ad "un vero e proprio stato di necessità". Tre anni più tardi queste ragioni erano venute meno ed era pertanto opportuno ripristinare il principio della nominatività dei titoli azionari e la piena progressività dell'imposizione personale. Riguardo l'esonero dalla ritenuta e dalle comunicazioni per gli utili percepiti dalle fondazioni e gli enti di beneficenza, assistenza, istruzione e ricerca trovava, secondo il ministro, "piena giustificazione nella natura degli enti medesimi e nella particolare rilevanza dei fini" che essi perseguivano<sup>305</sup>.

In Parlamento per i membri socialisti e socialdemocratici il ritorno alla ritenuta d'acconto e il ripristino della nominatività fu considerato una "necessità assoluta" alla quale avevano derogato in una "situazione eccezionalissima, e con notevole turbamento" per le loro coscienze di democratici e di socialisti<sup>306</sup>. La cedolare "secca" fu riconosciuta come appropriata al contesto del 1964 ed efficace nel favorire il "rientro di capitali occultati o trafugati all'estero". Ora però la situazione era radicalmente mutata e la necessità di quel provvedimento era venuta meno. La diversa situazione congiunturale e la ritrovata espansione del sistema economico facevano ritenere esaurito il pericolo di ulteriori fughe di capitali e che la più sfavorevole congiuntura degli altri paesi europei rendesse non conveniente investire all'estero<sup>307</sup>.

### *5.2.2 Azionariato popolare e diritto societario*

La nominatività azionaria non fu mai messa in discussione dai partiti del centro-sinistra, neanche all'interno della Democrazia cristiana. Se escludiamo le solitarie prese di posizione di Luigi Sturzo<sup>308</sup> e di Giuseppe Pella<sup>309</sup>, nessuno mise in discussione né la

---

<sup>305</sup> *Ivi*, pp. 25-31.

<sup>306</sup> APS, *IV legislatura – Resoconti delle discussioni 1963-67 – Volume tredicesimo*, seduta del 15 marzo 1967, p. 31550.

<sup>307</sup> APC, *IV Legislatura – Discussioni*, seduta del 14 aprile 1967, p. 33561.

<sup>308</sup> Sturzo L., *Fiscalismo, statalismo, pauperismo*, in "Il Giornale d'Italia", 9 aprile 1959.

ritenuta d'acconto, né la denuncia allo Schedario. Non si trattava solo di una pregiudiziale “ideologica”, più in generale la borsa, l'investimento azionario e la partecipazione dei piccoli risparmiatori non erano questioni particolarmente sentite. Anche in questo caso si può citare il solo caso di Pella e della sua partecipazione a due convegni sull'azionariato popolare tenutisi uno Pavia nel novembre del 1961 e l'altro a Ferrara nel dicembre del 1962<sup>310</sup>. Del resto nel partito convivevano posizioni diverse in merito al ruolo del mercato e dell'intervento pubblico, come esemplificato dalla *grande polemica* che nel 1954 vide contrapposti Sturzo e Giorgio La Pira<sup>311</sup>. Il passaggio da De Gasperi a Fanfani segnò anche l'inizio di un maggiore “interventismo” da parte dello stato nelle vicende economiche, come evidenziato dalla nazionalizzazione dell'energia elettrica. In questo clima, in cui i *signori del vapore* venivano scalzati dalla nuova *borghesia di stato*<sup>312</sup>, perdeva rilevanza il ruolo che il mercato finanziario poteva svolgere nel processo di accumulazione.

L'acredine con la quale i socialisti denunciarono un presunto attacco da parte delle “destre economiche” ai danni del Governo, attuato attraverso una speculazione ribassistica in grado di far precipitare i corsi azionari non va considerata, per quanto ingenua possa sembrare, come un espediente retorico di polemica politica o di propaganda. Anche nello studio che Nerio Nesi, all'epoca vicepresidente della Cassa di risparmio di Torino, realizzò per il Comitato del credito del Partito Socialista Unificato, di cui era membro, dal titolo *Alcune osservazioni sulla Borsa in Italia*, emerse una netta diffidenza verso i mercati finanziari. Secondo Nesi la borsa di Milano si era schierata contro il centro-sinistra come quella di Wall Street si era schierata contro Kennedy. Ma ciò che più importa è che la borsa non era ritenuta un'istituzione indispensabile per il sistema economico al pari della banca. Obiettivo dello studio era dimostrare che la borsa era stata sopravvalutata quale mezzo per il reperimento dei mezzi necessari agli investimenti produttivi. Le borse italiana, francese e americana avrebbero fornito nel

---

<sup>309</sup> Pella G., *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.

<sup>310</sup> *Idem* e *Opinioni sulla diffusione dell'azionariato*, in “Bancaria”, n. 3, 1963, p. 309.

<sup>311</sup> Antiseri D. (a c. di), *Cattolici e mercato. La grande polemica*, Ideazione, Roma 1996.

<sup>312</sup> Scalfari E. e Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di stato*, Feltrinelli, Milano 1974.

1962, quando le quotazioni erano ai massimi, una quota irrilevante del finanziamento per gli investimenti in nuovi impianti, pertanto il calo delle emissioni di azioni e delle quotazioni nel periodo 1962-67 non erano per nulla rappresentative dell'economia reale, tuttavia l'importanza attribuita alle borse forniva loro un potere ricattatorio nei confronti della politica. Nesi giustificava la preminenza del sistema bancario col collocamento presso di esso di buona parte dei titoli a reddito fisso. Il mercato obbligazionario, dove il sistema bancario era presente, era di dimensioni più ampie di quello azionario, dove le banche non esercitavano la stessa funzione. Da tale constatazione Nesi traeva la conclusione che i circuiti alimentati dal pubblico non erano in grado di generare livelli dimensionali sufficienti. La colpa della sottocapitalizzazione delle imprese era attribuita alla classe imprenditoriale, "impacciata e lenta a muoversi nel campo finanziario, scarsamente dotata di spirito capitalistico" e "poco amante del rischio"<sup>313</sup>.

Il mercato borsistico non era in grado di contribuire in maniera rilevante agli aumenti di capitale di cui il sistema imprenditoriale avrebbe necessitato e l'unica funzione cui assolveva era, secondo Nesi, quella speculativa. La funzione di reperimento dei capitali necessari alle imprese era l'unica ammissibile, essendo l'unica di pubblica utilità, ma doveva essere "strumentale", seguire le indicazioni della programmazione ed essere "secondaria", cioè adattabile agli obiettivi che il governo intendeva raggiungere. L'attività speculativa era invece inutile e come tale andava combattuta attraverso controlli severi<sup>314</sup>. Al fine di contenere la volatilità dei titoli, dare maggiore stabilità al mercato e allargarne le dimensioni si potevano introdurre i fondi d'investimento, ma solo dopo l'istituzione di un organismo pubblico di controllo che nel contempo tutelasse i risparmiatori e garantisse il perseguimento degli obiettivi della programmazione. La mancanza di trasparenza e la carenza delle informazioni che, secondo Nesi, sottraevano ai risparmiatori il controllo sulle società erano la causa della diffidenza e della lontananza del pubblico dalla borsa, ma erano pure l'effetto della "diffidenza storica delle nostre imprese verso il pubblico" e delle scalate che avvenivano a danno dei

---

<sup>313</sup> Nesi N., *Alcune osservazioni sulla Borsa in Italia*, in "Mondo Economico" n. 1, 1968, p. 39-47.

<sup>314</sup> *Idem*.

risparmiatori e in favore dei gruppi di controllo. La proposta avanzata per riavvicinare il risparmio al mercato azionario era l'organismo pubblico di controllo previsto dal progetto di riforma delle società per azioni elaborato nel 1966<sup>315</sup>.

Come abbiamo visto i socialisti chiesero che alla cedolare seguisse l'approvazione di una riforma del diritto societario che istituisse un organismo di controllo e di vigilanza che tutelasse i singoli azionisti, ma sottoponesse anche l'investimento privato alle direttive della programmazione. Nel corso degli anni, dal 1956 sino al 1974 quando fu approvata la legge che istituì la Consob (Legge 7 giugno 1974, n. 216), diversi progetti di riforma tributaria si susseguirono senza successo<sup>316</sup>. La stessa istituzione della Consob fu una conquista parziale rispetto agli obiettivi di riforma perseguiti. La questione fu segnata da molte divergenze e incertezze rispetto all'organismo di vigilanza e controllo, alla natura delle azioni al portatore, alla corporate governance. Alla base di queste incertezze vi era, come sostenuto da Piergaetano Marchetti l'estraneità del ruolo del mercato finanziario rispetto al modello politico dell'epoca<sup>317</sup>.

Vi era sicuramente la necessità di offrire agli azionisti e ai risparmiatori un maggiore grado di informazione e di trasparenza. L'attendibilità dei bilanci era un problema discusso, rispetto al quale c'era un certo consenso sulla impossibilità di trarre informazioni corrette dai dati pubblicati<sup>318</sup>. Secondo Zanetti e Filippi<sup>319</sup> le norme, che

---

<sup>315</sup> Nesi N., *Informazioni, controllo delle imprese e tutela del risparmio*, in "Mondo Economico", Supplemento, n. 46, 1968, pp. XXXV-XXXIV.

<sup>316</sup> Una prima proposta di legge fu presentata dall'onorevole Villabruna, repubblicano, nel 1956, che, non essendo stato riletto fu ripresentata nella legislatura seguente da La Malfa e Lombardi (n. 247, 12 settembre 1958). Un altro disegno di legge fu presentato nella precedente legislatura dal senatore Trabucchi e da lui stesso ripresentato nel 1958 (Disegno di legge n. 96, 21 agosto 1958). In esame al Parlamento vi era un terzo disegno di legge presentato dai deputati liberali 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, istituita dal governo nel 1964 e presieduta da Alfredo De Gregorio, presentò uno schema di disegno di legge nel 1965. Lo stesso anno 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.

<sup>317</sup> Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in Barca F. (a c. di) *Storia del capitalismo italiano*, pp. 487-488.

<sup>318</sup> Cfr: Hicks J. R., *Introduzione all'economia*, Einaudi, Torino 1955, p. 9; Chinale A., *Ragioneria generale*, Levrotto e Bella, Torino 1961, p. 70; Argenziano R., *Il finanziamento delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano 1956, p. 22; Ferrero G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano 1963, p. 77.



peraltro non prevedevano una esposizione sufficientemente analitica dei dati, erano sistematicamente violate. Federico Maria Paces, nello studio realizzato per la Commissione parlamentare d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico nel 1965, riteneva gli errori e le omissioni, che viziavano i bilanci, nascosti in poche voci del bilancio ben individuabili. La formazione di riserve occulte avveniva attraverso una sottovalutazione dei cespiti dell'attivo. La prassi più utilizzata per raggiungere tale risultato era quella di inserire costi ad utilità pluriennale, come quelli per i beni durevoli, a carico dei costi d'esercizio. In tal modo una parte dell'utile era occultata, non tanto per ragioni fiscali, quanto per assicurare all'impresa l'autofinanziamento necessario senza passare al vaglio degli azionisti<sup>320</sup>. Pietro Onida riteneva invece che i problemi posti dalle politiche di bilancio, pur impedendo una lettura corretta del singolo esercizio, fossero superabili qualora si prendesse in considerazione un arco temporale sufficientemente esteso<sup>321</sup>.

Altra questione sul tappeto era quella della disciplina antitrust, portata avanti dai gruppi che Fabrizio Barca ha definito liberal-socialista (Tullio Ascarelli, Eugenio Scalfari, Ernesto Rossi) e "nittiani" (Ugo La Malfa, Bruno Visentini), e che si riunirono negli anni '50 nei convegni degli Amici del Mondo. Come evidenziato da Marchetti la contraddizione tra le proposte di nazionalizzazione dei settori monopolistici e quelle relative alla legislazione antitrust e alla corporate governance sollevarono da un lato l'ostilità del capitalismo privato, preoccupato di preservare la propria autonomia e dall'altro il disinteresse della politica appagata dall'ampliamento dell'area pubblica<sup>322</sup>. Aggiungerei pure che il dibattito fu animato da una preoccupazione antimonopolistica, di cui forti echi si ebbero in Parlamento anche in sede di discussione della cedolare, più consona a un'economia chiusa che a un'economia aperta. La polemica appare eccessiva qualora si tenga conto delle dimensioni delle imprese italiane in confronto a quelle

---

<sup>319</sup> Zanetti G. e Filippi E., *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, Lied, Torino 1967.

<sup>320</sup> Paces F. M., *Il finanziamento delle società*, in APC, *Doc. XVII. Atti della Commissione parlamentare d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico. Vol. VI. Studi e monografie*, pp. 85-148.

<sup>321</sup> Onida P., *Il bilancio delle imprese*, Giuffrè, Milano 1945, p. 129.

<sup>322</sup> Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*.

estere. Del resto negli Stati Uniti, patria della legislazione antitrust, negli anni '50 ci fu chi mise in luce i vantaggi del *big business*<sup>323</sup>.

Una prima proposta di riforma del diritto societario fu presentata dall'onorevole Villabruna, repubblicano, nel 1956 e fu poi ripresentata da Ugo La Malfa e Riccardo Lombardi (n. 247, 12 settembre 1958) nella legislatura successiva. Tale proposta di legge intendeva difendere i piccoli azionisti contro il controllo esercitato da minoranze, attraverso una maggiore trasparenza e pubblicità dei bilanci, la costituzione di un sindacato dei piccoli azionisti, la restrizione delle norme sulle deleghe di voto e sulle piramidi societarie. La relazione che la commissione di studio presieduta da Santoro Passatelli, istituita dal Ministero per l'industria e il commercio, presentò nel 1961 andava in tutt'altra direzione. Essa partiva dalla presunzione che l'estraneità del piccolo azionista rispetto alla gestione dell'impresa fosse un fatto acquisito e irreversibile, pertanto proponeva l'istituzione di una nuova tipologia di azioni, privilegiate nel dividendo ma prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie. Altra questione era quella dell'organismo di controllo che secondo la commissione doveva essere istituito presso la Banca d'Italia e doveva nominare il revisore dei conti di ciascuna società, scelta peraltro contestata da alcuni membri della commissione, che la consideravano sovversiva dell'istituto giuridico della società per azioni e intravedevano un pericolo di burocratizzazione. La stessa garanzia di un dividendo minimo per le azioni di risparmio era giudicata lesiva dell'autonomia dell'assemblea degli azionisti<sup>324</sup>.

Relativamente ai poteri di controllo sulle società la commissione di studio presieduta da Alfredo De Gregorio, istituita dal governo nel 1964, presentò una proposta ancor più lesiva dell'autonomia delle società. Il controllo sulle società quotate era affidato alla Banca d'Italia, secondo le direttive stabilite dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. L'attribuzione dei compiti di vigilanza alla banca centrale tradiva una radicata visione bancocentrica del risparmio, non troppo dissimile da quella di Nesi. La banca centrale, secondo il progetto di riforma, avrebbe potuto nominare il presidente del collegio dei sindaci delle società quotate, avrebbe avuto la facoltà di fare

---

<sup>323</sup> David Eli Lilienthal, *Big Business*, Harper and Brothers, New York 1953.

<sup>324</sup> *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma delle società per azioni*, in "Rivista delle Società", 1964, pp. 431 e ss.

osservazioni e rilievi sulla gestione, sui bilanci e sugli argomenti all'ordine del giorno, impugnare le delibere assembleari, intervenire al fine di garantire agli azionisti la distribuzione del dividendo, qualora avesse giudicato eccessivi i fondi per gli accantonamenti, gli ammortamenti o le svalutazioni<sup>325</sup>. Anche in seno a questa commissione emersero divergenze. Una relazione di minoranza contestava l'affidamento della vigilanza alla Banca d'Italia e chiedeva invece l'istituzione di un organismo apposito nominato dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio<sup>326</sup>. Un'altra relazione di minoranza intravedeva pericoli di eccessiva invadenza dello stato nell'economia poiché i poteri attribuiti alla banca centrale le avrebbero consentito sulle principali decisioni<sup>327</sup>.

Anche lo schema di disegno di legge della commissione De Gregorio accettava l'estraneità dei piccoli azionisti alla gestione dell'impresa e proponeva l'istituzione di azioni di risparmio, alle quali sarebbe stata praticata una cedolare "secca" del 15%. Anche in questo caso due relazioni di minoranza contestarono questa misura, ritenendola una troppo timida al fine di rilanciare il mercato azionario, l'altra una possibilità concessa ai redditi alti di eludere la progressività dell'imposta complementare e un danno per i redditi modesti<sup>328</sup>.

Un'analisi del ruolo che i mercati finanziari potevano avere nel processo di accumulazione era assente pure nella *Nota aggiuntiva* di La Malfa, il più celebre documento in tema di programmazione economica<sup>329</sup>. Se da un lato La Malfa riconosceva che la programmazione doveva riguardare anche gli investimenti privati, dall'altro si limitava a dire che la programmazione stessa era lo strumento più efficace per ridurre la sottovalutazione dei privati della convenienza a investire<sup>330</sup>.

---

<sup>325</sup> *Schema di disegno di legge concernente la riforma delle società commerciali*, in "Rivista delle Società", 1966, pp. 93 e ss.

<sup>326</sup> *Ivi*, pp. 397 e ss.

<sup>327</sup> *Ivi*, pp. 407-408.

<sup>328</sup> *Ivi*, p. 401 e 410.

<sup>329</sup> Cfr. Vicarelli F., *Note in tema di accumulazione di capitale*, p. 59 e Balducci R, Marconi M, *L'accumulazione di capitale nella visione del governo, della Banca d'Italia e della Confederazione generale dell'industria*, pp. 81-83, in Lunghini (a c. di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia (1945-1978)*, Torino 1981.

<sup>330</sup> Ministero del Bilancio, *Problemi e prospettive dello sviluppo economico italiano*, 1962.

Nemmeno all'interno di Confindustria ebbe grande rilievo il tema del mercato finanziario e del finanziamento esterno. Nei primi anni '60 l'associazione fu agitata dal timore che la politica di piano minacciasse la libertà imprenditoriale, a vantaggio di una classe di pianificatori nazionali o locali altamente politicizzata<sup>331</sup>. Tale paura generò aspettative negative<sup>332</sup>. Il presidente Furio Cicogna denunciò il tentativo da parte del potere politico di salvare un "difficile equilibrio" diventando "sopraffattore dei privati", consentendo il dilagare dell'attività pubblica nei campi propri dell'iniziativa privata, con l'intento di ampliare l'area del "sottogoverno". Cicogna definì immorali la programmazione vincolante e le nazionalizzazioni effettuate per limitare l'attività privata, per ragioni di partito, o per dare collocamento agli attivisti<sup>333</sup>. L'obiettivo dell'"allargamento della base democratica" era considerato non consono a una democrazia di tipo occidentale poiché era troppo grande il pericolo che le tendenze collettivistiche potessero influenzare anche i partiti che non potevano accettarle. Il prezzo pagato per l'allargamento della maggioranza ai socialisti fu giudicato troppo alto. Solo l'ideologia giustificava la nazionalizzazione dell'energia, utilizzata per piazzare nel nuovo ente gente di partito. Inoltre le assicurazioni che non vi sarebbero state altre nazionalizzazioni non tranquillizzarono gli industriali, che anzi si sentivano sempre più preoccupati dalle dichiarazioni di senso opposto che provenivano dai socialisti. La nazionalizzazione dell'energia era ritenuta causa dello sconvolgimento che aveva interessato i mercati finanziari, per gli effetti che aveva avuto sui risparmiatori, i quali, secondo Cicogna avevano ragione di rimanere guardinghi<sup>334</sup>.

Di fronte allo "sciopero del capitale", Confindustria sostenne la necessità di offrire agli investitori remunerazioni adeguate e la conservazione del capitale investito. Questo si traduceva nel caso del comparto a reddito fisso nella lotta all'inflazione e nel caso del comparto azionario in un trattamento tributario meno svantaggioso rispetto alle altre tipologie di investimento, ma anche in una politica meno ossessivamente contraria agli

---

<sup>331</sup> Confindustria, *Annuario 1963*, pp. 332.

<sup>332</sup> *Ivi*, p. 325.

<sup>333</sup> Confindustria, *Annuario 1962*, pp. 316-317.

<sup>334</sup> Confindustria, *Annuario 1963*, pp. 324-325.

interessi degli azionisti. Mentre la demagogia attaccava la grande impresa – era l'accusa di Cicogna – i competitori internazionali si rafforzavano<sup>335</sup>.

### 5.2.3 La cedolare vaticana

A tenere banco in parlamento non fu tanto il ritorno alla cedolare d'acconto, quanto la cosiddetta "cedolare vaticana". Dalla legge del 1962 al decreto-legge del 1967 si allargarono progressivamente le aree di esenzione dalla ritenuta e dalle comunicazioni. Come ho già detto il decreto prevedeva l'esenzione per le società cooperative e per le banche popolari, qualunque fosse il capitale, e infine per le fondazioni e gli enti di beneficenza, assistenza, istruzione e ricerca. Proprio sull'articolo 6, quello che esonerava gli enti di beneficenza furono sollevate obiezioni da parte dell'opposizione di sinistra. La questione non verteva tanto intorno a questi enti, quanto piuttosto agli enti religiosi e di culto. Infatti la lettera *h* dell'articolo 29 del Concordato equiparava gli enti religiosi e di culto a quelli di beneficenza e assistenza. A ciò si aggiungeva la nota dell'11 ottobre 1963 con la quale l'ambasciatore presso la Santa Sede accettò la proposta della Santa Sede di essere esonerata dall'imposta. A tale proposito era stato presentato un disegno di legge, il n. 1773 del 26 ottobre 1964, sul quale però il Parlamento non si era ancora espresso.

A tale proposito nelle maggioranze non mancò l'appoggio al provvedimento del governo, neanche da parte di socialisti e socialdemocratici, che, anche per il particolare clima che si era venuto a creare in seguito all'enciclica *Populorum Progressio*, ritennero infondate le preoccupazioni in merito all'esenzione del Vaticano. Proprio il nuovo clima e l'esaltazione del ruolo e della missione spirituale della Chiesa faceva ritenere inopportuna una divisione fra guelfi e ghibellini<sup>336</sup>. A tale proposito il senatore Maier spiegò che in ogni caso questi enti erano sottoposti al controllo della Prefettura<sup>337</sup>.

Il ministro delle finanze Preti assicurò i senatori che i dividendi riscossi dalla Santa Sede erano di modesta entità. Nel 1965 furono pari a 3 miliardi e 262 milioni, pertanto

---

<sup>335</sup> Confindustria, *Annuario 1964*, pp. 335-336.

<sup>336</sup> APC, *IV Legislatura – Discussioni*, 14 aprile 1967, pp. 33562 e 33689.

<sup>337</sup> APS, *IV Legislatura – Resoconti delle discussioni 1963-67 – Volume tredicesimo*, 15 marzo 1967, p. 31548.

l'eventuale ritenuta del 30% sarebbe stata di poco superiore a un miliardo<sup>338</sup>. Secondo Preti la questione dell'esenzione degli enti di culto non era nemmeno da porsi in quanto derivante da una norma costituzionale, più precisamente dall'articolo 7 che riconosceva i Patti Lateranensi<sup>339</sup>.

Il mutato clima condusse anche all'apertura dei socialisti all'approvazione del disegno di legge concernente la piena esecuzione dello scambio di note del 1963 che sospese l'applicazione dell'imposta alla Santa Sede<sup>340</sup>. Tale apertura fu senz'altro molto significativa se si pensa che i socialisti bloccarono in Parlamento il disegno di legge per molto tempo. Come già detto, con lo scambio di note dell'11 ottobre 1963, intervenuto tra l'ambasciatore italiano presso la Santa Sede Bartolomeo Migone e il segretario di stato della Santa Sede Amleto Cicognani, il governo italiano accettò la proposta della Santa Sede di essere esentata dall'applicazione della legge 29 dicembre 1962 n. 1745. Nello scambio di note si faceva espresso riferimento alle disposizioni previste dalla legge 2 ottobre 1942 n. 1252, recante agevolazioni tributarie a favore della Santa Sede. Lo stesso richiamo fu fatto nella relazione al disegno di legge n. 1773, presentato dal ministro degli esteri Saragat e dal ministro delle finanze Tremelloni il 26 ottobre 1964 alla Camera, avente come oggetto l'approvazione e l'esecuzione dello scambio di note. In considerazione della legge del 1942 e dello "spirito concordatario" il governo riteneva di dover concedere alla Santa Sede il trattamento agevolato richiesto<sup>341</sup>.

La maggioranza parlamentare in Commissione affari esteri – emigrazione si divise e, mentre la democrazia cristiana si ritrovò ad approvar una relazione di minoranza, il partito socialista approvò una relazione di maggioranza. La relazione di minoranza confermò le motivazioni del governo e in particolare fece riferimento al concordato. Fra le varie clausole contenute nei Patti Lateranensi, vi sono erano fiscali che riguardano beni immobili (articoli 13, 14, 15 e 16 del Trattato), altre che concernono redditi mobiliari (articolo 17 Trattato), altre norme che riguardano gli uni e gli altri (articolo 29, lettera h) del Concordato). Tutte queste clausole erano dirette anche al fine di ridurre gli

---

<sup>338</sup> *Ivi*, p. 31588.

<sup>339</sup> *Ivi*, pp. 31588-31589.

<sup>340</sup> APC, *IV Legislatura – Discussioni*, 14 aprile 1967, p. 33689.

<sup>341</sup> APC, *IV Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 1773.

oneri fiscali sulle rendite della Santa Sede e sulle somme provenienti dalla Santa Sede e corrisposte ai funzionari ed impiegati della Santa Sede stessa e dello Stato della Città del Vaticano, in considerazione della particolare limitazione del territorio dello Stato<sup>342</sup>.

La relazione di maggioranza si richiamava invece ai principi della eguaglianza di trattamento di tutte le persone fisiche e giuridiche e della reciprocità di trattamento quale giustificazione alle eccezioni all'obbligo contributivo previste negli accordi tra stati sovrani. Nel caso specifico non poteva essere invocato né il trattato lateranense, che non prevedeva espressamente l'esenzione delle azioni possedute dalla Santa Sede, né il concordato, ove stabiliva l'equiparazione degli enti di culto o di religione agli enti di beneficenza prevista dall'articolo 29. Secondo la relazione le disposizioni contenute nel concordato erano troppo generiche e non consentivano di stabilire in quali casi il reddito comunque prodotto, dovesse essere esonerato dal pagamento delle relative imposte. Il "fine di culto o di religione", non poteva "essere automaticamente e meccanicamente desunto soltanto dalla personalità del produttore del reddito, ma anche dall'ampiezza del reddito, e soprattutto, dalla sua destinazione". La relazione contestava anche il precedente della legge del 2 ottobre 1942 che esonerava la Santa Sede dall'imposta cedolare prevista dal decreto-legge 7 settembre 1935, n. 1727, in quanto fino a tale data la ritenuta prevista era stata applicata regolarmente. Ma al di là delle questioni giuridiche, quello di cui la commissione si diceva più preoccupata era la possibilità delle evasioni fiscali. In sede di commissione l'onorevole Cantalupo e l'onorevole Lombardi osservarono che, così, non solo sarebbe stata estesa l'area delle evasioni fiscali ma si rischierebbe anche di attrarre entro l'area esentata più cospicui capitali a si sarebbe andati in senso contrario alla riforma tributaria da tutti auspicata. Si temeva la possibilità di mascherare, sotto falsa etichetta dal fine di culto o di religione, cospicui redditi azionari. Lombardi affermò che una indiscriminata esenzione concessa a tutte le azioni di proprietà della Santa Sede avrebbe creato un canale, attraverso il quale si sarebbe rischiato di vanificare gli scopi della legge 29 dicembre 1962, n. 1745. L'entità del patrimonio azionario della Santa Sede a tale proposito non aveva valore"<sup>343</sup>.

---

<sup>342</sup> *Ivi*, n. 1773-A-bis., pp. 2-3.

<sup>343</sup> *Ivi*, n. 1773-A, p. 1-4.

#### *5.2.4 Conclusioni*

Qualunque siano state le ragioni che hanno spinto i socialisti a impedire la ratifica dello scambio di note, ma allo stesso tempo di tollerare la conseguente sospensione degli obblighi tributari dal 1963 al 1968 e di approvare l'esenzione per gli enti di beneficenza, nella consapevolezza che tale agevolazione sarebbe stata estesa anche agli enti di culto, quello che importa sottolineare è l'aumento dell'ampiezza dell'area delle esenzioni e delle deroghe che dal 1962 in poi ha riguardato la ritenuta d'acconto sugli utili delle società.

Alla fine, dopo circa quattro anni e mezzo di dibattito intorno alla cedolare, ne risultarono esenti le società cooperative, le banche popolari, gli enti di beneficenza, assistenza, istruzione, nonché quelli di culti in quanto equiparati. Anche le regioni a statuto speciale, nonostante rispetto alla prima versione, che prevedeva un'imposta dell'8%, la ritenuta fosse stata elevata al 30%, potevano dirsi soddisfatte per aver mantenuto il regime della portabilità dei titoli e quindi la deroga al principio della nominatività. Come per i possessori di titoli al portatore pure le persone fisiche residenti all'estero e le società senza una sede in Italia potevano ricorrere alla ritenuta a titolo d'imposta del 30%. Non era certo un'aliquota bassa, ma consentiva di sottrarsi al principio della nominatività ed era anzi vantaggiosa per tutti coloro che avevano un imponibile ai fini dell'imposta complementare soggetto ad aliquote più alte. Chi ne aveva i mezzi poteva dunque percepire i dividendi dall'estero, direttamente o tramite una società, ed evitare sia l'imposta complementare, sia le comunicazioni allo schedario dei titoli.

L'obiettivo della progressività, in base al quale era necessario sottoporre tutti i redditi di una persona all'imposta complementare progressiva sul reddito delle persone fisiche, fu palesemente contraddetto sin dall'inizio in quanto la nominatività valeva solo per i titoli azionari. Tutti i redditi derivanti dalle altre tipologie di titoli, la grande maggioranza, non sarebbero comunque rientrati a far parte dell'imponibile ai fini dell'imposta complementare. Se poi l'obiettivo era più limitato, ed era di colpire la



sistematica evasione e i redditi dei “grandi” azionisti, la possibilità di esportare i capitali e farli rientrare “esterovestiti” ha impedito il raggiungimento di tale scopo.

Al di fuori della ritenuta a titolo d’imposta, delle deroghe e delle esenzioni concesse a coloro che più erano cari alla classe politica, rimaneva proprio la platea degli azionisti risparmiatori. L’unico risultato di rilievo della cedolare pare dunque essere stato proprio quello di allontanare il risparmio popolare dal mercato azionario e dalla borsa.

## 6. La seconda fase del centro-sinistra (1968-1972)

### 6.1 I vantaggi per gli investimenti

*L'iter della legge 25 ottobre 1968 n. 1089*

Nel 1968 la questione della cedolare era ormai uscita di scena, tuttavia il problema dello “sciopero del capitale” non sembrava essere venuto meno. Sotto il profilo degli investimenti la congiuntura si presentava simile a quella del 1963-64, questa volta però la bilancia commerciale era fortemente in attivo già da alcuni anni. L'impatto sulla bilancia dei pagamenti era tuttavia controbilanciato dal persistente flusso di capitali verso l'estero. Lo stesso attivo della bilancia commerciale fu interpretato come conseguenza di un rallentamento della domanda legata ad investimenti, vale a dire di una minore importazione di beni strumentali e materie prime. Il risparmio nazionale non era trasformato completamente in investimenti all'interno del paese, bensì trovava sbocco all'estero. Questa situazione, con gli inevitabili riflessi sulla crescita e sull'occupazione, non poteva non preoccupare il governo che all'uopo intervenne con un decreto dichiaratamente anticongiunturale. Il governo in carica all'epoca era guidato da Leone, ma si trattava di un governo “balneare”, un governo monocoloro di transizione in attesa di un nuovo “centro-sinistra”. L'iniziativa governativa era viziata in partenza dalla mancanza di una maggioranza precostituita.

Nella relazione governativa al disegno di legge di conversione del decreto-legge 30 agosto 1968 n. 918<sup>344</sup>, si faceva riferimento alle difficoltà congiunturali e di ordine monetario. Di fronte a dati statistici che mostravano una domanda interna inferiore alle attese, con un aumento delle esportazioni nel primo semestre del '68 del 12,8% su base annua, a fronte di un incremento delle importazioni di appena il 2,3%, il governo ritenne di intervenire con un provvedimento anticongiunturale in grado di avere affetti già

---

<sup>344</sup> G.U. n. 220 del 30 agosto 1968.

nell'ultima parte dell'anno<sup>345</sup>. Il provvedimento era composto di tre titoli: il primo dava luogo a maggiori stanziamenti in favore del credito agevolato; il secondo introduceva agevolazioni fiscali verso i nuovi investimenti; il terzo riduceva il costo degli oneri sociali nel Mezzogiorno.

Se da un lato si dichiarava di voler sostenere la domanda in senso generico, dall'altro il provvedimento puntava a sostenere esclusivamente la domanda per investimenti. Si trattava in sostanza di un provvedimento che agiva sul lato dell'offerta più che su quello della domanda a dimostrazione di una precisa presa di coscienza da parte del governo della carenza di investimenti.

Di questo pacchetto la parte più interessante era senz'altro il Titolo II. L'art. 8 consentiva di detrarre per tre anni dal reddito imponibile ai fini della imposta di R.M. cat. B e dell'imposta sulle società, il 50% dell'eccedenza degli investimenti in nuovi impianti, trasformazioni, ricostruzioni e ammodernamenti, effettuati in ciascun anno, rispetto alla media dei cinque anni precedenti l'entrata in vigore del decreto.

L'art. 14, prevedeva che gli aumenti di capitale non gratuiti deliberati entro quattro anni dall'entrata in vigore del decreto non concorressero, per l'esercizio in cui l'aumento di capitale avesse avuto luogo e nei successivi dieci esercizi, a formare il patrimonio imponibile ai fini dell'imposta sulle società, fermo restando che anche sul loro ammontare si sarebbe calcolato il sei per cento del reddito non soggetto alla medesima imposta.

Due erano dunque gli obiettivi del provvedimento: da un lato favorire nuovi investimenti industriali, aumentando la produzione e l'impiego di manodopera; dall'altro spingere le società a realizzare i nuovi investimenti mediante l'utilizzo del capitale di rischio, limitando il ricorso al credito<sup>346</sup>.

Il testo del decreto fu approvato senza significativi emendamenti dalla Commissione Finanze e Tesoro della Camera, che nella relazione ribadiva quanto già sostenuto dal governo: il perdurante avanzo della bilancia dei pagamenti e il rallentamento delle importazioni erano conseguenza della dinamica degli investimenti. La produzione

---

<sup>345</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 368, pp. 1-2.

<sup>346</sup> *Ivi*, pp. 3-4.

industriale dava segnali di rallentamento visto il tasso di crescita dei primi sette mesi del 1968 al 5%, sensibilmente inferiore a quello del 10,7 del 1966 e a quello del 10,4 del 1967. Tutto questo faceva supporre come non raggiungibile il tasso di sviluppo del reddito nazionale del 5% ipotizzato nella “programmazione”. La stessa crescita della esportazioni si supponeva fosse avvenuta sulla base di un peggioramento del rapporto costi-ricavi, a causa delle difficoltà che i turbamenti del mercato monetario avevano comportato per i mercati di sbocco<sup>347</sup>.

Anche la Commissione riconosceva l’opportunità dell’art. 14 per i suoi possibili effetti sulle fonti di finanziamento esterno delle imprese in favore delle emissioni azionarie. “Negli ambienti più qualificati – si legge nella relazione – si era ripetutamente rilevata, infatti, la crescente tendenza da parte delle società a reperire i capitali necessari attraverso l’indebitamento susseguente all’emissione di obbligazioni o all’accensione di mutui, anziché mediante aumenti di capitale, e ciò a causa soprattutto del diverso regime fiscale delle obbligazioni e delle azioni e della nominatività di queste ultime. Tale squilibrio determina – come è noto – una crescente rigidità finanziaria dei bilanci delle imprese in relazione all’onere rappresentato dagli interessi passivi”<sup>348</sup>. La relazione faceva esplicito riferimento al governatore Carli<sup>349</sup> e al presidente della Comit Mattioli<sup>350</sup>, quali autorevoli voci di denuncia delle difficoltà del mercato azionario e dell’inadeguatezza della regolamentazione del settore, in particolare della nominatività obbligatoria. A tale proposito la Commissione esprimeva qualche perplessità “sulla possibilità immediata della confluenza del risparmio verso il mercato azionario, nella misura richiesta dalle necessità di sviluppo dell’industria, stante la differenza di trattamento fiscale tra i percettori di reddito proveniente da titoli obbligazionari e da titoli azionari”<sup>351</sup>. Al contempo questo secondo Titolo era considerato quello più incisivo

---

<sup>347</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n.368-A, pp. 1-2

<sup>348</sup> *Ivi*, pp. 4-5.

<sup>349</sup> Carli G., *Considerazioni finali svolte nell’Assemblea generale del 31 maggio 1968*.

<sup>350</sup> Mattioli R., *Relazione all’Assemblea della COMIT del 7 aprile 1967*.

<sup>351</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 368-A, p. 6.

ed efficace sia nei confronti delle difficoltà congiunturali, sia in relazione all'esportazione di capitali<sup>352</sup>.

Il dibattito in aula vide invece una maggiore diversità di posizioni.

Per il Partito Repubblicano divenne occasione per mettere in discussione le modalità con le quali la programmazione era svolta. L'attenzione era posta sulla spesa pubblica giudicata troppo carente nei settori dell'edilizia scolastica e ospedaliera e per il riordino idrogeologico. In particolare si lamentavano i ritardi coi quali gli investimenti deliberati erano effettivamente attuati. Non erano in discussione i documenti della programmazione, nella quale si continuava ad avere piena fiducia, quanto piuttosto gli strumenti. La programmazione rischiava dunque di fermarsi ad una semplice dichiarazione di intenti se non ci si dotava degli strumenti per attuarla. Se da un lato si riteneva prioritaria la spesa pubblica rispetto agli incentivi fiscali, dall'altro anche sul piano fiscale si chiedeva una maggiore attenzione per il Mezzogiorno, ovvero un'estensione dei benefici già esistenti e l'inclusione delle aziende con meno di 35 dipendenti tra quelle che avrebbero goduto dei benefici della fiscalizzazione degli oneri sociali prevista dal decreto<sup>353</sup>.

Benché escluso dalla maggioranza che si stava cercando di costruire, il Partito Liberale era invece favorevole al provvedimento, anzi avrebbe preferito che oggetto della defiscalizzazione fosse tutta l'eccedenza degli investimenti rispetto al quinquennio precedente. Tuttavia il vero ostacolo da superare, secondo i liberali, al fine di far affluire più risparmio verso gli investimenti azionari, era l'imposta cedolare<sup>354</sup>.

La stessa Democrazia Cristiana era divisa al suo interno. La sinistra del partito era infatti contraria, in particolare all'articolo 14. A farsi portavoce di questi malumori furono soprattutto Donat-Cattin e Vittorino Colombo. Il calo degli investimenti, scesi in

---

<sup>352</sup> "Ed è qui che è da attendersi il contributo più forte ed incisivo al superamento delle attuali difficoltà congiunturali, oltretutto un'inversione di tendenza del fenomeno, ormai di tutta evidenza, che porta i risparmiatori italiani alla ricerca di investimenti fuori del nostro Paese con conseguente esodo di capitali; esodo legato, fortunatamente, non a sintomi di sfiducia, quanto, invece a motivi di maggiore convenienza o redditività, spesso del tutto illusori, ma pur sempre preferibili ed accettabili in quanto la normativa del settore, altrove vigente, è quasi sempre più liberale della nostra" (*Idem*).

<sup>353</sup> APC, *V Legislatura - Discussioni*, pp. 1759-1764.

<sup>354</sup> *Ivi*, pp. 1767-1768 e 1879.

rapporto al reddito nazionale (dal 25 al 21%) a un livello di molto inferiore alle previsioni del piano di programmazione, soprattutto nel settore industriale, e il costante deflusso di capitali verso l'estero, erano per Donat-Cattin la dimostrazione della crisi nella quale era caduta la politica di piano. Al pari dei repubblicani riteneva che non si fosse fatto abbastanza in questo senso e che l'intervento dello stato fosse troppo limitato. Accusò il governo di aver ceduto con troppa facilità e indifferenza alle richieste imprenditoriali, come se di fronte a tali richieste l'unica scelta di politica economica fosse stata quella di concedere o meno agevolazioni, indipendentemente dagli effetti che le politiche di investimento potevano avere sull'economia. L'indifferenza del governo si manifestava anche sul piano della politica dei redditi, che, "trovando contrasto nelle organizzazioni dei lavoratori", finì con lo "sfociare in una riduzione non solo tecnologica delle possibilità di occupazione esistenti"<sup>355</sup>.

La questione di fondo era la selezione degli investimenti. Donat-Cattin evidenziava come lo sviluppo industriale italiano avesse interessato soprattutto l'industria di base e di beni di consumo, mentre scarso era stata l'espansione della produzione di beni strumentali. Non si erano invece per niente o poco sviluppati i settori tecnologicamente più avanzati, quali l'elettronica, il nucleare, l'aviomeccanica e certa meccanica di precisione. La constatazione che il paese si trovava in una condizione di ritardo tecnologico conduceva alla richiesta di una maggiore selettività nella concessione di agevolazioni, sia sul fronte del credito agevolato che su quello fiscale, e che tale compito fosse affidato al Comitato interministeriale per la programmazione economica. Tale organismo doveva avere anche l'accortezza di indirizzare gli investimenti verso quei settori che al contempo fossero stati validi per il contenuto tecnologico e ad alta intensità di lavoro. Si sarebbe potuto obiettare, ma nessuno lo fece, che tale preoccupazione per i risvolti occupazionali non teneva conto del fatto che i settori tecnologicamente avanzati, tra cui quelli citati dal deputato, generalmente sono anche capital intensive. Donat-Cattin auspicava una politica di sostegno, almeno in prospettiva, della domanda interna, non intesa solo come domanda di investimenti. I provvedimenti fiscali dovevano mirare a ridurre gli oneri gravanti sul lavoro, poiché se si fosse

---

<sup>355</sup> *Ivi*, p. 1777-1779.

proceduto solamente verso una semplice riduzione dei costi, si sarebbe favorita la competitività delle imprese, ma incentivando ulteriormente uno sviluppo basato sulle esportazioni, anziché sulla domanda interna. I consumi interni potevano essere invece rilanciati grazie ad una crescita dell'occupazione, e a tale obiettivo doveva puntare la politica fiscale. Infine sia la fiscalizzazione sia il credito d'imposta previsti dal decreto non tenevano sufficientemente conto del diverso grado di sviluppo delle diverse aree del paese. A tale proposito era auspicabile una modulazione delle agevolazioni che favorisse le aree meno sviluppate, in particolare il Mezzogiorno<sup>356</sup>.

Altra voce critica all'interno della Democrazia Cristiana fu quella di Vittorino Colombo. Anch'egli contrario alla scelta di favorire gli investimenti, favorevole invece ad un aumento della spesa pubblica e della domanda di consumi, fu particolarmente duro verso il mondo imprenditoriale e le incentivazioni che il governo intendeva concedere. Secondo il deputato democristiano alla base del provvedimento vi era la convinzione che gli imprenditori, invogliati dai maggiori profitti derivanti dagli incentivi fiscali e dalla riduzione dei costi, procedessero prontamente ad investire quei maggiori mezzi resisi disponibili. "Questa fiducia indiscriminata negli operatori economici", che conduceva a modificare le convenienze in loro favore, faceva parte della medesima logica con la quale nel 1964 furono proposti gli interventi congiunturali, tra i quali il regime temporaneo della cedolare secca. Era la "logica del profitto". Quella logica fu contestata nel 1964 dal Parlamento sul presupposto che a governare lo sviluppo economico dovessero essere le "linee orientatrici del piano approvato dal Parlamento, anziché le linee orientatrici dei piani predisposti dagli operatori economici". La dinamica degli investimenti produttivi dimostrava la non volontà dell'industria privata di perseguire una decisa espansione della capacità produttiva del paese. L'impresa privata era accusata di non volere o non potere affrontare i grandi problemi dell'industrializzazione del Mezzogiorno e dello sviluppo dei settori più avanzati. L'unico obiettivo cui puntava l'impresa privata era il miglioramento della sua redditività. Gli operatori privati, "nonostante la varietà di investimenti, di agevolazioni, di esenzioni assicurate dallo Stato per aumentare il loro livello di profitti", non assolvevano alla funzione che a loro competeva, per incapacità o

---

<sup>356</sup> *Ivi*, pp. 1780-1782.

indifferenza non coglievano le opportunità di investimento lasciate aperte dall'esistenza di aree non ancora industrializzate e dall'esistenza di settori nei quali il paese era ancora carente. Di fronte a tale situazione Colombo si chiedeva: "Perché insistere in una fiducia incondizionata nelle loro capacità e nelle loro iniziative?". La teoria secondo cui maggiori profitti determinavano maggiori investimenti doveva essere "relegata tra i ferri vecchi, nell'armamentario della politica economica"<sup>357</sup>.

La stessa operazione in corso all'epoca tra Fiat e Citroën, come l'ingresso dell'Eni nel capitale della Montedison, erano motivo di recriminazione della libertà lasciata al mondo imprenditoriale e dell'incapacità del governo di intervenire attivamente nell'ambito della vita economica. Dalle parole del deputato emerge un atteggiamento tutt'altro che favorevole alla grande impresa ma anche l'insoddisfazione per una politica di "pianificazione" rimasta sulla carta. La possibile fusione tra Fiat e Citroën, se realizzata avrebbe avuto conseguenze importanti non solo per il settore dell'automobile, ma per molti altri settori collegata ragioni tecnico-produttive e di controllo finanziario. La fusione avrebbe dato luogo rafforzamento della posizione di controllo del gruppo Agnelli-Michelin su numerose altre aziende e settori della vita economica. Per Colombo non era possibile che una tale operazione avvenisse all'insaputa del Governo, tanto più nel momento in cui questo si accingeva a stanziare 300 miliardi per l'Alfa-sud, progetto che rischiava di rimanere schiacciato dal "grande mostro industriale dell'automobile destinato a divenire il terzo nel mondo e il primo in Europa". L'operazione sarebbe andata in porto con l'avvallo del potere politico francese, mentre quello italiano, al contrario, stava a guardare, nonostante comportasse un investimento italiano all'estero di centinaia di miliardi. Vittorino Colombo, pur ammettendo che l'operazione potesse avere delle "giustificazioni sul piano delle dimensioni ottimali in una economia ormai mondiale", non riteneva evidentemente che tali ragioni fossero sufficienti. A uno sviluppo economico fondato, in un'economia capitalistica, sulla scontata ricerca del profitto e delle dimensioni migliori per conseguirlo, si contrapponeva la logica della programmazione, in base alla quale era il potere politico a dovere decidere o condizionare le scelte d'investimento, anche degli operatori privati. Si trattava di una

---

<sup>357</sup> *Ivi*, pp. 2016-2019.



visione che non solo limitava la discrezionalità degli operatori economici, ma impediva anche la crescita delle imprese. Nella paura verso il possibile nuovo gruppo industriale vi si poteva scorgere la polemica antimonopolistica e il pregiudizio verso la grande impresa. L'accusa rivolta al governo di non avere alcun controllo sulla vita economica era sicuramente più giustificata nel caso dell'ingresso nel capitale della Montedison, già partecipata dall'Iri, da parte dell'Eni<sup>358</sup>. Essendo sia l'Eni che l'Iri enti pubblici sotto il controllo del Ministero delle partecipazioni statali non era ammissibile che una tale decisione fosse presa "a livello privatistico". A Vittorino Colombo non restava che un'amara conclusione: "Mancano gli strumenti, manca la volontà politica, mancano le idee chiare sugli obiettivi che si vogliono realizzare: il piano è dunque in balia della sorte!"<sup>359</sup>.

Anche il collega di partito Vito Scalia giudicava la politica economica sino allora seguita poco incisiva perché limitata allo stabilire condizioni di maggiore vantaggio o minore difficoltà all'azione imprenditoriale. Sarebbe stata comunque quest'ultima a determinare la direzione dello sviluppo. Nutriva lo stesso scetticismo di Vittorino Colombo verso le capacità dell'impresa privata di rispondere al meglio alle esigenze dello sviluppo e la stessa delusione per una politica economica incapace di dare attuazione alla programmazione<sup>360</sup>.

All'interno del partito di maggioranza relativa vi fu anche chi, come Vincenzo Scotti, focalizzò la sua attenzione sul problema dell'innovazione. All'espansione dell'industria di base, rappresentata dai settori della siderurgia, della chimica, della petrolchimica e dei materiali da costruzione, e allo sviluppo della produzione di beni di consumo tipici di economie mature come l'automobile e gli elettrodomestici, non aveva corrisposto una crescita di pari dimensioni nella produzione di beni strumentali e ancor meno di settori tecnologicamente avanzati, come l'elettronica, il nucleare, l'avio-meccanica e certa meccanica di precisione. La conclusione che ne traeva Scotti era che in assenza di innovazione la struttura industriale avrebbe teso con l'andar del tempo alla stagnazione.

---

<sup>358</sup> Sulla vicenda si veda Scalfari E., Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di stato*, Feltrinelli, Milano 1974.

<sup>359</sup> APC, *V Legislatura – Discussioni*, p. 2021.

<sup>360</sup> *Ivi*, p. 2037.

L'Italia si trovava di fronte ad una contraddizione: da un lato l'esigenza di un aumento degli investimenti, dall'altro l'esistenza di una capacità produttiva inutilizzata in determinati settori. L'intervento doveva quindi essere duplice: da un lato si doveva mobilitare una maggiore quantità di investimenti per diversificare la base produttiva, dall'altro stimolare la domanda interna in modo da rendere possibile la piena utilizzazione delle capacità produttive. Il decreto andava corretto in maniera da rendere più selettiva l'applicazione delle agevolazioni fiscali, ponendo una netta differenziazione a favore degli investimenti al sud e subordinandole, nel caso delle grandi aziende, al tipo di programmi di sviluppo che avessero voluto realizzare<sup>361</sup>.

Naturalmente non mancarono all'interno della DC i sostenitori del disegno di legge. Chi apprezzava la linea del governo mise in risalto l'importanza della domanda di beni di investimento e confutava la tesi di coloro che identificavano la domanda interna con la mera domanda interna di beni di consumo. La diminuzione delle importazioni era dovuta al calo della domanda interna di materie prime, semilavorati e soprattutto attrezzature tecnologiche. Se non si fossero riattivati subito gli investimenti non sarebbe stato possibile conseguire gli obiettivi del piano. Se l'intervento del governo si fosse indirizzato, come chiedevano Donat-Cattin e Vittorino Colombo, all'aumento della domanda interna di beni di consumo, ciò avrebbe avuto un riflesso positivo sulla produzione industriale, ma non avrebbe dato luogo ad un incremento del tasso di sviluppo, che era invece obiettivo del governo. Fu respinta l'accusa secondo cui il governo avesse fatto dei "regali" agli industriali e si fosse limitato ad una "logica del profitto". Da un lato si contestava l'esistenza stessa di questi profitti, data la congiuntura e la diminuzione degli investimenti dovuta all'aumento dei costi di produzione e alla conseguente perdita di competitività rispetto agli alti paesi, dall'altro si ribadiva la legittimità e l'importanza del profitto quale base dell'autofinanziamento. Favorire l'autofinanziamento, cioè la via meno costosa per l'investimento, non era né criticabile né scandaloso<sup>362</sup>. Un adeguato livello di remunerazione del capitale era necessario anche per impedire la continua emorragia di capitali, che nell'ambito del Mec, del tutto

---

<sup>361</sup> *Ivi*, p. 2055-2057.

<sup>362</sup> *Ivi*, pp. 1936-1936, 2057, 2082-2083.

legittimamente, cercavano collocamenti più soddisfacenti. Questa fuga di capitali, che avveniva anche per il tramite dei fondi di investimento di diritto estero, non era dovuta solo al differenziale tra i tassi di remunerazione, ma al desiderio di cercare un collocamento che in Italia, “per una serie di motivi”, non si considerava “facilitato”. Migliorando le condizioni di investimento in Italia si sarebbe scoraggiata la ricerca di condizioni migliori all'estero<sup>363</sup>. Infine vi era il problema dell'indebitamento delle imprese e della carenza del capitale di rischio. A tale proposito era fondamentale l'articolo 14 del disegno di legge, che favoriva gli aumenti di capitale. La modestia del capitale proprio favoriva la possibilità di mantenere il controllo delle società con esigue partecipazioni e la stessa operazione dell'Eni nei confronti della Montedison, che Vittorino Colombo criticò, era da attribuire alla facilità, visti la capitalizzazione, con cui si potevano scalare anche grandi società come la Montedison. Per le imprese medie e piccole, che trovavano maggiore difficoltà nel fare ricorso all'indebitamento, il mancato ricorso al capitale proprio si traduceva in una mancata crescita e nella mancata creazione di posti di lavoro<sup>364</sup>.

Molto critica fu la posizione del Partito Socialista, soprattutto sul titolo II del disegno di legge. Era “palese il contrasto tra il provvedimento e gli obiettivi del piano”, poiché le esenzioni previste non erano in alcun modo indirizzate a favorire una localizzazione degli investimenti nei territori nei quali era maggiormente necessaria la creazione di nuovi posti di lavoro. La previsione era che i nuovi investimenti si sarebbero localizzati nelle regioni più sviluppate. A parte la mancata localizzazione delle agevolazioni, il problema era che le misure proposte dal governo rischiavano di rendere superate e inutili le forme di agevolazione già esistenti a favore del Mezzogiorno.

L'articolo 8 del disegno di legge prevedeva la riduzione alla metà dell'imposta di ricchezza mobile sugli utili destinati ad investimenti eccedenti la media dei cinque anni precedenti. Si trattava di una misura analoga a quella già prevista dagli articoli 34 e anche 35 della legge 29 luglio 1967, n. 634, che, sia pure con molte limitazioni quantitative ed esecutive, incoraggiava le aziende settentrionali ad investire nel

---

<sup>363</sup> *Ivi*, pp. 1937 e 2057.

<sup>364</sup> *Ivi*, pp. 1937, 1971

Mezzogiorno concedendo l'esenzione delle imposte di ricchezza mobile sul 50 per cento degli utili dichiarati. La nuova normativa valida per tutto il territorio nazionale era ritenuta assai più favorevole. Anche la prevista esenzione dall'imposta sulle società prevista per gli aumenti di capitale (articolo 14), misura che i socialisti auspicavano non fosse approvata, trovando applicazione pure nel caso di costituzione di nuove società, rischiava di annullare la portata incentivatrice di un'altra analoga disposizione prevista dall'articolo 14 della legge 26 giugno 1965, n. 717, concernente la proroga della Cassa per il mezzogiorno, per le nuove imprese sociali che avessero per oggetto la realizzazione di nuove iniziative industriali nel Mezzogiorno<sup>365</sup>.

Oltre alla questione della localizzazione degli investimenti, i socialisti non credevano che l'articolo 14 potesse effettivamente raggiungere lo scopo di indurre le società a fare ricorso agli aumenti di capitale. Sarebbe stato quanto meno necessario stabilire una incompatibilità tra le esenzioni e il ricorso al credito agevolato. In ogni caso l'aumento di capitale era giudicato per certi versi inopportuno. Anche in questa occasione emerse un pregiudizio verso il ricorso al mercato, basato su quella stessa diffidenza nutrita da Nerio Nesi nei confronti della borsa. Era "facile" prevedere che l'esenzione sugli aumenti di capitale avrebbe dato luogo ad "operazioni speculative". L'aumento di capitale era nella visione socialista "lo strumento per attuare combinazioni finanziarie fra gruppi, per consentire l'ingresso, nelle imprese nazionali di capitali stranieri e, talvolta, per reintrodurre in Italia con etichetta straniera capitali illegittimamente esportati". In conclusione le richieste socialiste erano: una riformulazione delle agevolazioni affinché si determinasse una maggiore convenienza per l'investimento nel Mezzogiorno; l'introduzione di vincoli finalizzato alla creazione di posti di lavoro nei settori prioritari; la subordinazione della concessione delle agevolazioni a un accertamento di conformità da parte del Cipe e del Cibr<sup>366</sup>.

Anche il partito socialdemocratico non accolse positivamente il disegno di legge, ma il suo esponente Pietro Longo spostò l'attenzione su altri temi. Attaccò sia la Banca d'Italia, accusata di aver attuato una politica monetaria restrittiva, sia la lentezza burocratica,

---

<sup>365</sup> *Ivi*, pp. 1816-1817.

<sup>366</sup> *Ivi*, p. 1817.

causa dei ritardi negli investimenti pubblici. Se la politica monetaria e la lentezza burocratica erano l'origine del rallentamento degli investimenti, l'istituzione dei fondi d'investimento e la riforma delle società avrebbero potuto favorire la raccolta di capitale da parte delle società, ma erano subordinate al mantenimento della cedolare d'acconto e della nominatività azionaria. Nei confronti della fuga dei capitali verso l'estero riemersero le stesse accuse che animarono il dibattito del 1964 sulla cedolare. L'esportazione di capitali era ritenuta un mezzo di pressione politica e di "aggressione" economica, pertanto il governo doveva ribadire la validità della cedolare e della nominatività dei titoli per fermare "l'azione di sabotaggio e di terrorismo psicologico" finalizzato proprio a modificare il regime fiscale dei titoli. Sulla politica economica del governo assunse le stesse posizioni di coloro che nel partito socialista e nella Democrazia Cristiana volevano interventi più mirati, che convogliassero gli investimenti pubblici e privati verso i settori più produttivi e a più alto assorbimento di manodopera. Non giudicava i provvedimenti in discussione sufficienti a favorire l'aumento del capitale di rischio delle imprese per due ragioni: la prima era l'inadeguatezza normativa sul fronte del diritto societario e sui fondi d'investimento; in secondo luogo le convenienze erano poste a livello dell'offerta, mentre sarebbe stato necessario favorire la domanda<sup>367</sup>.

Forte del vasto fronte, interno alla maggioranza, contrario al disegno di legge, Longo avanzò una controproposta in grado di fungere da compromesso per una approvazione almeno parziale dei provvedimenti proposti dal governo. Propose di abbandonare l'articolo 14, che avrebbe vincolato l'imposta sulle società per dieci anni, e di sostituirlo con una diversa agevolazione, ossia l'esenzione dall'imposta di registro e dalle relative addizionali per un periodo di due anni per gli aumenti di capitale non gratuiti. Il risparmio sarebbe stato di circa l'1,5% dell'aumento di capitale, quindi di minore importo rispetto a un risparmio d'imposta dello 0,75% moltiplicato per dieci anni, ma immediato e più efficace quindi sotto il profilo congiunturale, col vantaggio che il costo

---

<sup>367</sup> *Ivi*, pp. 2043-2045.

per lo Stato sarebbe stato limitato a due soli esercizi. Inoltre l'imposta di registro era fra quelle di cui era prevista la cancellazione attraverso la riforma tributaria<sup>368</sup>.

Qui si può cogliere la contraddizione di tutta la discussione, che era poi la stessa contraddizione che aveva portato alla istituzione temporanea della cedolare secca tra il 1964 e il 1967. Longo propose un intervento congiunturale, peraltro dalla limitata convenienza economica, mentre da parte dei ministri che proposero il disegno di legge vi era verosimilmente l'intenzione di risolvere un problema strutturale non congiunturale, vi era cioè l'intenzione di ridurre il carico tributario gravante sull'investimento azionario. La congiuntura era stata invocata probabilmente per rendere più accettabili le esenzioni al Parlamento, per convincere i deputati della necessità del provvedimento, ma assicurandoli con la temporaneità delle concessioni, come era avvenuto nel 1964 per la "cedolare secca". In aula il ministro Ferrari-Aggradi si preoccupò di confermare il carattere anti-congiunturale del provvedimento, assicurando che non era intenzione del governo rendere le misure contenute nel decreto definitive, tuttavia riconobbe anche l'esistenza di una "grossa sperequazione" esistente tra il carico tributario gravante sulle azioni e quello sulle obbligazioni. Proprio a ridurre questo divario era finalizzato l'articolo 14<sup>369</sup>. È chiaro però che la discriminazione dei titoli azionari operata dal sistema fiscale non era un problema di natura congiunturale.

Quanto all'esportazione di capitali Ferrari-Aggradi riteneva indispensabile intervenire affinché, anche in Italia, come negli altri paesi europei, si stabilissero quelle condizioni di convenienza economica che erano alla base delle scelte degli investitori. Una volta operata la scelta per una economia aperta, inserita nel commercio internazionale, si doveva accettare anche la libera circolazione dei capitali. Era inutile pensare di porre riparo all'esportazione di capitali "con atti di autorità o grida manzoniane", in quel caso si doveva optare per una economia chiusa, ma si doveva provvedere affinché le convenienze all'interno non fossero inferiori di quelle che si potevano trovare all'esterno<sup>370</sup>.

---

<sup>368</sup> *Ivi*, p. 2046.

<sup>369</sup> *Ivi*, pp. 2086-2088.

<sup>370</sup> *Idem*.

Tali argomentazioni non furono però sufficienti a convincere i parlamentari, pertanto il governo fu costretto a fare marcia indietro sull'articolo 14 ed accettare il compromesso proposto. Sia il deputato Azzaro, a nome della Commissione, sia Ferrari-Aggradi a nome del Governo, si videro costretti ad esprimersi favorevolmente all'emendamento presentato dal socialista Pietro Longo. Le agevolazioni precedentemente previste venivano completamente sostituite. Nella nuova formulazione gli aumenti di capitale deliberati e versati nei due anni successivi al decreto erano esentati dalla tassa di concessione governativa e dalla tassa di registro. Nel caso poi di società con un capitale superiore ai 5 miliardi o che avessero superato questa soglia in seguito all'aumento di capitale, l'esenzione sarebbe stata subordinata all'approvazione del CICR, che avrebbe verificato la conformità dell'impiego dell'aumento di capitale alle direttive del CIPE<sup>371</sup>. Anche le istanze meridionaliste trovarono soddisfazione con l'approvazione, accettata sia dalla Commissione che dal governo, dell'art. 8-*bis*, vale a dire con l'estensione dell'esenzione prevista dalla legge sulla Cassa per il Mezzogiorno<sup>372</sup> fino al 70 per cento dell'utile dichiarato e al 50 per cento del costo delle opere e degli impianti<sup>373</sup>.

## 6.2 Tentativi per rilanciare il capitale di rischio

*Agevolazioni per aumenti di capitale, quotazioni in borsa e reinvestimento delle plusvalenze (l. 18/12/1970 n. 1034)*

Quasi un anno dopo l'approvazione della l. 25/10/1968 n. 1089, che non aveva concesso l'esenzione dall'imposta sulle società per gli aumenti di capitale, come invece richiesto dal governo, i ministri delle Finanze Bosco e del Tesoro Colombo presentarono un disegno di legge<sup>374</sup> dal titolo "Agevolazioni fiscali per gli aumenti di capitale delle società ammesse alla quotazione di borsa". I ministri proponevano che gli aumenti di

---

<sup>371</sup> APC, *V Legislatura – Discussioni*, pp. 2179-2180 e 2183.

<sup>372</sup> Art. 34 della L. 29 luglio 1957, n. 634.

<sup>373</sup> APC, *V Legislatura – Discussioni*, p. 2170.

<sup>374</sup> D.d.l. 23 settembre 1969 n. 1823.

capitale effettuati mediante emissione di azioni ammesse alla quotazione in borsa, deliberati entro due anni e conferiti entro tre anni, non concorressero a formare il patrimonio imponibile ai fini dell'imposta sulle società, pur restando computabili per la determinazione del reddito soggetto alla stessa imposta, per cinque anni.

La relazione faceva esplicito riferimento al piano di incentivazione degli investimenti produttivi previsto dalla l. 25/10/1968. Si intendeva incoraggiare le società in possesso dei requisiti a chiedere l'ammissione alla quotazione in borsa, così l'incremento delle voci quotate avrebbe consentito al risparmiatore "una maggiore e migliore possibilità di scelta dei titoli azionari" e avrebbe fatto "diminuire le speculazioni su una ristretta cerchia di titoli quotati"<sup>375</sup>.

Alla Camera in Commissione Finanze e Tesoro il relatore Giuseppe Azzaro espose i due obiettivi del disegno di legge: incentivare gli investimenti produttivi e allargare il mercato azionario della borsa<sup>376</sup>. Furono però sollevate alcune obiezioni. Il socialdemocratico Primo Silvestri, pur riconoscendo la carenza di investimenti e la necessità di allargare il numero dei titoli azionari quotati in borsa, sostenne la necessità di adottare altre misure quali l'istituzione dei fondi d'investimento e la riforma delle società per azioni e delle borse valori<sup>377</sup>. Secondo il democristiano Ubaldo De Ponti il disegno di legge aveva il difetto di agevolare solo le grandi aziende, mentre anche le aziende di minori dimensioni, che non facevano ricorso al mercato azionario, avevano la medesima necessità di essere maggiormente capitalizzate<sup>378</sup>.

Il ministro del Tesoro Colombo difese il disegno di legge, insistendo sulla necessità di frenare il movimento di capitali verso l'estero. L'esportazione di capitali aveva più cause. Una di queste era la differenza tra i tassi d'interessi interno ed estero, in particolare quello dell'eurodollaro, in seguito ai provvedimenti restrittivi adottati negli Stati Uniti. In un primo momento i responsabili della politica monetaria avevano "volutamente" accettato che vi fosse un certo movimento di capitali verso l'estero, dovuto appunto al differenziale tra i tassi, pur di favorire l'espansione all'interno, grazie ad mantenimento

---

<sup>375</sup> APC, V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni, n. 1823, p. 1.

<sup>376</sup> APC, V Legislatura – Commissione VI Finanze e Tesoro – Seduta del 12 novembre 1969, p. 328.

<sup>377</sup> *Ivi*, pp. 332-333.

<sup>378</sup> *Ivi*, p. 334.



di una politica di tassi stabili. In un secondo momento la banca centrale intervenne sul tasso di sconto e sulle anticipazioni, con inevitabili ripercussioni sui tassi attivi e passivi delle banche, tuttavia le misure restrittive non furono sufficienti a fermare il flusso di capitali verso l'estero. Questo aveva diverse cause, ma una in particolare era facilmente individuabile: "la mancanza di quelle istituzioni già esistenti negli altri paesi le quali, potendo agire anche nel nostro paese, hanno favorito una raccolta di risparmio che avrebbe potuto essere investito in Italia". In Italia erano infatti presenti sin dai primi anni '60 fondi d'investimento esteri, soprattutto lussemburghesi. Di fronte ad un Parlamento, che per le divisioni interne alla maggioranza sul trattamento fiscale da riservare ai fondi d'investimento rinunciò alla loro istituzione, sostenuta in particolare dall'allora ministro del Tesoro Colombo<sup>379</sup>, intervenne per via amministrativa la Banca d'Italia, disponendo che la partecipazione delle banche a consorzi di collocamento di fondi avvenisse solo se gli statuti degli stessi fondi avessero previsto che almeno la metà del valore del portafoglio fosse investito in titoli italiani, o nel caso in cui questi fondi avessero già investito in titoli italiani almeno la metà del loro portafoglio. Con un intervento di questo genere veniva meno tutta l'attrattiva che i fondi d'investimento esteri avevano avuto sul pubblico italiano. Il loro successo era dovuto infatti alla possibilità di investire in mercati esteri. Dei movimenti di capitali verso l'estero una parte consistente era dovuta all'esportazione illegale di banconote, che il ministro Colombo quantificava in circa il 50-60% del deficit del movimento di capitali. "Ecco quindi l'aspetto congiunturale del provvedimento": si trattava di adottare all'interno del paese alcune misure che favorissero la formazione del risparmio, misure che fossero "il segno di una politica del risparmio", in grado di far trovare la convenienza ad investire all'interno del paese a coloro che fino ad allora avevano trovato più conveniente investire all'estero.

Oltre al problema dell'esportazione di capitali Colombo affrontò anche quello del finanziamento delle imprese. Queste preferivano finanziarsi attraverso il ricorso al credito degli istituti di credito speciale, che a loro volta si finanziavano emettendo

---

<sup>379</sup> Marenot D., *Borsa, fisco e politica negli anni '60*, in "Storia economica", 2006 n.2-3, pp. 364-377.

obbligazioni sul mercato. Il debito nei confronti degli istituti era infatti la forma di finanziamento meno onerosa. “È chiaro – spiegava il ministro – che la solidità dell’impresa è legata all’esistenza del capitale di rischio il quale dà la possibilità di una maggiore mobilità all’economia interna dell’impresa di quanto non lo dia l’indebitamento, che, ripercuotendosi con rate di ammortamento a tassi fissi sul bilancio dell’impresa, costituisce un forte elemento di rigidità”. Da qui derivava la necessità di intervenire per favorire una ricostituzione del capitale proprio. Riguardo alle obiezioni secondo cui il provvedimento avvantaggiava solo le grandi imprese, il ministro concordava completamente, ma assicurò che il governo aveva ben presenti le esigenze delle imprese di minori dimensioni e comunque se le società quotate avessero fatto ricorso all’emissione di titoli questo avrebbe comportato per gli istituti di credito la possibilità di concedere più crediti alle imprese medie e piccole.<sup>380</sup>

Il rinvio della discussione rese il disegno di legge superato dal sopraggiunto decreto-legge 27 agosto 1970 n. 621, che assorbì le incentivazioni previste per gli aumenti di capitali già previste nel provvedimento proposto da Colombo. Nel frattempo la situazione politica era mutata. Le trattative per la costituzione di un governo di centro-sinistra, con la partecipazione di socialisti, socialdemocratici, repubblicani e democristiani, erano andate in porto e il 27 marzo 1970 fu costituito il governo Rumor III. Si trattò di un governo di breve durata e nell’agosto dello stesso anno fu sostituito da un nuovo esecutivo, sostenuto dalla medesima coalizione. Questa volta, alla guida del governo fu chiamato proprio Emilio Colombo (6 agosto 1970). Nonostante Colombo avesse assunto la presidenza del consiglio, il decreto non fu convertito nei termini previsti e fu necessario emanare un nuovo decreto-legge, il n. 745 del 26 ottobre 1970. Si trattava di un decreto di ampio respiro, recante disposizioni di carattere tributario, come aumenti delle imposte sui carburanti, sui prodotti di lusso, sui bolli, delle imposte di registro e ipotecaria, disposizioni per il risanamento degli enti mutualistici e per la riforma sanitaria, incentivi di vario genere a favore della produzione, in particolare per il credito agevolato.

---

<sup>380</sup> APC, *V Legislatura – Commissione VI Finanze e Tesoro*, seduta del 16 dicembre 1969, pp. 406-407.

L'articolo 57 prorogava fino all'entrata in vigore della riforma tributaria l'articolo 14 del decreto legge 30 agosto 1968, relativo all'esenzione dall'imposta di registro per gli aumenti di capitale.

L'articolo 58 del decreto prevedeva la riduzione del 10 per cento dell'imposta sulle società nei confronti delle società le cui azioni fossero state ammesse alla quotazione in borsa fra la data di entrata in vigore del decreto e quella di entrata in vigore della riforma tributaria. La riduzione sarebbe stata applicata per cinque esercizi. Inoltre gli aumenti di capitale mediante emissione di azioni già ammesse alla quotazione in borsa, deliberati fino all'entrata in vigore della riforma tributaria, non avrebbero concorso alla determinazione del patrimonio imponibile ai fini dell'imposta sulle società, per cinque esercizi, restando comunque computabili per la determinazione del reddito soggetto all'imposta stessa. Se in relazione all'aumento di capitale fossero state emesse obbligazioni convertibili, il termine per l'esecuzione dell'aumento sarebbe stato prolungato di due anni e le obbligazioni sarebbero state esenti dalle imposte di ricchezza mobile e sulle obbligazioni fino alla loro conversione, ma per non più di cinque anni.

Agevolazioni maggiori erano previste per le società cooperative. L'articolo 59 prevedeva, oltre alla medesima esenzione sugli aumenti di capitale (versati entro il termine del 31 dicembre 1972), una riduzione dell'imposta sulle società del 20 per cento per cinque esercizi a partire da quello di entrata in vigore del decreto.

L'articolo 60 vincolava la concessione dei benefici previsti alle operazioni conformi alle direttive che il CIPE avrebbe emanato successivamente.

L'articolo 62 prevedeva un'ulteriore esenzione, sia dall'imposta di ricchezza mobile che dall'imposta sulle società, per le plusvalenze realizzate mediante la vendita di immobili, navi e titoli posseduti da almeno tre anni, a condizione che non fossero distribuite ai soci, ma contabilizzate in un apposito fondo iscritto in bilancio e reinvestite entro il secondo esercizio successivo, anche attraverso la sottoscrizione di capitale in altre società, in beni strumentali per l'esercizio di attività produttive a sostegno e sviluppo dell'occupazione e portate ad aumento del capitale sociale nell'esercizio successivo a quello del reinvestimento. Il tutto doveva avvenire in conformità alle

direttive che il CIPE avrebbe annualmente stabilito, con particolare riguardo al Mezzogiorno e alle Isole.

Infine l'articolo 63 recava agevolazioni per il reperimento di risorse finanziarie all'estero: gli interessi sui mutui contratti all'estero e delle obbligazioni emesse all'estero tra la data di entrata in vigore del decreto e quella di entrata in vigore della riforma tributaria, sarebbero stati esenti dall'imposta di ricchezza mobile.

La relazione governativa<sup>381</sup> denunciava una situazione di stagnazione dell'economia. Il rallentamento della produzione si accompagnava ad una accresciuta domanda di consumi privati e ad una elevata domanda di consumi pubblici e di finanziamenti alla quale non corrispondeva una sufficiente formazione di risparmio. Il decreto, secondo la relazione, aveva posto le premesse per uscire dalla crisi, "favorendo uno spostamento del potere di acquisto dall'area dei consumi privati meno necessari, a quella dei consumi di pubblica utilità" e promuovendo "la creazione di mezzi finanziari per coprire la domanda di investimenti produttivi". Gli effetti sulla bilancia dei pagamenti furono "immediati e positivi" grazie alla "riacquistata fiducia nel sistema che fece cessare i movimenti speculativi sulla lira<sup>382</sup>.

Anche la *Relazione revisionale e programmatica per l'anno 1971*, presentata alla Camera dei deputati il 30 settembre dai ministri del bilancio e della programmazione economica Giolitti e del tesoro Ferrari Aggradi, denunciava l'incapacità del sistema di trasformare in investimenti l'intero ammontare del risparmio disponibile e il conseguente deflusso verso l'estero di risorse. Inoltre le richieste crescenti di credito da parte delle imprese rimanevano insoddisfatte per le maggiori difficoltà incontrate dagli istituti di credito nel collocare obbligazioni dopo che l'aumento dei tassi e l'abbandono della politica di sostegno dei corsi da parte della Banca d'Italia avevano determinato una caduta delle quotazioni dei titoli obbligazionari<sup>383</sup>.

Le maggiori entrate fiscali previste dal decreto avrebbero ridotto il ricorso al mercato da parte del Tesoro, liberando risorse per gli investimenti produttivi. Gli aumenti dei

---

<sup>381</sup> Il governo in carica era il governo Colombo (dal 6 agosto 1970 al 12 febbraio 1972), sostenuto da democristiani, socialisti, socialdemocratici e repubblicani.

<sup>382</sup> APC, *V Legislatura - Documenti - Disegni di legge e relazioni*, n. 2790, p. 2.

<sup>383</sup> APC, *V Legislatura - Documenti - Disegni di legge e relazioni*, Doc. XIII, n. 3., pp. 6-9.

fondi di dotazione degli istituti di credito avrebbe ulteriormente favorito la concessione di crediti alle imprese. Infine queste ultime avrebbero beneficiato delle agevolazioni fiscali per finanziarsi in maniera meno onerosa sia con l'emissione di azioni, sia col ricorso ai mercati esteri<sup>384</sup>.

In Consiglio dei ministri non vi furono obiezioni relativamente agli articoli che riguardavano le agevolazioni fiscali sopra descritte. Il titolo III fu approvato all'unanimità nella seduta del 27 agosto<sup>385</sup>. Anche nel dibattito parlamentare poca attenzione fu riservata agli articoli sulle agevolazioni fiscali. Complice anche il numero degli articoli e l'ampiezza del provvedimento, si discusse principalmente dei primi due titoli del decreto. Secondo il senatore democristiano Belotti "la risposta inadeguata dell'offerta interna all'accelerazione della domanda in seguito alla più alta redistribuzione del reddito a favore del lavoro" era dimostrata "in termini statistici da due fenomeni perturbatori della stabilità del sistema: l'aumento inadeguato della produzione industriale (cresciuta nel primo semestre dal 1970 a un tasso inferiore della metà a quello di medio periodo) e il forte aumento delle importazioni, con il conseguente *deficit* nella bilancia dei pagamenti". A questo si aggiungeva "una finanza pubblica fortemente e progressivamente deficitaria, non solo e non tanto per il disavanzo di bilancio dello Stato", fenomeno giudicato di non particolare gravità in quanto comune alla gestione finanziaria di quasi tutti i paesi più evoluti, "quanto per le continue e progressive emorragie finanziarie provocate dagli ingenti *deficit* della finanza locale per spese correnti, delle gestioni mutualistiche per il loro marasma funzionale, di molte aziende pubbliche autonome afflitte da cronici squilibri di gestione". Ben venuto era dunque il tentativo di riduzione del disavanzo che sarebbe seguito al decreto in discussione.<sup>386</sup>

I socialisti preferirono porre l'attenzione sull'attuazione delle riforme che il reperimento di nuove risorse avrebbe consentito, con particolare riferimento alla riforma della sanità<sup>387</sup>. Le agevolazioni previste per la quotazione, per le emissioni

---

<sup>384</sup> *Ivi*, pp. 10-11.

<sup>385</sup> ACS, PCM – *Verbalì delle riunioni del Consiglio dei Ministri*, b. 55, fasc. 27 agosto 1970, p. 7.

<sup>386</sup> APS, V *Legislatura – Resoconti delle discussioni 1968-70*, vol. 18, pp. 16876-16877.

<sup>387</sup> *Ivi*, pp. 16928-16931.

azionarie e il reinvestimento delle plusvalenze furono accettate dai socialisti in nome della congiuntura, ma ad alcune condizioni. Per il senatore socialista Banfi le agevolazioni fiscali in favore della quotazione, degli aumenti di capitale e del reinvestimento delle plusvalenze, costituivano “un punto assai dolente”. Era possibile, di fronte alla congiuntura, accettare le proposte del governo, purché fossero accolte le modifiche proposte dal partito. I socialisti erano pronti ad accogliere le richieste avanzate dagli imprenditori italiani, ma erano ben consapevoli del “grosso regalo” che sarebbe stato fatto loro, pertanto pretendevano che si determinasse in maniera più specifica quali investimenti andavano agevolati. Le facilitazioni fiscali dovevano avere l’unico scopo di “aumentare gli investimenti produttivi in Italia per incrementare l’occupazione: questo e non altro”<sup>388</sup>. Anche il senatore Formica manifestò gli stessi dubbi sul terzo titolo del decreto. L’intervento del governo seguiva una linea tradizionale, e non poteva essere altrimenti per un provvedimento congiunturale, una linea di incentivi fiscali e di crediti agevolati, i cui difetti erano già stati oggetto di ampi dibattiti e discussioni. Rispetto alle agevolazioni fiscali previste per le società, nonostante una certa contrarietà, espresse soddisfazione per le modifiche che i socialisti riuscirono ad ottenere in Commissione finanze e tesoro, rispetto alla formulazione originaria. La Commissione aveva escluso dall’esenzione sulle plusvalenze reinvestite “tutti quei soggetti che erano mossi da intenti speculativi”. Aveva escluso le società finanziarie e le società immobiliari, aveva altresì stabilito che le plusvalenze dovessero essere reinvestite nell’azienda stessa, portate ad aumento di capitale, oppure, nel caso in cui fossero investite in sottoscrizione di capitale di altre società, le partecipazioni assunte non fossero alienate per un periodo “ragionevole” di 5 anni. In questo modo era stato fatto salvo l’obiettivo di “destinare le plusvalenze ai maggiori investimenti e al processo produttivo”. L’impressione di una debolezza rispetto alle richieste imprenditoriali lasciava però una certa insoddisfazione: “Se poi l’osservazione che viene fatta è quella ricorrente nella storia del nostro Paese, e cioè che ogni qual volta si deve procedere a nuovi investimenti da parte del settore industriale si ripropone il ricatto di non essere tassati per procedere a detti investimenti, su questo concordiamo. Ma allora

---

<sup>388</sup> *Ivi*, pp. 16935-16936.

dobbiamo trovare strumenti più seri e più validi ed affrontare il grosso problema della riforma tributaria nel nostro Paese<sup>389</sup>.

Un'altra modifica fu quella ottenuta a favore ancora una volta del mondo cooperativo. Il governo, anche in questa occasione, andò incontro alle richieste di quanti chiedevano maggiori agevolazioni per le cooperative (esenzione dall'imposta sulle società e dall'imposta di ricchezza mobile cat. A su depositi e mutui concessi dai soci alle società e da queste ai loro consorzi). Le esenzioni richieste non furono accordate, ma la riduzione dell'imposta sulle società precedentemente fissata dall'articolo 67 nella misura del 10 per cento fu innalzata al 20 per cento<sup>390</sup>.

Neppure nel passaggio alla Camera dei deputati si verificarono le contestazioni che socialisti, socialdemocratici e parte della DC opposero all'articolo 14 del decreto-legge del 30 agosto 1968, sebbene la natura del provvedimento fosse analoga, come pure le motivazioni. I lunghi tempi di approvazione del decreto furono dovuti all'ostruzionismo messo in atto dall'opposizione che costrinse il governo a fare ricorso al voto di fiducia<sup>391</sup>, facilmente ottenuta<sup>392</sup>.

---

<sup>389</sup> *Ivi*, pp. 17203-17204.

<sup>390</sup> *Ivi*, pp. 17853-17859.

<sup>391</sup> APC, PCM – Verbali delle riunioni del Consiglio dei Ministri, b. 55, f. 29 novembre 1970.

<sup>392</sup> APC, V Legislatura – Discussioni – Seduta del 24 novembre 1970.

## 7. Lo sciopero del capitale e la Banca d'Italia

La banca centrale non colse subito le implicazioni che la nazionalizzazione dell'energia elettrica e i provvedimenti fiscali del 1962 ebbero sul mercato finanziario. Tra il 1961 e il 1963 la preoccupazione principale fu lo "slittamento salariale" e i riflessi che questo poteva avere sul processo di accumulazione. Già nella *Relazione* sul 1961, il governatore Carli espresse la preoccupazione, che rimase una costante delle sue relazioni negli anni successivi, per aumenti del costo del lavoro superiori all'aumento della capacità produttiva, che riducendo i margini di profitto erodevano la capacità di autofinanziamento delle imprese. La continuità degli investimenti aveva trovato finanziamento presso il sistema bancario, ma gli istituti di credito, dovendo far fronte anche all'aumentato fabbisogno di fondi per gli investimenti pubblici furono a loro volta costretti a fare ricorso al mercato con maggiori emissioni obbligazionarie. Alla insufficienza di risparmio del settore pubblico e di quello delle imprese si poté supplire solo in parte con l'aumento dei risparmi personali<sup>393</sup>.

Di fronte allo "slittamento salariale" del 1961-62, secondo alcuni, Carli non accettò di avere a che fare con un cambiamento strutturale, che comportava la formazione di un sistema di accumulazione costruito su altre basi<sup>394</sup>. In altre parole non prese atto della diminuita capacità di autofinanziamento delle imprese come un fatto irreversibile e di conseguenza non pensava a un processo di accumulazione che risolvesse il nodo del finanziamento delle imprese tramite un contributo determinante del mercato dei capitali. In realtà negli anni successivi prestò sempre maggiore attenzione ai problemi che dal 1963 in poi afflissero i mercati finanziari, in ogni caso il problema non era solo la fonte del finanziamento ma la convenienza all'investimento, che la riduzione dei margini di profitto metteva in discussione.

---

<sup>393</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1962*, p. 422-423 e 510.

<sup>394</sup> Balducci R. e Marconi M., *L'accumulazione di capitale nella visione del governo, della Banca d'Italia e della Confederazione generale dell'industria*, pp. 88 e Vicarelli F., *Note in tema di accumulazione*, p. 59, in Lunghini G. (a c. di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, Einaudi, Torino 1981.



Nel 1962 di fronte alla possibilità di una contrazione degli investimenti la banca centrale rispose con una manovra espansiva anche a costo di compromettere la stabilità dei prezzi, con la preoccupazione che la prospettiva di un loro aumento inducesse i datori di lavoro a largheggiare in concessioni salariali, ma con l'auspicio che gli aumenti dei prezzi ricostituissero i margini di profitto delle imprese<sup>395</sup>. L'aumento della circolazione monetaria trovava però un ostacolo in quel vincolo esterno che era dato dalla bilancia dei pagamenti che impedì di far fronte al rallentamento dell'economia nel 1963. Secondo la versione di Carli le autorità monetarie crearono la liquidità necessaria a impedire gravi dissesti delle imprese, tuttavia furono consapevoli del "dilemma" che si poneva loro. "Nei limiti nei quali il potere d'acquisto aggiuntivo non avesse provocato un aumento dei prezzi, avrebbe aggravato il disavanzo della bilancia dei pagamenti, onde un confine invalicabile costituito dalla esigenza di proteggere un livello adeguato di riserve valutarie"<sup>396</sup>. Le difficoltà dell'economia italiana, vale a dire l'inflazione, il deficit della bilancia dei pagamenti e la diminuzione degli investimenti, che caratterizzarono il biennio 1962-63, furono imputate alle dinamiche salariali. A detta del governatore "nessun sistema produttivo avrebbe resistito senza scosse all'urto derivante da una redistribuzione dei redditi e dai connessi spostamenti della domanda, nelle dimensioni che tali fenomeni hanno assunto in Italia nello spazio di due anni"<sup>397</sup>.

La versione della Banca d'Italia, che sosteneva di avere proseguito nell'espansione monetaria nel 1963-64, eventualmente rallentando il processo con gradualità<sup>398</sup>, fu oggetto di contestazione da parte di chi vide invece una manovra deflazionistica. Le argomentazioni di La Malfa e Modigliani, che sostennero fosse stata attuata una manovra restrittiva, a partire dal terzo trimestre del 1963 fino a tutto il secondo del 1964, appaiono, dati alla mano, più convincenti. I due dimostrarono che nel periodo considerato la creazione di liquidità fu sistematicamente e significativamente inferiore a quella dei corrispondenti periodi degli anni precedenti. Attribuirono alla politica restrittiva il merito della stabilizzazione dei prezzi e del risanamento della bilancia dei

---

<sup>395</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1962*, pp. 475-476, 507-508.

<sup>396</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1963*, p. 481.

<sup>397</sup> *Ivi*, p. 485.

<sup>398</sup> *Ivi*, p. 496 e 507; Banca d'Italia, *Relazione 1964*, p. 487.

pagamenti, ma confutarono la tesi di Carli secondo il quale l'alterazione del rapporto costi-ricavi fosse la causa della crisi degli investimenti. Secondo Modigliani e La Malfa fu proprio la stretta creditizia la causa del calo degli investimenti, ma in mancanza di una politica dei redditi la giudicavano comunque necessaria. Le restrizioni nell'offerta di moneta e di credito avrebbero dovuto tradursi in un aumento dei tassi di interesse, ma ciò non si verificò perché i tassi passivi delle banche erano bloccati dall'accordo interbancario, pertanto la scarsità di denaro si tradusse in un intensificato razionamento del credito. I due sostennero però che la stabilizzazione avrebbe avuto effetti meno duri sull'occupazione se le autorità monetarie avessero seguito una politica meno espansiva nel 1962 e una più inflazionistica nella seconda metà del 1964 e nel 1965, accompagnata da una maggiore flessibilità nei tassi d'interesse. In seguito Zanetti<sup>399</sup> e Sylos Labini<sup>400</sup> misero in luce come la diminuzione degli investimenti all'interno delle grandi imprese avesse preceduto la stretta, mentre Carli<sup>401</sup> sostenne che il ritardo nell'attuazione di una politica restrittiva era finalizzato a consentire il completamento degli investimenti industriali in corso all'epoca. Rimane da chiarire per quale motivo il governatore avesse cercato di negare la stretta in atto, tanto più che lo stesso Carli nel 1977 ammise la stretta<sup>402</sup>. A tale proposito sembra fondata l'ipotesi che vuole le argomentazioni di Carli rispondenti non all'esigenza di chiarire i problemi congiunturali affrontati dalle autorità monetarie, ma a quella di giustificare la posizione della banca centrale sull'incompatibilità dei nuovi livelli salariali da un lato e la difesa del processo di accumulazione e lo sviluppo dall'altro<sup>403</sup>.

Secondo la Banca d'Italia, in prossimità del pieno impiego, gli obiettivi della politica economica erano raggiungibili solo tramite una coerente politica dei redditi e a tale proposito la politica poteva dare un forte contributo. Si fece infatti notare che "gli stati moderni sono anche importanti datori di lavoro ed in questa loro qualità non possono

---

<sup>399</sup> Zanetti G., *Le motivazioni dell'investimento nella grande impresa*, Il Mulino, Bologna 1977, pp. 383-385.

<sup>400</sup> Sylos Labini, *Problemi dello sviluppo economico*, Laterza, Roma-Bari 1977, cap. III.

<sup>401</sup> Carli G., *Intervista sul capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari, 1997, pp. 38-39.

<sup>402</sup> *Idem*.

<sup>403</sup> Nardozi G., *Accumulazione di capitale e politica monetaria: il punto di vista della Banca d'Italia*, in Lunghini G (a c. di), *Scelte politiche e teorie economiche*, p. 114.

rifiutare di dimostrare con il loro comportamento pratico verso quale politica dei redditi intendano orientare la condotta dei privati”<sup>404</sup>.

Nel presentare i risultati di un’indagine sull’andamento comparato dei salari, della produzione, della liquidità e dei prezzi in un gran numero di paesi, si spiegava che “le fasi di espansione economica in regime di prezzi sostanzialmente stabili hanno coinciso con costi del lavoro per unità di prodotto stabili o decrescenti”. Laddove invece si verificò un andamento crescente dei costi per un unità di prodotto il ritmo della produzione fu mantenuto, temporaneamente solo grazie all’incremento della liquidità e al conseguente aumento dei prezzi. Allorché si rese inevitabile il ricorso ad una politica restrittiva il riequilibrio fu possibile solo attraverso un rallentamento dello sviluppo produttivo<sup>405</sup>. Sulla base di queste considerazioni si auspicavano politiche di stabilizzazione dei costi per unità di prodotto, prorogando contratti di lavoro in scadenza e attenuando la scala mobile anche con l’allungamento del tempo intercorso tra gli aggiustamenti. L’obiettivo era evitare che gli oneri sul lavoro provocassero aumenti ulteriori dei prezzi, che avrebbero minacciato la competitività internazionale dell’economia italiana e di conseguenza il livello occupazionale<sup>406</sup>.

Anche la relazione sul 1964 attribuì alle dinamiche salariali le difficoltà congiunturali. Questa volta il governatore, rispondendo implicitamente a quanti chiedevano una politica espansiva, mise in guardia dai rischi che un ricorso indiscriminato al credito dell’istituto di emissione poteva avere. Le attività produttive che avessero trovato soluzione allo squilibrio tra costi e ricavi in una politica inflativa avrebbero comunque ridotto gli investimenti e col tempo si sarebbe giunti a una “situazione di usura e di obsolescenza diffuse degli impianti produttivi” che “unitamente alla inadeguatezza e all’insufficiente manutenzione delle infrastrutture” avrebbe rivelato “alla fine un effetto ritardatore dello sviluppo inerente a quelle politiche”<sup>407</sup>.

---

<sup>404</sup> Banca d’Italia, *Relazione 1963*, p. 489.

<sup>405</sup> *Ivi*, p. 490.

<sup>406</sup> *Ivi*, pp. 515-518.

<sup>407</sup> Banca d’Italia, *Relazione 1964*, pp. 485-492.

Se la relazione sul 1966 esprimeva apprezzamento per la moderazione delle richieste dei sindacati, che avevano evitato spinte sui prezzi<sup>408</sup>, la relazione sul 1969 tornò a contestare le rivendicazioni sindacali<sup>409</sup>. Lo stesso avvenne l'anno successivo, ma in questo caso la sfiducia fu più marcata che negli anni '60. Si riteneva ormai impossibile prolungare la fase di crescita, soprattutto a causa delle condizioni della produzione (il persistere di scioperi di gruppi non organizzati sindacalmente e l'assenteismo), che avevano indotto le aziende a misure di riorganizzazione e decentramento. Fu ribadita l'importanza dell'autofinanziamento, soprattutto per la piccola impresa e per il settore privato, mentre sul fronte dell'impresa pubblica, quella che più aveva incrementato gli investimenti nel 1970, si avvertiva che, qualora si fosse caricato l'investimento di finalità che riducevano la redditività dell'investimento, come quella di porre rimedio a squilibri territoriali e sociali, si ostacolava nuovamente la formazione di ricchezza all'interno delle imprese<sup>410</sup>. Il governatore, forse consapevole di condurre una battaglia di retroguardia, si lasciava andare a un atteggiamento nostalgico e pessimista, individuando nella "decadenza del sentimento della disciplina sociale" la causa dell'aumento dei prezzi. Di fronte a questa "decadenza" non valevano né politiche fiscali, né monetarie<sup>411</sup>.

#### *Il governatore e il mercato finanziario*

Nella relazione sul 1961 Carli mostrò soddisfazione per l'andamento del mercato finanziario italiano, cresciuto più che negli altri paesi europei e quadruplicato in due anni nelle dimensioni dei flussi. Anche le emissioni azionarie erano per Carli motivo di compiacimento, essendo state nel triennio 1959-61 pari al 26,9% degli investimenti fissi realizzati nel paese, contro il 14,4 della Germania, l'11,3 della Francia e il 9,6 del Regno

---

<sup>408</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1966*, pp. 350-351.

<sup>409</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1969*, pp. 388-389, 394 e 399.

<sup>410</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1970*, pp. 359 e 378.

<sup>411</sup> "La decadenza del sentimento della disciplina sociale, in Italia e nel resto del mondo, produce la conseguenza che i gruppi muniti di un potere sufficiente muovono alla conquista di porzioni più elevate del reddito, imponendo l'accettazione di prezzi in ascesa. Né le politiche fiscali, né quelle monetarie, né il sapiente dosaggio delle une e delle altre possono eliminare i mali dei quali soffre la società quando gli individui non si sentano legati ad un civile consorzio, parti cooperanti di esso, attingenti il loro valore dal lavoro che vi compiono e dalla coesione che esso realizza nella libertà" (Banca d'Italia, *Relazione 1970*, p. 384).

Unito. Due anni più tardi la banca centrale si trovò a fare i conti con una realtà radicalmente mutata. Di fronte al calo delle emissioni azionarie del 1963 precisò che questo non era dipeso dalle autorizzazioni non concesse, ma dalla mancanza di domande. Per la prima volta il governatore chiese che si intervenisse a favore del mercato azionario con appositi provvedimenti legislativi e in particolare con la creazione di nuovi investitori istituzionali, quali i fondi d'investimento. Poneva però due condizioni: una politica economica che offrisse alle imprese ragionevoli prospettive fra costi e ricavi, essendo le oscillazioni dei corsi azionari determinate nel lungo periodo dalle prospettive di profitto. L'istituzione dei fondi d'investimento doveva servire invece a stabilizzare il mercato. Carli consigliò al legislatore di non attendere la riforma delle società per azioni, il cui progetto di legge includeva la disciplina dei fondi comuni, ma di assumere subito provvedimenti di natura tributaria che limitassero, o meglio escludessero, l'applicabilità delle norme della legge 29 dicembre 1962 n. 1745 (la cedolare) nei riguardi dei dividendi percepiti da fondi comuni d'investimento e stabilissero che le plusvalenze derivanti dal realizzo di titoli compresi nei fondi comuni non costituissero reddito ai fini dell'applicazione delle imposte dirette sul reddito delle persone fisiche. Altre ipotesi caldegiate erano la concessione agli istituti assicurativi e previdenziali di limiti più ampi per l'acquisto di azioni e l'istituzione, oltre che dei fondi comuni di investimento, di fondi amministrati dai lavoratori, ma in un quadro legislativo che imponesse un adeguato frazionamento degli investimenti, che escludesse partecipazioni di controllo e che consentisse l'investimento in azioni estere<sup>412</sup>. "Nei paesi finanziariamente più evoluti – fece notare il governatore – la continuità dei flussi di risparmio è creata dalla estensione assunta dai fondi assicurativi e previdenziali. La limitata applicazione di sistemi previdenziali basati sulla capitalizzazione ed il proposito di un loro abbandono costituiscono un ostacolo alla creazione nel nostro Paese di un efficiente mercato dei capitali"<sup>413</sup>. La mancanza di questo tipo di istituzioni aumentava il lavoro degli intermediari finanziari bancari che finanziavano l'acquisto di titoli a reddito fisso mediante l'accaparramento di depositi remunerati con tassi di interesse più alti,

---

<sup>412</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1963*, pp. 502-504.

<sup>413</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1964*, p. 483.

andando incontro alle preferenze del pubblico, che vedeva garantita la liquidità dei propri risparmi e una retribuzione soddisfacente<sup>414</sup>.

La banca centrale chiedeva un riequilibrio tra l'offerta di azioni e quella di obbligazioni anche in considerazione della forte crescita dell'offerta di queste ultime. L'offerta di obbligazioni era eccedente rispetto alle possibilità di collocamento e questo costringeva la banca centrale a intervenire con mezzi inflazionistici. Furono soprattutto le emissioni dell'Enel nel 1964 a creare problemi e a indurre la banca centrale a intervenire sia attraverso l'acquisto diretto da parte dell'istituto di emissione e di enti che da esso ottenevano disponibilità liquide, sia mediante l'acquisto di obbligazioni da parte delle aziende di credito<sup>415</sup>.

Già nel 1962, in occasione dell'assemblea dell'Associazione bancaria italiana, Carli aveva messo in conto che la diminuzione dell'autofinanziamento delle imprese conducesse a un maggior ricorso al mercato dei capitali e aveva anticipato che l'emissione di maggiori quantità di obbligazioni dovesse essere accompagnata da una stabilizzazione dei tassi, ma al tempo stesso affermava che le emissioni dovevano essere opportunamente dosate, anche a costo di operare delle scelte, affinché non eccedessero la capacità di risparmio<sup>416</sup>.

Anche nella relazione sul 1965 fu inserita la richiesta di interventi a favore del mercato azionario, quali l'istituzione dei fondi d'investimento, di società di investimento mobiliare e di nuovi strumenti quali le obbligazioni convertibili e le azioni di risparmio (limitate nel diritto di voto e privilegiate nel dividendo). Questi strumenti erano ritenuti garanti della stabilità delle amministrazioni delle grandi società e pertanto più graditi alle stesse, ma si faceva richiesta anche di maggiore trasparenza a tutela degli azionisti e di nuove regole che garantissero la completa pubblicità sul bilancio e sulla gestione delle società quotate. Queste iniziative legislative non erano però ancora sufficienti a risolvere la crisi nella quale il mercato azionario italiano era precipitato. La banca centrale paventava un altro pericolo associato al declino dei corsi, vale a dire la possibilità che le

---

<sup>414</sup> *Ivi*, p. 496.

<sup>415</sup> Banca d'Italia, *Relazione annuale 1964*, p. 472.

<sup>416</sup> Carli G., *Verso un assetto più efficiente del mercato monetario e finanziario*, in "Bancaria", n. 11, novembre 1962, p. 1276.

società italiane diventassero oggetto di acquisizione da parte di stranieri, allettati dai contributi erogati alle imprese dallo stato, oltre che dal livello basso delle quotazioni. Per la prima volta Carli pose al centro della questione l'ordinamento tributario, ritenuto all'origine della preferenza delle imprese per l'indebitamento<sup>417</sup>. L'anno successivo il Mercato Comune fu il pretesto per chieder provvedimenti in materia fiscale che rendessero il mercato azionario più competitivo. Le diversità di trattamento che producevano distorsioni nella circolazione di capitali andavano eliminate, in particolare ogni sistema di rilevazione automatica (nominatività e schedario dei titoli). Le ritenute praticate sui redditi mobiliari dovevano essere sottoposti a ritenute d'acconto con la facoltà per il contribuente di optare tra la possibilità di considerarle definitive o di dedurle dall'imposta personale, così come previsto dal regime temporaneo introdotto in Italia nel 1964<sup>418</sup>. Si tenga presente che queste considerazioni il governatore le espresse nel maggio del 1967, pochi mesi dopo l'abolizione del regime transitorio della cedolare secca. Il ripristino della nominatività azionaria induceva taluni residenti a ricorrere all'invio illegale all'estero di banconote, o al disinvestimento di titoli acquistati in precedenza sotto nominativi esteri, al fine di sottrarsi all'imposta o ai controlli, che, l'utilizzo dei canali ufficiali avrebbe comportato<sup>419</sup>. La vendita di azioni da parte dei privati era, in parte, assorbita dai portafogli pubblici, col risultato di una "nazionalizzazione surrettizia", cui partecipava anche il fondo pensione della banca centrale. La diminuzione delle emissioni di nuove azioni rafforzava invece i gruppi di controllo costituiti sotto forma di società. Questi potevano riacquistare i titoli venduti dai piccoli risparmiatori a prezzi influenzati dalle decisioni prese dagli stessi gruppi. La riattivazione del mercato azionario era considerata una priorità e l'ostacolo da rimuovere era proprio il regime fiscale. Il governatore sollecitò l'approvazione di una riforma tributaria, sulla base dei principi enunciati nel disegno di legge delega presentato nel 1967, che escludesse ogni accertamento nominativo dei percettori degli interessi dei conti correnti, dei depositi e dei titoli obbligazionari. Se la nominatività fosse stata estesa a tutte le forme di reddito mobiliare la discriminazione nei confronti

---

<sup>417</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1965*, pp. 394-395.

<sup>418</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1966*, 353-354.

<sup>419</sup> *Ivi*, p. 176.

delle azioni sarebbe venuta meno, ma si faceva notare che il mercato obbligazionario costituiva il principale canale di finanziamento delle imprese nei mercati più grandi. Il mantenimento della nominatività azionaria non piaceva alla banca centrale: il suo mantenimento avrebbe continuato a creare distorsioni tra i due comparti del reddito fisso e del reddito variabile; l'Italia avrebbe continuato a trovarsi in condizioni di debolezza rispetto ai mercati esteri, anche per la mancanza dei fondi comuni d'investimento che nel resto d'Europa avevano assunto una certa rilevanza e che avevano cominciato a operare anche in Italia. La debolezza del mercato azionario si ripercuoteva sulla struttura patrimoniale delle imprese italiane, che in rapporto a quelle degli altri paesi del Mec si trovavano appesantite da una maggiore quota di indebitamento<sup>420</sup>.

Negli anni successivi, mentre il fenomeno dell'esportazione di capitali assumeva dimensioni maggiori, aumentò anche la preoccupazione della banca centrale, che tornò più volte sui problemi relativi al mercato azionario e al regime tributario. La scarsa varietà di titoli e il regime fiscale spingevano i risparmiatori italiani ad investire in titoli esteri con caratteristiche a loro più gradite, anche tramite i fondi d'investimento di diritto estero che operavano in Italia. Era auspicabile, secondo la Banca d'Italia, al fine di ampliare il listino, l'obbligo per le grandi imprese che ottenevano crediti agevolati di offrire una parte delle loro azioni in pubblica sottoscrizione e chiederne la quotazione in borsa<sup>421</sup>.

In occasione della celebrazione della Giornata mondiale del risparmio del 1968, Carli tornò ancora sul tema dell'ordinamento tributario spiegando come questo scoraggiasse le imprese italiane a ricercare capitali sul mercato e le famiglie a fornirli, provocando una caduta dei corsi dei titoli, mentre negli altri paesi le borse erano in crescita, sicché alla spinta alla vendita delle azioni italiane si aggiungeva quella all'acquisto di azioni straniere. Per frenare l'esportazione di capitali il governatore chiedeva ancora una volta l'istituzione dei fondi comuni d'investimento. Qualora a essi fosse stato assegnato un trattamento fiscale simile a quelli vigenti negli altri paesi europei avrebbero contribuito

---

<sup>420</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1966*, pp. 354-357, 376.

<sup>421</sup> *Ivi*, p. 368.



a un'azione regolatrice delle quotazioni azionarie. Si chiedeva anche il ripristino della cedolare secca del 30% istituita nel 1964, la cui efficacia, secondo il governatore, era stata confermata dall'esperienza<sup>422</sup>.

Analoghe considerazioni furono espresse in occasione della relazione sul 1968, ma in questo caso il richiamo al mondo politico si fece più forte. Le discussioni dei disegni di legge inerenti la riforma delle società per azioni, la riforma tributaria e l'istituzione dei fondi d'investimento furono giudicate di una "lunghezza inattesa e pregiudizievole" degli interessi del paese che invece richiedevano la "sollecita approvazione" delle riforme in questione. "Il successo dei fondi comuni – ribadì il governatore – dipenderà , in larga misura dal regime fiscale che ad essi e ai portatori di parti verrà riservato". Carli pensava alla possibilità per il sottoscrittore di un fondo, di scegliere tra un'imposta cedolare secca e il farsi riconoscere dagli uffici fiscali, o essere sottoposto a una ritenuta d'acconto con il relativo credito d'imposta. La riforma delle società per azioni era necessaria per garantire un quadro di regole e di trasparenza che garantisse il corretto funzionamento del mercato e la correttezza di eventuali scalate, a tutela dei piccoli azionisti. Di fronte alle carenze legislative e all'attrazione dei titoli esteri la banca centrale riteneva opportuno che le banche italiane entrassero nel mercato dei fondi d'investimento di diritto estero e procedessero alla loro collocazione e alla collocazione di titoli esteri presso i risparmiatori italiani<sup>423</sup>.

Nella relazione sul 1970 il governatore indicava quale causa principale delle esportazione di capitali "motivazioni di natura extra-economica, rappresentate dalle reazioni degli operatori alle alterne vicende della situazione socio-politica". Queste reazioni contribuirono a esaltare l'importanza del trattamento fiscale dei redditi di capitale in Italia e la ricerca di forme differenziate di investimento del risparmio finanziario<sup>424</sup>. La centralità del fattore fiscale, come abbiamo visto, tardò a farsi strada nella interpretazione che la banca centrale diede a quello che è stato definito come sciopero del capitale e al problema dell'esportazione di capitali. I provvedimenti fiscali

---

<sup>422</sup> Carli G., *Ostacoli e prospettive per l'impiego diretto del risparmio in investimenti produttivi*, in "Bancaria", n. 10, ottobre 1969, pp. 1252-1253.

<sup>423</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1968*, pp. 355-358.

<sup>424</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1970*, p. 367-368.

del 1962, sia la cedolare, che l'aumento delle aliquote, non suscitarono all'epoca preoccupazione. Solo dopo gli eventi del 1963-64 nelle relazioni annuali la centralità fino allora data alla questione della politica dei redditi lasciò spazio anche ad altre considerazioni. In particolare nella relazione sul 1971, in una riflessione sull'andamento del mercato azionario negli anni '60, il governatore indicò nei provvedimenti del 1962, cedolare e aumento delle aliquote, ma anche nell'aumento complessivo del peso dell'imposizione fiscale derivante dal degrado monetario, i fattori frenanti di quel mercato<sup>425</sup>. Da qui partiva la richiesta che la riforma tributaria in discussione all'epoca introducesse norme meno severe per l'azionista italiano, che era sottoposto a un carico più oneroso di quelli vigenti negli altri paesi europei. Il governatore faceva riferimento ai paesi dove vigeva il credito d'imposta, che permetteva di recuperare in tutto o in parte l'imposta pagata dalle società sugli utili distribuiti. Sul fronte del mercato obbligazionario era giudicata eccessiva l'imposta del 30% sulle cedole delle obbligazioni emesse dalle imprese. Il disegno di legge in discussione prevedeva, infatti, una ritenuta per i corporate bonds più alta rispetto a quella prevista per i titoli emessi dagli enti pubblici e dagli istituti di credito (10%) o dalle società finanziarie (20%)<sup>426</sup>.

C'è chi ha letto nella politica di sostegno ai corsi delle obbligazioni una contraddizione con la professione di fede nella libera iniziativa e nel mercato delle relazioni annuali<sup>427</sup>. La stabilizzazione dei tassi d'interesse e il collocamento di obbligazioni tramite la creazione di mezzi monetari ha favorito la trasformazione del risparmio tramite il sistema depositi-obbligazioni-prestiti, la cosiddetta doppia intermediazione, ha favorito l'aumento dell'indebitamento delle imprese e l'espansione del settore pubblico, o meglio dell'"area privilegiata" come la definì De Cecco (imprese pubbliche e grandi imprese private)<sup>428</sup>. La banca centrale ha sicuramente favorito la crescita del mercato obbligazionario a scapito del mercato azionario, tuttavia non credo potesse modificare le caratteristiche del sistema finanziario italiano. La Banca d'Italia svolgeva un compito specifico e non era certo depositaria del potere legislativo. Né si può in alcun modo

---

<sup>425</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1971*, p. 370.

<sup>426</sup> *Ivi*, pp. 371 e 382.

<sup>427</sup> Nardozzi G., *Accumulazione di capitale*, pp. 119-120.

<sup>428</sup> De Cecco M., *Banca d'Italia e "conquista politica" del sistema del credito*, in AA. VV., *Il governo democratico dell'economia*, De Donato, Bar 1976.

sostenere che vi sia stata una qualche reticenza da parte del governatore, che anzi ha sempre espresso chiaramente il suo parere sull'argomento. Di fronte ad una classe politica che si mostrava sorda agli appelli del governatore affinché si assumessero quei provvedimenti che avrebbero potuto favorire una ripresa del mercato finanziario e assicurare un diverso canale di finanziamento alle imprese, la banca centrale non poteva che agire nel breve periodo in modo da assicurare comunque gli investimenti, per mezzo di quel canale che, per ragioni fiscali, si era dimostrato meno oneroso per le imprese. Esemplare fu l'iter del disegno di legge sull'istituzione dei fondi comuni d'investimento, che nonostante le reiterate richieste di Carli non arrivò all'approvazione per le divisioni interne alla maggioranza sul trattamento fiscale. La banca centrale fu costretta nel dicembre del 1969 a intervenire per via amministrativa, per arginare la fuoriuscita di capitali che si realizzava con i fondi di diritto estero operanti in Italia, imponendo l'obbligo per i fondi esteri di investire almeno il 50% in Italia.

*Dell'Amore, Siglienti, Mattioli*

Considerazioni simili a quelle di Carli furono espresse da altri banchieri in materia di mercati finanziari. Il mondo bancario non si dimostrò particolarmente geloso della predominanza che andava assumendo nell'economia italiana, anzi avvertì le stesse preoccupazioni che animavano la banca centrale.

In primo luogo vi era il problema del peso della "monetizzazione" dei titoli obbligazionari, che sempre di più finivano nei portafogli delle aziende di credito, che a loro volta erano costrette a fare a gara per accaparrarsi i depositi. Il presidente dell'Associazione fra le Casse di Risparmio Giordano dell'Amore concordava col governatore sulla necessità che le aziende di credito si attenessero all'accordo interbancario e non aumentassero i tassi d'interesse: non solo non sarebbe servito ad aumentare il risparmio nazionale, ma avrebbe fatto affluire al sistema bancario risparmi che dovevano essere investiti nel mercato finanziario<sup>429</sup>. Secondo dell'Amore la componente liquida delle attività finanziarie era divenuta eccessiva e sproporzionata

---

<sup>429</sup> Dell'Amore G., *Il contributo del sistema bancario alla politica del risparmio* (discorso tenuto alla celebrazione della Giornata del risparmio a Roma il 31 ottobre 1967), in "Mondo Economico", n. 4, novembre 1967, p. 8.

rispetto al reddito nazionale, determinando una crescita dei tassi a lunga scadenza e della quantità di obbligazioni detenute nei portafogli delle aziende di credito, tale da mettere in pericolo la stabilità monetaria. La possibilità di emettere obbligazioni da parte delle imprese private doveva essere ripristinata attraverso una contrazione delle emissioni di titoli pubblici o afferenti al settore pubblico e grazie a una revisione delle normative fiscali che facevano costare il rimborso delle cedole al tasso del 6%, oltre il 9%. L'esposizione degli istituti di credito verso le imprese era ritenuta rischiosa e contribuiva ad aumentare il costo del denaro. Al fine di riequilibrare il peso del capitale proprio rispetto all'indebitamento Dell'Amore auspicava l'adozione di quelle misure, già richieste dall'autorità monetaria, che avrebbero permesso al mercato azionario di funzionare meglio. Consapevole delle difficoltà che l'istituzione dei fondi d'investimento e la revisione delle norme relative alla nominatività azionaria incontravano e della contrarietà di determinati ambienti politici, invitava a considerare la questione solamente sotto il profilo tecnico, dal momento che non si trattava di favorire una ristretta cerchia di speculatori, ma di favorire lo sviluppo del paese grazie ad un sistema di finanziamento che espandesse gli investimenti privati, poiché vi era una stretta relazione tra ritardo tecnologico e inadeguatezza del sistema finanziario<sup>430</sup>.

Sulla stessa linea di Dell'Amore era anche Stefano Siglienti, presidente dell'Associazione bancaria italiana. A vecchi problemi quali l'insufficiente capacità di autofinanziamento delle imprese e le difficoltà di accesso al mercato finanziario, secondo Siglienti, si aggiungevano i nuovi problemi imposti dall'integrazione del mercato dei capitali dei paesi del MEC, ma la sempre più facile erogazione di crediti agevolati non era sufficiente a risolvere il problema, bensì un ennesimo motivo di preoccupazione. Anche il presidente dell'ABI auspicava l'approvazione delle riforme della borsa e delle società per azioni, nonché l'istituzione dei fondi comuni d'investimento. Il problema centrale del mercato azionario era l'insufficiente afflusso di capitali, sia di investitori istituzionali, sia di privati. La stessa stabilità dei corsi del periodo 1966-68 non era dovuta alla ripresa della domanda di azioni ma alla mancata

---

<sup>430</sup> *Dichiarazioni del prof. Dell'Amore all'Assemblea della Banca d'Italia*, in "Mondo Economico", n. 23, 8 giugno 1968, p. 25.

offerta di nuovi titoli. Anche per Siglienti il fenomeno della doppia intermediazione costituiva una minaccia per il sistema bancario, sia per gli effetti che l'espansione del mercato obbligazionario poteva avere sui tassi d'interesse, sia perché comportava una trasformazione del sistema bancario più funzionale alla sottoscrizione di titoli. Tale trasformazione avrebbe compromesso la possibilità per le imprese e per la pubblica amministrazione di trovare presso il sistema bancario il credito necessario con la stessa facilità e tempestività. Il primo compito della banca, in materia di titoli, non era quello di sottoscriverli, ma di favorirne il collocamento presso il pubblico, a vantaggio dell'efficienza del mercato finanziario<sup>431</sup>.

Anche Mattioli, presidente della Banca Commerciale Italiana, era preoccupato dai consistenti acquisti di obbligazioni effettuati dalle aziende di credito. Costituiva per lui un vanto la capacità dimostrata dalla sua banca nel collocare quei titoli presso il pubblico. Le obbligazioni non sostituivano, secondo Mattioli, i crediti finanziari, anzi si aggiungevano ad essi e non avevano altro vantaggio se non quello di poter ottenere anticipazioni dalla Banca d'Italia<sup>432</sup>. Le banche, sostituendosi al risparmiatore nella

---

<sup>431</sup> "Mondo Economico", n. 10, 9 marzo 1968, p. 43-44 (Discorso tenuto in occasione dell'assemblea dell'ABI).

<sup>432</sup> "La tesi di moda divulga essersi creato il canale tra finanza e credito attraverso l'impinguamento del portafoglio obbligazionario delle banche, un canale che servirebbe ad esonerare le banche dall'erogazione di crediti finanziari ed a preservarle così dal diventare banche miste, salvaguardando la loro verginità di banche cosiddette 'ordinarie'. Ora quali sono le obbligazioni che vanno nel portafoglio delle banche? Nella quasi totalità sono titoli semi-statali o parastatali o comunque ammessi alle anticipazioni presso la banca centrale. Al 31 dicembre 1966 le aziende di credito possedevano, oltre a 3150 miliardi di B.T. e altri titoli di Stato, 3025 miliardi di obbligazioni degli istituti speciali (di cui 814 di istituti fondiari), più di 1136 miliardi di obbligazioni IRI-ENEL-ENI, e appena 198 miliardi di 'altre' obbligazioni ed Enti internazionali. Lasciamo fuori le cartelle fondiarie e, ovviamente, le 'altre'. Restano, grosso modo, 3350 miliardi di titoli anticipabili (senza contare naturalmente i titoli di Stato). Le obbligazioni avrebbero dovuto idealmente – secondo la 'formula' – sostituirsi ai crediti finanziari. In realtà, invece, si aggiungono ad essi (che valutiamo, in base alla nostra esperienza e alla conoscenza che abbiamo del mercato, in 1500-1600 miliardi almeno), formando una massa eteroclita rotante sui 5000 miliardi. Ci si potrebbe obiettare che almeno il grosso delle emissioni degli istituti speciali mobiliari (per circa 1411 miliardi) avrebbe dovuto andare a vantaggio e sollievo del privato. Ma, a parte il fatto che, quando ciò avviene, il privato è messo in pratica nella condizione di non potersi più muovere e di dover cercare di ottenere di nuovo crediti bancari senza la disponibilità di garanzie valide, un quesito sorge imperioso e richiede non meno perentoria risposta. E cioè: di quanto il sistema alleggerisce la quota di credito finanziario che ha erogato allorché immette nel proprio portafoglio le obbligazioni che sottoscrive? Di nulla, se non 'rientra' nel credito concesso (non parliamo di quando ne concede di nuovo: vi abbiamo pur mo' indirettamente accennato!).

sottoscrizione di titoli e remunerando i depositi a tassi non lontani da quelli delle obbligazioni, dissuadevano il pubblico dall'acquisto di titoli e producevano distorsioni nel sistema dei tassi. "Non è irragionevole apprensione – spiegava Mattioli – quella di chi teme che il cosiddetto finanziamento dei cicli della produzione e degli scambi sia sotto la minaccia di un'esplosione che può far scoppiare da un lato l'esercizio ordinario del credito e dall'altro le difese opposte all'inflazione. Altro che dissertazioni sulla liquidità!"<sup>433</sup>. L'emissione di obbligazioni aumentava in relazione alle aumentate esigenze di finanziamento del settore pubblico e la stessa prevalenza della mano pubblica nell'economia italiana era favorita dalla possibilità di assorbire, grazie alla garanzia dello stato, la grande maggioranza dei mezzi liquidi disponibili sul mercato. I debiti erano poi restituiti con l'emissione di altri debiti, "monetizzabili" presso la Banca d'Italia. Tutto questo produceva delle modificazioni nella struttura patrimoniale delle imprese, alle quali erano fatti affluire finanziamenti raccolti in questa maniera. Preoccupato della sopravvivenza e della salute dell'iniziativa privata, schiacciata dall'invadenza del settore pubblico, Mattioli non intravedeva alternativa all'espansione del mercato obbligazionario. In mancanza di mezzi il settore privato non poteva certo "contrattare", sullo stesso piano del settore pubblico, la programmazione. Il "canale moneta-finanza", come lo definiva Mattioli, acuiva i mali di cui era affetto il mercato mobiliare italiano: il regime fiscale della cedolare, la nominatività dei titoli azionari "singolare nel MEC e plurale nei suoi riflessi negativi"<sup>434</sup>. Anche Mattioli sosteneva quegli stessi provvedimenti richiesti dalla banca centrale che avrebbero potuto ridare vigore al mercato azionario, ma era consapevole che, affinché ciò fosse possibile, era necessario che si abbandonassero gli impedimenti di natura ideologica che non consentivano l'abolizione della nominatività obbligatoria. Il risveglio del mercato azionario avrebbe potuto ristabilire il riequilibrio tra il settore pubblico e quello produttivo e permettere a

---

Di un 'grado' di liquidità nel caso opposto, in quanto sostituisce a un credito finanziario un titolo su cui può ottenere anticipazioni dalla Banca d'Italia (o nobiltà della cambiale antica!). Ma in nessuno dei due casi la situazione può considerarsi 'risolta', e si ingigantisce l'ombra che aduggia il nostro mercato e il suo vibratile centro monetario". (*Relazione Mattioli all'Assemblea della Comit*, in "Mondo Economico", n. 15, 15 aprile 1967, pp. 20-21).

<sup>433</sup> *Idem*.

<sup>434</sup> *Relazione Mattioli all'Assemblea della Comit*, in "Mondo Economico", n. 18, 4 maggio 1968, p. 22.

quest'ultimo di ritrovare "i suoi organi respiratori, i suoi mezzi di vita e di crescita". Oltre a lamentare la nominatività obbligatoria dei titoli azionari Mattioli chiese che gli investitori istituzionali potessero avere maggiore libertà di acquistare titoli a reddito variabile, la costituzione dei fondi d'investimento, una riforma della tassazione delle società per azioni e dei loro utili. In attesa della riforma tributaria si sarebbe dovuto intervenire senza indugi a esentare gli aumenti di capitale dall'imposta sulle società, in modo che fiscalmente le azioni di nuova emissione fossero per il conto economico delle imprese equiparabili alle obbligazioni<sup>435</sup>. L'esenzione fu proposta dal ministro Colombo nel 1968, ma rifiutata dal parlamento e infine approvata nel 1970 (se veda il capitolo 5).

---

<sup>435</sup> *Idem e Relazione Mattioli all'Assemblea della Comit*, in "Mondo Economico", n. 15, 15 aprile 1967, p. 21.

## 8. La riforma tributaria

### 8.1 Dalla Commissione Cosciani alla proposta Visentini

La riforma tributaria entrata in vigore tra il 1973 e il 1974 vide la luce dopo una lunga fase preparatoria. Già nell'agosto del 1962 il ministro delle finanze Trabucchi istituì la prima Commissione per lo studio della riforma tributaria, sotto la guida del professore Cesare Cosciani. Nel maggio del 1963 i lavori terminarono con un esteso rapporto, redatto dallo stesso Cosciani, contenente le proposte di una nuova struttura dell'intero sistema di imposizione<sup>436</sup>. Secondo la Commissione gli obiettivi della riforma erano molteplici. In primo luogo era necessario soddisfare un'esigenza di chiarezza e semplicità, così da evitare il più possibile gli errori di interpretazione. Secondo Cosciani la fretta nell'approvazione dei provvedimenti fiscali era spesso motivo di incongruenze e imperfezioni che a loro volta generavano una continua emanazione di decisioni, circolari, istruzioni interpretative da parte del ministero, col risultato di aumentare ulteriormente la confusione. Ulteriore problema era il numero delle sovrimposte e addizionali di ogni tipo che si aggiungevano alle aliquote dell'imposta di ricchezza mobile.

Il secondo obiettivo era la progressività del sistema tributario, come disposto dall'articolo 53 della Costituzione:

“Tutti sono tenuti a concorrere alle spese pubbliche in ragione della loro capacità contributiva.

Il sistema tributario è informato a criteri di progressività”.

Il secondo comma dell'articolo lasciava però il legislatore libero di scegliere il livello della progressività, pertanto essendo una scelta prettamente politica la Commissione ritenne di doversi limitare a fare proposte che mantenessero inalterato il gettito e generassero scostamenti minimi rispetto alla curva delle aliquote in vigore all'epoca. La

---

<sup>436</sup> Cosciani C., *Stato dei lavori della Commissione per lo studio della riforma tributaria*, Milano, Giuffrè 1964.



progressività del sistema tributario italiano del tempo era giudicata comunque grossolana essendo affidata non tanto alla imposizione personale progressiva, quanto alla discriminazione qualitativa dei redditi. I redditi da lavoro erano infatti trattati più favorevolmente rispetto a quelli da capitale. La discriminazione si realizzava tramite aliquote più alte per l'imposta di ricchezza mobile di categoria A e B e tramite l'imposta sulle società. Per realizzare una progressività "perequata, efficiente e trasparente", era necessario conglobare le varie imposte sul reddito (imposta complementare, imposta di famiglie e imposte cedolari sul reddito dei terreni, dei fabbricati, dei redditi agrari, di ricchezza mobile e tutte le relative addizionali) in un'unica imposta personale progressiva sul reddito globale. La discriminazione ai danni dei redditi da capitale non doveva, secondo Cosciani, venire meno. La maggiore capacità contributiva del reddito da capitale non era da mettere in discussione. Essa derivava dalla temporaneità del reddito di lavoro, dall'essere il reddito da lavoro un reddito che presuppone un costo e un sacrificio attuale, dall'essere i redditi da lavoro generalmente più bassi di quelli di capitale.

Terzo obiettivo della riforma era l'adeguamento del sistema fiscale alle esigenze della programmazione. Pertanto era necessario evitare le distorsioni che il sistema fiscale poteva produrre come ad esempio la scelta di una forma di impresa piuttosto che un'altra per motivi fiscali. Allo stesso modo si poneva il problema del trattamento delle società di capitali rispetto alle persone fisiche, essendosi manifestata la tendenza a costituire società per azioni esclusivamente per sfuggire all'imposta complementare e all'imposta sulle successioni. D'altra parte le società collegate ponevano il problema della doppia imposizione che costituiva un impedimento alla costituzione di società di investimento. Infine si dovevano eliminare le sperequazioni prodotte dall'IGE e dalle altre imposte indirette che incidevano sui costi di produzione. L'IGE (Imposta generale sull'entrata) era infatti un'imposta plurifase che colpiva con aliquota del 4% il valore pieno dei beni scambiati ad ogni fase della produzione e distribuzione. L'imposizione di ciascuna fase si cumulava con le altre. Per consentire la realizzazione degli obiettivi di politica economica la riforma avrebbe dovuto prevedere anche esenzioni e incentivi di natura territoriale e un sistema di tassazione facilmente manovrabile per poter incidere

rapidamente e direttamente sul volume totale degli investimenti, del risparmio e dei consumi.

Quarto obiettivo era l'introduzione degli stabilizzatori automatici. Per realizzarlo erano necessarie un'efficiente imposta personale progressiva e un'imposta sugli incrementi patrimoniali, anche puramente nominali. Era altresì necessario avvicinare il più possibile il momento della riscossione dell'imposta al momento della produzione del reddito.

Quinto obiettivo era l'aderenza al Trattato di Roma, istitutivo della CEE. L'articolo 99 del trattato prevedeva l'armonizzazione, nell'interesse del mercato comune, delle imposte indirette. Gli articoli 100 e 101, secondo l'interpretazione dominante, prevedevano l'armonizzazione anche per le imposte dirette al fine di evitare distorsioni incompatibili con il mercato comune. L'armonizzazione prevedeva dunque l'abbandono dell'Imposta generale sull'entrata. Sulla base del progetto di risoluzione della Commissione della CEE l'IGE andava sostituita con l'imposta sul valore aggiunto. La Commissione Cosciani preferiva però a tale proposito che l'IVA fosse accompagnata da un'imposta monofase sull'ultimo produttore o sul grossista.

Infine, ultimo obiettivo della riforma doveva essere l'elasticità del sistema tributario, conseguibile tramite la lotta all'evasione e l'eliminazione delle esenzioni, eccezioni e regimi speciali<sup>437</sup>.

Nel settembre del 1964 fu nominato un Comitato di studio per l'attuazione della riforma tributaria, la cui presidenza fu nuovamente assegnata a Cosciani. Il 3 settembre 1964 il Comitato presentò un programma quinquennale per l'attuazione della riforma, successivamente accolto nel *Programma economico nazionale per il quinquennio 1966-1970*<sup>438</sup>. Il 16 marzo 1965 presentò una Relazione sullo stato dei lavori del Comitato. Sulla base del lavoro del Comitato il ministro delle finanze Tremelloni presentò alla

---

<sup>437</sup> *Idem*.

<sup>438</sup> Legge 27 luglio 1967, n. 685, in G.U. n. 203 del 14 agosto 1967, cap. XXIII. Il Programma accolse sia gli obiettivi della riforma, sia la costituzione di un sistema tributario basato su poche imposte, conglobando le imposte vigenti all'epoca in poche imposte tra cui un'imposta progressiva sul reddito delle persone fisiche, una imposta sulle società e una imposta patrimoniale proporzionale che discriminasse i redditi da capitale. L'approvazione della riforma era prevista entro il dicembre 1969 e l'entrata in vigore nel 1970, in base agli accordi internazionali assunti in sede Cee.

Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei deputati le linee guida del nuovo sistema tributario e della riorganizzazione degli uffici<sup>439</sup>. Il progetto di riforma prevedeva la sostituzione delle sette imposte dirette e delle sette addizionali, oltre a voci minori, con un tributo unico principale personale e progressivo, un'imposta sui redditi di natura patrimoniale commisurata al valore del patrimonio sia delle persone fisiche, sia delle persone giuridiche, e un'imposta sulle società che conglobasse i tributi vigenti all'epoca a carico delle persone giuridiche, con un'aliquota pari a circa il 15-16% del reddito. Sul fronte delle imposte indirette era prevista la sostituzione dell'IGE con un'imposta sul valore aggiunto e un'imposta monofase sui consumi.

Cosciani predispose per il febbraio del 1966 una bozza di progetto legislativo costituito da 243 articoli commentati. Tuttavia nel giugno del 1966 si dimise dalla guida del Comitato in seguito ad "un mutamento di indirizzo, sia nel metodo di lavoro, sia per alcuni aspetti fondamentali della riforma"<sup>440</sup>. I lavori ripresero sotto la guida del prof. Visentini, che presentò al ministro nel febbraio del 1967 il disegno di legge e la relativa relazione, da cui derivò il disegno di legge-delega presentato dal Governo alla Camera dei deputati il 27 luglio 1967<sup>441</sup>.

Il disegno di legge prevedeva la sostituzione della gran parte dei tributi con un ristretto numero di nuove imposte: l'imposta sul reddito delle persone fisiche, l'imposta sul reddito delle persone giuridiche, l'imposta locale sui redditi patrimoniali, l'imposta sul valore aggiunto e l'imposta integrativa comunale sui consumi, infine un'imposta comunale sull'incremento del valore degli immobili.

L'imposta sul reddito delle persone fisiche era un'imposta progressiva con aliquote dal 7 al 70% modulate su diversi scaglioni di reddito. Tale imposta doveva sostituire sia l'imposta complementare, che le imposte reali gravanti sui redditi delle persone fisiche. Le società di capitali e gli enti con personalità giuridica sarebbero stati soggetti alla nuova imposta sul reddito delle persone giuridiche con aliquota al 32%. Il medesimo reddito sarebbe stato però soggetto anche all'imposta locale sui redditi patrimoniali, la

---

<sup>439</sup> *Lo stato dei lavori per la riforma tributaria*, in Ministero delle Finanze, *L'attività tributaria nel 1964*, Roma 1965, pp. XVII-LVIII.

<sup>440</sup> Cosciani C., *La riforma tributaria: speranze e preoccupazioni*, in "Moneta e Credito", 1967, n. 79, pp. 243-264.

<sup>441</sup> APC, *IV Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni. N. 4280*.

cui aliquota poteva variare dall'8 al 12%. Nel complesso l'onere tributario poteva variare dal 40 al 44%, ma era previsto che tendenzialmente si attestasse sul livello più alto. Nel complesso il carico fiscale sulle società doveva corrispondere alla media dei tributi applicati col sistema in vigore all'epoca. Non era prevista distinzione tra utile distribuito e utile non distribuito. Le aliquote si applicavano all'intero reddito complessivo, tuttavia era prevista una significativa novità rispetto al sistema precedente: il credito d'imposta. L'azionista, in caso di distribuzione degli utili, avrebbe acquisito un credito d'imposta pari al 30% dell'ammontare degli utili percepiti, delle azioni ricevute gratuitamente o dell'aumento gratuito del valore nominale delle azioni possedute. L'azionista, se persona fisica, era tenuto infatti a dichiarare, analogamente a quanto succedeva con l'imposta complementare, i dividendi distribuiti ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche. Era anche previsto che nell'imponibile soggetto a questa imposta fossero inclusi gli aumenti gratuiti del valore delle azioni e l'assegnazione di azioni gratuite, ma nello stesso tempo tali redditi erano riconosciuti come non formati nel singolo anno e quindi assoggettabili a un trattamento particolare. Sarebbero stati pertanto avulsi dal coacervo dei redditi e soggetti all'aliquota media dei due anni precedenti. Se l'azionista fosse stato una società, quest'ultima sarebbe stata a sua volta obbligata a inserire nel reddito imponibile ai fini dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche i dividendi, le azioni gratuite e gli aumenti gratuiti del valore nominale delle azioni.

Nell'ipotesi di un'imposta sui redditi patrimoniali del 12%, di un'imposta sulle persone giuridiche del 32% e di distribuzione di tutto l'utile, grazie al credito d'imposta, la società avrebbe, di fatto, pagato un'imposta sul reddito delle persone giuridiche pari al 15,2%, mentre l'azionista avrebbe ricevuto un credito pari al 16,8%. La somma del dividendo e del credito d'imposta sarebbe entrato nell'imponibile del percettore.

Le società avrebbero pagato sui proventi derivanti dalle loro partecipazioni un'imposta pari al 15,2%, vale a dire la parte di imposta non recuperabile tramite il credito d'imposta, pertanto, rispetto al sistema in vigore all'epoca, il credito d'imposta non costituiva per le società un risparmio. L'imposizione aggiuntiva del 15,2% corrispondeva sostanzialmente all'imposta sulle società cui all'epoca erano soggette le persone giuridiche sugli utili percepiti. Secondo la relazione al disegno di legge la doppia

imposizione dipendeva dall'aver l'imposta sul reddito delle persone giuridiche un carattere soggettivo, che rifletteva la volontà di colpire la persona giuridica nella sua essenza come soggetto, cogliendola nella manifestazione di un reddito. Vi erano anche altre ragioni. Secondo la relazione non era opportuno accordare esenzioni d'imposta che incoraggiassero ulteriormente il fenomeno, "troppo diffuso", delle partecipazioni di società in altre società non connesse con l'attività della partecipante, ma anche "fenomeni scorretti, e sostanzialmente contrari alla disciplina di diritto civile", quali le partecipazioni reciproche e il possesso di azioni proprie tramite società controllate. Era però ammessa un'eccezione per le società finanziarie, come già previsto per l'imposta sulle società (art. 154 del T.U. delle imposte dirette). In questo caso il possesso di partecipazioni non era ritenuto avere un carattere accessorio, bensì peculiare e la doppia imposizione un grave impedimento al funzionamento di tali società.

Il sistema fiscale in vigore all'epoca prevedeva una discriminazione tra i redditi da capitale e da lavoro. Tale discriminazione, a vantaggio dei redditi da lavoro, si realizzava grazie a diverse aliquote dell'imposta di ricchezza mobile per differenti tipologie di redditi. La relazione al disegno di legge affermò la volontà di mantenere tale discriminazione, tuttavia la riforma prevedeva l'abolizione dell'imposta di ricchezza mobile e la tassazione del reddito complessivo di ciascun soggetto. Ne derivava la necessità di istituire un'imposta suppletiva sui redditi patrimoniali. Fu scartata l'ipotesi di introdurre un'imposta sul patrimonio per le difficoltà di accertamento dei cespiti. Non sarebbe stato possibile né avvalersi dei dati catastali per procedere alla determinazione del valore degli immobili, né era pensabile affidarsi ad accertamenti autonomi dei valori patrimoniali delle aziende. Tali considerazioni, unitamente ad esigenze di semplificazione amministrativa, portarono a proporre un'imposta sui redditi patrimoniali, che, anche se in modo meno perfetto sotto il profilo teorico, fosse comunque in grado di operare una discriminazione tra i redditi da capitale e i redditi da lavoro. La nuova imposta sarebbe stata applicata con aliquote proporzionali e avrebbe avuto il carattere di un tributo locale, il cui gettito sarebbe spettato a comuni, province e camere di commercio. Le aliquote erano previste tra l'8 e il 12%. L'imposta aveva un carattere reale e colpiva i redditi di natura patrimoniale qualunque ne fosse

l'ammontare. In sostanza la discriminazione si realizzava tramite una tassazione supplementare dei redditi d'impresa. Al fine di evitare duplicazioni d'imposta erano esclusi dal reddito imponibile all'imposta i redditi derivanti da partecipazioni in quanto già assoggettati alla medesima imposta.

Tra i redditi da capitale un trattamento particolare era riservato agli interessi delle obbligazioni, degli interessi dei depositi e dei conti correnti bancari e postali. Per tali redditi era previsto un regime sostitutivo con ritenuta alla fonte, in maniera analoga a quanto già accadeva con l'imposta di ricchezza mobile di categoria A. Tali redditi, qualora fossero stati percepiti da persone giuridiche avrebbero continuato a essere soggetti all'imposta sul reddito delle persone giuridiche, del resto, trattandosi di soggetti obbligati alla tenuta delle scritture contabili, ciò non comportava alcun problema. Nel caso delle persone fisiche invece la relazione si rifaceva a "obiettive ragioni di carattere tecnico" e a "evidenti finalità economiche" per giustificare il regime sostitutivo. Secondo la disciplina vigente all'epoca gli interessi avrebbero dovuto essere inclusi nell'imponibile ai fini dell'imposta complementare (artt. 133 e 135 de T.U. delle imposte dirette), anche quelli dei titoli di stato, salvo i casi in cui fosse previsto l'esonero. La mancanza di strumenti di accertamento dei nominativi dei percettori e il segreto bancario di fatto esentavano tali redditi dall'imposta complementare. La relazione riteneva a tale proposito che in linea teorica sarebbe stato più corretto che i redditi derivanti da titoli a reddito fisso e da conti correnti e depositi concorressero a formare il reddito complessivo di ogni soggetto, in linea col principio dell'imposta unica, personale e progressiva. Ne sarebbe derivato anche "un auspicabile freno al fenomeno preoccupante e giustamente lamentato del sempre minore ricorso alle emissioni azionarie da parte delle aziende produttive e del sempre maggiore ricorso all'indebitamento". Questo fenomeno trovava una causa determinante proprio nel trattamento fiscale più favorevole sussistente verso le varie forme di indebitamento, in particolare verso le emissioni di obbligazioni da parte degli istituti di credito, che a loro volta finanziavano le imprese e che non erano nemmeno soggetti all'imposta di ricchezza mobile di categoria A. In mancanza di un sistema automatico di rilevazione dei possessori dei titoli e stante il segreto bancario, se non si fosse provveduto a una

ritenuta a titolo d'imposta, tali redditi sarebbero rimasti di fatto esenti dall'imposta personale. La relazione sottolineava come l'accertamento nominativo avrebbe avuto effetti negativi sulle emissioni obbligazionarie pubbliche e private, con gravi effetti sugli investimenti. L'abolizione del segreto bancario avrebbe prodotto larghe fughe dai depositi individuali mettendo in difficoltà le banche. Anche lo Stato avrebbe subito conseguenze negative in caso di accertamento nominativo, qualora invece i titoli di stato fossero stati esclusi dalla nominatività, lo Stato sarebbe rimasto l'unico a poter ricorrere al mercato. La soluzione più realistica secondo la relazione era il regime sostitutivo, anche se in deroga al principio della progressività e della personalità dell'imposta sul reddito delle persone fisiche. Del resto si affermava che "in Italia nessuno dei grandi patrimoni a dei grandi redditi individuali è fatto di obbligazioni, di titoli di Stato e di depositi bancari". Lo stesso trattamento era però escluso per i titoli azionari, nei cui confronti vi erano ragioni non fiscali che richiedevano l'accertamento nominativo: ragioni riguardanti il corretto funzionamento della disciplina societaria, l'applicazione di misure antimonopolistiche, la necessità di conoscere chi controlla le grandi imprese. La riaffermazione del sistema nominativo non faceva venir meno la consapevolezza della gravità del fenomeno della rarefazione del capitale di rischio, ma si auspicava fossero trovate altre soluzioni, quali quelle individuate in sede programmatica: l'istituzione delle azioni di risparmio; l'istituzione delle società di investimento mobiliare e dei fondi comuni di investimento mobiliare. Queste soluzioni erano però rimandate alla riforma della disciplina del diritto societario, che doveva contenere anche un trattamento fiscale particolare per garantire la funzionalità dei nuovi istituti.

Tornando al regime sostitutivo il disegno di legge prevedeva per gli interessi e gli altri frutti dei titoli obbligazionari e simili e per gli interessi dei conti correnti e dei depositi bancari e postali, spettanti a soggetti diversi dalle persone giuridiche, una imposta proporzionale del 30% effettuata con ritenuta alla fonte. Tale regime avrebbe assorbito sia l'imposta personale sul reddito delle persone fisiche, sia l'imposta locale sui redditi patrimoniali. L'applicazione di quest'ultima prevedeva infatti che il gettito andasse agli enti locali nei quali si fosse formato il reddito, pertanto al fine di evitare le complicazioni

amministrative che inevitabilmente ne risulterebbero e la diversità di trattamento a seconda della localizzazione si riteneva necessario il regime sostitutivo.

Il regime sostitutivo prevedeva però delle deroghe. In particolare gli interessi dei depositi e dei conti correnti sarebbero stati soggetti a un'aliquota del 18%. La giustificazione di questo trattamento di favore era individuata nell'essere questo tipo di disponibilità un risparmio ancora "in via di formazione, non ancora consolidato né propriamente investito" e di conseguenza remunerato in maniera modesta. Analoga riduzione dell'imposta era prevista in favore degli enti e società finanziarie e degli enti di gestione delle partecipazioni statali (IRI, ENI). La riduzione d'imposta trovava giustificazione nella funzione di intermediazione finanziaria assolta da questi soggetti. Infine era prevista la totale esenzione per i titoli di stato, i buoni postali, le cartelle di credito comunale e provinciale emesse dalla Cassa depositi e prestiti, le obbligazioni emesse da amministrazioni statali, enti locali ed enti pubblici istituiti esclusivamente per l'adempimento di funzioni statali o per l'esercizio di servizi pubblici in monopolio. La relazione giustificava l'esenzione sulla base del principio della traslazione dell'imposta, per cui la tassazione sui titoli pubblici si sarebbe risolta in una partita di giro che avrebbe lasciato invariato il reddito netto.

Sul fronte delle imposte indirette il disegno di legge prevedeva la sostituzione dell'IGE con l'imposta sul valore aggiunto (IVA) e con un'imposta integrativa comunale sui consumi. L'IVA aveva lo scopo di colpire una sola volta, secondo l'aliquota stabilita dalla legge, i beni e i servizi destinati al consumo. Contrariamente all'IGE che veniva applicata ad ogni passaggio, l'IVA prevedeva che ad ogni periodo d'imposta l'imposta fosse costituita dalla differenza tra la somma che risultava applicando sulle cessioni di beni e sulle prestazioni di servizi l'aliquota stabilita, e le somme che erano state pagate dal soggetto a titolo d'imposta sul valore aggiunto in dipendenza dall'acquisizione di beni e servizi inerenti la sua attività economica. In questo modo, pur attraverso la tassazione delle varie fasi, sarebbe stato raggiunto il risultato di attuare una imposizione generale sui consumi proporzionale al prezzo del bene o del servizio indipendentemente dal numero dei trasferimenti che fossero intervenuti prima del momento impositivo finale. L'aliquota prevista era del 10%. Per evitare di scoraggiare gli investimenti era previsto



che in caso di acquisto di beni d'investimento si potesse detrarre immediatamente e integralmente l'imposta, anziché per annualità di ammortamento. Per "perequare l'imposizione sui consumi in rapporto alla diversa capacità contributiva indicata dalle varie categorie di beni e di servizi" il disegno di legge prevedeva l'istituzione di un'imposta integrativa comunale sui consumi, con aliquota base del 5%, ma variabile dall'1 al 10%. In tal modo, con la variazione delle aliquote si poteva modulare il diverso peso dell'imposta a seconda della natura dei bisogni alla cui soddisfazione i beni e i servizi erano destinati.

Il disegno di legge fu sostanzialmente approvato dalla Commissione finanze e tesoro della Camera e ottenne parere favorevole anche da parte del CNEL nel luglio del 1968. Nel luglio del 1969 fu ripresentato il disegno di legge-delega emendato in alcuni aspetti in modo da accogliere i rilievi della Commissione e del CNEL.

Come ho già detto nel 1966 Cosciani si dimise dal Comitato, la cui guida passò a Visentini. Diverse erano le ragioni che lo indussero ad abbandonare il lavoro e ad esprimere un certo scetticismo sul buon esito della riforma. Innanzitutto vi era il problema dell'adeguamento dell'amministrazione finanziaria, giudicata carente nel numero, nella qualità e nella distribuzione territoriali del personale preposto all'accertamento, nei mezzi operativi e nelle tecniche di lavoro. La riforma del sistema fiscale doveva essere preceduta da una riforma dell'apparato amministrativo degli uffici, che peraltro avrebbe richiesto tempi tecnici lunghi. Secondo Cosciani sarebbe stato più opportuno prendere atto della situazione di inadeguatezza e anziché istituire un regime fiscale moderno, ma incompatibile con le strutture amministrative, si sarebbe dovuto propendere per una soluzione intermedia<sup>442</sup>. A impedire tale riforma vi erano secondo Cosciani ragioni di carattere "sociologico", che inibivano i ministri, presi da altre preoccupazioni, dal dedicarsi a problemi organizzativi, che non solo non avrebbero dato loro lustro, ma, toccando una serie di interessi precostituiti avrebbero generato contestazione. La distribuzione territoriale del personale, la sproporzione tra personale e materia imponibile nel mezzogiorno, l'intensificazione del lavoro e la sua

---

<sup>442</sup> Cosciani C., *La riforma tributaria: speranze e preoccupazioni*, in "Moneta e Credito", 1967, n. 79, pp. 243-264.

riqualificazione, la riduzione degli uffici e delle gerarchie erano tutti problemi difficili da affrontare per le reazioni sindacali, politiche, locali e burocratiche che avrebbero generato. Ragioni “sociologiche” minacciavano anche l’eliminazione delle esenzioni e premevano per l’aumento del minimo imponibile ai fini dell’imposta personale<sup>443</sup>. Nella prima fase dei lavori del Comitato lo studio era limitato alle imposte dirette e alla sostituzione dell’IGE. Successivamente, contrariamente al parere di Cosciani, il Comitato incluse nella riforma anche l’imposta sugli incrementi patrimoniali del valore degli immobili, l’imposta sulle successioni e donazioni, l’imposta comunale di consumo, la finanza locale, e una serie di imposte indirette. Anche sui contenuti della riforma vi erano motivi di dissenso. Secondo Cosciani lo spostamento dell’imposizione dalla base reale a quella personale rendeva indispensabile sommare tutti i redditi relativi a un individuo in maniera omogenea ai fini della dichiarazione, al fine di evitare sperequazioni e senza esenzioni, al fine di non deformare il grado di progressività dell’imposta. Tuttavia in assenza di un aggiornamento del catasto, cosa che avrebbe richiesto molti anni, si poneva il problema dei redditi da fabbricati e terreni. Allo stesso modo, ai fini della progressività, non sarebbe stato corretto escludere dal reddito individuale i proventi derivanti da interessi. Tuttavia a tale proposito Cosciani condivideva la tassazione sostitutiva per gli interessi bancari, purché vi fosse la facoltà per il percipiente di optare per la ritenuta d’acconto, soprattutto nel caso delle imprese. Per gli interessi delle obbligazioni riteneva invece che non si dovesse in alcun caso violare il principio della inclusione di tali redditi nell’imponibile individuale, sia per motivi equitativi, sia per non creare un precedente che giustificasse reazioni a catena per altri redditi, sia per non rendere impossibile l’accertamento induttivo nei confronti degli evasori dell’imposta personale. Consapevole degli effetti che si potevano avere sul mercato finanziario riteneva opportuno che la decisione fosse rinviata alla legge delega e alle esigenze economiche, politiche e psicologiche di quel momento. La scelta per l’imposta sostitutiva era giudicata troppo tempestiva. Peraltro Cosciani condivideva il mantenimento del regime della nominatività per i titoli azionari e il conseguente

---

<sup>443</sup> Cosciani C., *Sugli ostacoli sociologici alla riforma tributaria in Italia*, in “Rivista internazionale di scienze sociali”, Vita e pensiero, Milano 1967, pp. 3-19.

inserimento dei dividendi azionari nel cumulo del reddito delle persone fisiche. Trattandosi di redditi normalmente percepiti da contribuenti al vertice della piramide, la loro esclusione dall'imponibile avrebbe costituito una deformazione eccessiva della progressività del tributo e di conseguenza una violazione eccessiva del principio di equità. Cosciani contestava anche il sistema del credito d'imposta sui dividendi, per la scarsa chiarezza e trasparenza. I due prelievi, quello sulla società e quello sulle persone fisiche andavano tenuti distinti. In tal modo le rispettive aliquote sarebbero state più facilmente manovrabili. Sarebbe stato preferibile un'imposta sulle società con un'aliquota più bassa, del 15,2% (cioè la parte dell'aliquota prevista dal disegno di legge non recuperabile col credito d'imposta), e una ritenuta d'acconto sugli utili. Infine non condivideva neppure la scelta di un'imposta sui redditi patrimoniali. Secondo Cosciani l'imposta doveva avere una base patrimoniale e non reddituale per diversi motivi: il patrimonio è un indice della capacità contributiva che completa quello del reddito; l'imposta patrimoniale consente di esentare la quota di rischio per gli investimenti aleatori, di stimolare un più alto rendimento dei capitali e di colpire beni di consumo durevoli, contenendo i consumi particolarmente vistosi; un'imposta su base diversa da quella del reddito evita ulteriori spinte all'evasione<sup>444</sup>.

In ambito accademico la tassazione separata dei redditi derivanti da attività finanziarie fu oggetto di contestazione anche da parte di altri studiosi. Il prof. Ernesto d'Albergo, presidente dell'Associazione Nazionale Tributaristi Italiani, nell'ambito del Congresso del 1967 sulla riforma tributaria evidenziò la contraddizione esistente tra l'aspirazione alla semplificazione e la "complicazione" indotta dalla tassazione separata. L'aspetto più grave era la deformazione che si veniva a creare con l'"esenzione legalizzata" dei redditi provenienti dai titoli pubblici. L'aliquota del 30%, una sorta di mediana rispetto alla scala delle aliquote previste per l'imposta sul reddito delle persone fisiche avrebbe complicato il sistema dell'imposta unica "con quello che diviene puritanesimo fiscale e rigorismo eccessivo e intralciante". La limitazione dell'imposta del 30% al settore "privatistico" determinava una discriminazione e un "privilegio

---

<sup>444</sup> Cosciani C., *La riforma tributaria: speranze e preoccupazioni*, in "Moneta e Credito", 1967, n. 79, pp. 243-264.

irrazionale” a favore del settore pubblico, che avrebbe ostacolato il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese private. Sarebbe stato invece opportuno approfittare della riforma per semplificare e rendere “produttivistico” il regime azionario, dopo la cedolare di acconto e la “connessa nominatività intralciante”, al fine di rendere possibili gli investimenti privati previsti dalla programmazione. Se da un lato non era pensabile impedire ai governi di avvalersi della leva fiscale per realizzare i loro programmi, dall’altro non era neanche pensabile presentare la nuova imposta personale unificata quale realizzazione di una “perequazione”<sup>445</sup>. Giancarlo Zoboli riteneva che con la proposta del progetto di legge-delega rimanesse aperto il problema della plurima tassazione dei redditi derivanti da partecipazioni azionarie. La relazione sul disegno di legge riteneva si dovesse colpire sia la persona fisica, che la persona giuridica in quanto tali, cogliendole nella manifestazione di un reddito. In ogni caso secondo la relazione non era opportuno concedere esenzioni o riduzioni d’imposta, oltre a quella già prevista dal credito d’imposta, perché avrebbero incoraggiato i deprecabili fenomeni delle partecipazioni incrociate, delle partecipazioni in società non connesse con l’attività della partecipante, il possesso di azioni proprie tramite società controllate. Zoboli contestava questa impostazione fornendo gli esempi dei paesi (Germania, Svezia, Olanda, Belgio, Stati Uniti) che prevedevano, soprattutto nel caso di partecipazioni rilevanti, vari sistemi per evitare o ridurre la doppia imposizione quando l’azionista fosse stata una società<sup>446</sup>. Zoboli concordava col d’Albergo sull’opportunità di approfittare della riforma per ridurre il carico fiscale sulle emissioni di azioni e obbligazioni da parte delle società per azioni, anche per riequilibrare il rapporto tra il comparto del reddito fisso e quello azionario. Esigenza condivisa anche dall’Associazione fra le società italiane per azioni<sup>447</sup>. Secondo i calcoli di Zoboli il carico fiscale sulle obbligazioni emesse dalle società sarebbe leggermente aumentato dopo la riforma, passando dall’8,87% al 9,03% nell’ipotesi di

---

<sup>445</sup> d’Albergo E., *Relazione generale*, in ANTI, *Aspetti della riforma tributaria (Atti del X Congresso nazionale)*, Cedam, Padova 1968, pp. 22-24.

<sup>446</sup> Zoboli G., *La riforma dell’imposizione diretta*, in ANTI, *Aspetti della riforma...*, pp. 113-116.

<sup>447</sup> Assonime, *Relazione sull’attività svolta negli anni 1965-1966*, 1967, p. 146.

una cedola del 6%, mentre il costo di un dividendo dello stesso importo sarebbe passato dall'11,96% al 12,7% (meno il credito d'imposta dell'1,8%)<sup>448</sup>.

All'Iva d'Albero avrebbe preferito una imposta "monofase"<sup>449</sup>. Dello stesso parere era anche Carlo Manfredonia, che vedeva nell'esperienza francese un esempio di insuccesso, essendo stata introdotta in quel paese una imposta forfettaria in abbonamento per i piccoli imprenditori, in sostituzione dell'Iva, e che riteneva farraginoso il sistema delle denunce (mensili e conguaglio annuale)<sup>450</sup>.

## 8.2 Il disegno di legge del 1969

Il disegno di legge delega per la riforma tributaria del 1967 decadde col termine della legislatura. Nella quinta legislatura, essendo la riforma tributaria inclusa nei programmi di governo, il provvedimento fu riproposto tenendo conto delle osservazioni fatte dal Cnel e dalle Commissioni affari interni e finanze e tesoro della Camera dei deputati.

Si pervenne così alla formazione di un nuovo disegno di legge, approvato dal Consiglio dei ministri nella seduta del 20 giugno e presentato alla Camera dei deputati il 1 luglio<sup>451</sup>. I tempi per la discussione erano piuttosto stretti avendo il Consiglio dei ministri della Cee deliberato il 9 febbraio 1967 l'introduzione dell'Iva in tutti i paesi della comunità a partire dal 1 gennaio 1970. Chiaramente questa scadenza non poteva più essere rispettata dall'Italia, anche in conseguenza dell'impossibilità, generalmente riconosciuta, di realizzare la riforma nel settore dell'imposizione indiretta, se non contestualmente alla riforma dell'imposizione diretta<sup>452</sup>. Il disegno di legge prevedeva pertanto (art. 15) che i decreti delegati fossero emanati, anziché entro un termine di tre

---

<sup>448</sup> Zoboli G., *La riforma tributaria*, in ANTI, *Aspetti della riforma...*, pp. 135-138.

<sup>449</sup> *Ivi*, p. 29.

<sup>450</sup> Manfredonia Carlo, *La riforma dell'imposizione indiretta*, in ANTI, *Aspetti della riforma...*, p. 177.

<sup>451</sup> APC, *V legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 1639.

<sup>452</sup> Si vedano a tale proposito il parere del Cnel in Assonime, *Circolare n. 512*, 1968 e la relazione governativa al disegno di legge in APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni – n. 1639*, pp. 55-56.

anni dall'entrata in vigore della legge-delega come previsto nel disegno di legge del 1967, entro la data perentoria del 31 ottobre 1970 e che la riforma dovesse entrare in vigore in ogni sua parte alla data del 1 gennaio 1972.

Il disegno di legge prevedeva la sostituzione di gran parte dei tributi con un ristretto numero di nuove imposte (art. 1). I tributi per i quali era prevista la soppressione erano i seguenti: le imposte sul reddito dominicale dei terreni, sul reddito agrario, sul reddito dei fabbricati e sui redditi di ricchezza mobile, l'imposta speciale sul reddito di fabbricati di lusso, le relative sovrimposte erariali e locali, l'imposta complementare, l'imposta sulle società e l'imposta sulle obbligazioni, l'Icap e la relativa addizionale provinciale, le imposte comunali di famiglia, di patente e sul valore locativo, il contributo per le opere di fognatura, il contributo speciale di cura, le contribuzioni speciali sui pubblici spettacoli e la tassa di musica applicati nelle stazioni di soggiorno, di cura e di turismo, le imposte camerale, l'imposta generale sull'entrata e le relative addizionali, le tasse di bollo sui documenti di trasporto e sulle carte da gioco, la tassa di radiodiffusione, l'imposta sui dischi fonografici, le imposte di fabbricazione sui filati, sugli olii e grassi animali, sugli olii vegetali liquidi, sugli acidi grassi, sugli organi di illuminazione elettrica e sui surrogati del caffè, l'imposta sul consumo del gas, le imposte comunali di consumo, l'imposta sulla pubblicità, l'imposta sull'incremento del valore delle aree fabbricabili e i contributi di miglioria. Lo stesso articolo prevedeva l'istituzione dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (Irpef), l'imposta sul reddito delle persone giuridiche (Irpeg), l'imposta locale sui redditi patrimoniali (Ilor), l'imposta sul valore aggiunto (Iva), l'imposta integrativa comunale sui consumi, l'imposta comunale sull'incremento di valore degli immobili (Invim).

Come già previsto dal disegno di legge del 1967 la tassazione dei redditi delle persone fisiche era affidata all'Irpef, un'imposta con carattere personale e progressivo la cui base imponibile doveva essere costituita dal reddito complessivo del contribuente. Per certi versi era simile alla imposta complementare, ma a differenza di quest'ultima l'Irpef non si aggiungeva agli altri tributi applicati sui singoli redditi, ma avrebbe dovuto essere la sola imposta dovuta dal contribuente in ragione della propria situazione reddituale. Mentre l'imposta complementare era a progressione "continua", nel senso che col

crescere del reddito aumentava l'aliquota applicata sull'intero ammontare, la nuova imposta prevedeva scaglioni di reddito, ciascuno dei quali sarebbe stato soggetto alla relativa aliquota. Le tabelle allegate al disegno di legge prevedevano 32 scaglioni di reddito, di cui il primo, fino a 2 milioni di lire, era soggetto all'aliquota del 2% e l'ultimo, oltre i 500 milioni di lire, ad un'aliquota del 68%. Quest'ultima era di due punti più bassa rispetto alla versione precedente, nonostante l'obiettivo di un'imposizione progressiva più gravosa per i redditi più alti. Il legislatore ritenne di dovere moderare le assurde aliquote globali "di diritto", ma nel contempo fu attento ad evitare che tale moderazione andasse a vantaggio dei redditi di natura patrimoniale rispetto a quelli di puro lavoro aumentando di oltre due punti, dal 12 al 14,2% l'aliquota massima dell'Illor.

Anche per l'imposta sul reddito delle persone giuridiche furono introdotte alcune variazioni rispetto al 1967. Nella determinazione dell'imponibile il principio della valutazione di bilancio dei vari componenti del reddito complessivo netto veniva meno nel caso dei redditi di fabbricati, terreni e redditi agrari. Come suggerito dal Cnel era previsto il mantenimento del sistema di determinazione del reddito in base alle tariffe d'estimo catastale<sup>453</sup>. Non fu invece accolta la raccomandazione del Cnel<sup>454</sup> volta a consentire in occasione dell'entrata in vigore della riforma una rivalutazione per congruaggio monetario dei cespiti.

L'aliquota dell'Irpeg fu ridotta dal 32% al 30%, ma senza che ciò comportasse una reale diminuzione del carico fiscale per le imprese, essendo tale riduzione consequenziale all'aumento dell'aliquota dell'Illor dal 12 al 14,2%. L'Illor sarebbe stata composta di diverse aliquote: un'aliquota spettante ai comuni tra il 6 e l'8,5%, una spettante alle province tra l'1,5% e il 2,5%, una aliquota regionale fra l'1 e il 2% e una spettante alle camere di commercio compresa fra lo 0,4 e l'1,2%. Un'altra aliquota di mezzo punto poteva essere applicata nelle stazioni di cura, soggiorno e turismo a favore delle aziende autonome di cura e di soggiorno, elevando così l'aliquota massima complessiva al 14,7%. Il carico fiscale complessivo per le imprese sarebbe pertanto passato dal 44% previsto dal precedente disegno di legge al 44,2%, o 44,7% nelle

---

<sup>453</sup> Assonime, *Circolare n. 512*, 1968, pp. 23 e 74.

<sup>454</sup> *Ivi*, pp. 25 e 74.

località di soggiorno. Fu mantenuto il sistema di attenuazione della doppia imposizione sui dividendi azionari mediante la concessione di un credito d'imposta agli azionisti. Rimase invariata anche la misura di detto credito: 30% dell'utile distribuito o imputato a capitale. In questo modo una parte dell'imposta pagata dalla società avrebbe assunto il carattere di ritenuta d'acconto dell'imposta dovuta dall'azionista sul reddito personale. Nel caso in cui la società avesse distribuito tutto l'utile, l'onere globale sarebbe stato del 27,4%, in caso di distribuzione dei quattro quinti sarebbe stato del 30,8%, mentre nel caso limite in cui non ci fosse stata alcuna distribuzione il tasso globale sarebbe stato del 44,2%. Gli azionisti avrebbero ricevuto un dividendo in denaro maggiore rispetto a prima grazie al credito d'imposta, che avrebbe automaticamente aumentato la redditività del 30%. Nel disegno di legge precedente la misura del credito d'imposta era uguale per tutti i soci, in questo invece furono accolte le critiche del Cnel, che riteneva il 30% insufficiente a raggiungere lo scopo di eliminare o limitare in misura adeguata la doppia imposizione qualora l'azionista fosse una persona giuridica<sup>455</sup>. Lo stesso reddito sarebbe stato sottoposto due volte alla medesima imposta. La relazione governativa, ritenendo l'Irpeg un'imposta non reale ma soggettiva, negava che ci si trovasse di fronte ad una duplicazione dell'imposta e riteneva peraltro inopportuno accordare esenzioni o riduzioni d'imposta che incoraggiassero ulteriormente il fenomeno "già troppo diffuso" delle partecipazioni in società non connesse con l'attività della società partecipante e "fenomeni scorretti, e sostanzialmente contrari alla disciplina del diritto civile, quali le partecipazioni reciproche e i possessi di azioni proprie tramite società controllate". Il nuovo testo non accoglieva pienamente il rilievo del Cnel, ma stabiliva una discriminazione quanto alla misura del credito d'imposta in favore delle persone giuridiche, riconoscendo l'esistenza di situazioni meritevoli di particolare attenzione<sup>456</sup>. L'aliquota del credito d'imposta fu elevata (art. 3 n. 7) al 35% per gli utili attribuiti a enti o società partecipanti alla società distributrice del dividendo in misura non inferiore a un quarto del capitale, sempre che quest'ultima esercitasse un'attività uguale o

---

<sup>455</sup> *Ivi*, pp. 23-24 e 74.

<sup>456</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 1639, pp. 20-21.



complementare a quella della società partecipante. L'aliquota fu ulteriormente aumentata al 40% per gli utili percepiti da enti o società finanziarie.

Il nuovo sistema prevedeva che venisse meno la cosiddetta cedolare sugli utili societari, essendo l'acconto dovuto dalle persone fisiche già conglobato nell'imposta dovuta dalla società, tuttavia rimaneva in piedi il sistema della rilevazione nominativa dei percettori degli utili e della comunicazione allo Schedario generale dei titoli. Il principio della nominatività dei titoli azionari fu ribadito e rafforzato dall'abrogazione (art. 11, n. 13) delle deroghe, all'epoca in vigore, in favore dei titoli emessi nelle regioni a statuto speciale. La stessa relazione governativa, nell'assicurare che l'accertamento dei nominativi dei percettori dei dividendi sarebbe avvenuto sulla base della legge 29 dicembre 1962 n. 1745, confermava la volontà del governo di mantenere il sistema automatico di controllo<sup>457</sup>. Anche dopo la riforma, considerando il diverso trattamento dei titoli obbligazionari, vi sarebbe stata una discriminazione di trattamento fiscale tra i titoli obbligazionari e quelli azionari. Tuttavia la stessa relazione governativa (n. 16), dopo aver dato atto della gravità della situazione del mercato finanziario, riteneva possibile una diversa disciplina per le azioni di risparmio e i fondi comuni di investimento, che attendevano di essere introdotti nell'ordinamento per il tramite della progettata riforma delle società.

Anche il trattamento fiscale degli interessi delle obbligazioni e dei depositi subì alcune modifiche rispetto alla versione del 1967. L'aliquota base rimase del 30%, ma furono stabilite due aliquote ridotte: per gli interessi dei titoli emessi da enti e società finanziarie ed enti di gestione delle partecipazioni statali l'aliquota passò dal 18 al 20%; per gli interessi dei depositi e dei conti correnti bancari e postali e per gli interessi delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito e dalle sezioni speciali delle aziende di credito, che esercitavano il credito a medio e lungo termine, l'aliquota fu fissata al 15% anziché al 18% (art. 10, n. 3). In sostanza la riduzione dell'aliquota che prima era concessa in misura uniforme a tutti i soggetti che esercitavano funzioni di intermediazione creditizia ora era concessa in maggiore misura al sistema bancario. Secondo la relazione governativa si doveva mantenere la discriminazione all'epoca

---

<sup>457</sup> APC, V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni, n. 1639, pp. 19-20.

esistente tra depositi e obbligazioni. I primi infatti erano soggetti all'imposta di ricchezza mobile categoria A ma non all'imposta sulle obbligazioni. Le disponibilità liquide tenute sotto forma di deposito andavano considerate come un "risparmio in via di formazione, non ancora consolidato né propriamente investito" e pertanto meritevole di un trattamento particolare. Inoltre si voleva evitare che un'aliquota eccessivamente alta gravasse sui costi della raccolta bancaria, con ripercussioni negative sul costo del denaro e sui tassi attivi. Si noti come un simile ragionamento sul costo del denaro fosse fatto valere per la raccolta delle banche ma non per quella effettuata direttamente dalle imprese tramite la raccolta obbligazionaria. Per gli stessi enti pubblici Iri ed Eni, per i quali fu fissata l'aliquota del 20%, non si riteneva di dover accordare lo stesso trattamento di favore concesso agli istituti di credito speciali (aliquota al 15%). Iri ed Eni avevano, secondo la relazione, una funzione di intermediazione più limitata, essendo la loro principale attività la gestione delle partecipazioni, inoltre operavano anche in concorrenza col settore privato<sup>458</sup>.

L'esenzione per i titoli di stato fu confermata anche nei confronti delle società e degli altri contribuenti soggetti all'imposta sulle persone giuridiche (art. 10, n.2). I titoli di stato erano infatti già esenti dall'imposta di ricchezza mobile e sarebbe stato più opportuno considerare l'esenzione come oggettiva e non soggettiva, inoltre si volevano evitare problemi nel collocamento delle future emissioni. Essendo la maggior parte dei titoli collocati presso il sistema bancario, per il fenomeno della traslazione dell'imposta, il prelievo si sarebbe trasformato in una mera partita di giro<sup>459</sup>.

#### *Incidenza delle aliquote*

La relazione governativa al disegno di legge riconosceva nell'alto livello delle aliquote uno dei più gravi elementi di perturbamento del sistema allora vigente. In quelle condizioni il contribuente ricorreva a ogni mezzo anche dispendioso per occultare il reddito, secondo una convinzione accettata nella moralità comune che così facendo si operasse una sorta di legittima difesa verso il fisco. L'Italia aveva un'economia più fragile

---

<sup>458</sup> *Ivi*, pp. 45-46.

<sup>459</sup> *Ivi*, pp. 42-43.

di quella degli altri paesi con cui era in concorrenza e questo avrebbe semmai richiesto degli oneri fiscali meno pesanti. Al contrario, anche a causa degli aumenti disposti in quegli anni e degli aggi di riscossione che erano a carico dei contribuenti, le aliquote in Italia erano più alte che negli altri paesi del mercato comune. Le aliquote legali molto elevate, cui corrispondevano larghe esenzioni ed evasioni, andava sostituite con aliquote affettivamente applicabili. Del resto, come indicato nel Programma economico nazionale, la riforma non aveva come obiettivo l'aumento del gettito<sup>460</sup>.

In base ai calcoli fatti all'epoca dall'Assonime, l'Associazione fra le società per azioni, la riforma avrebbe dato luogo a un consistente risparmio d'imposta, soprattutto per l'azionista, grazie al credito d'imposta. L'Ilor e l'Irpeg avrebbero comportato per le società un carico complessivo pari al 44,2% o del 44,7% nelle stazioni di cura, soggiorno e turismo. Per effetto del credito d'imposta una parte dell'imposta pagata dalla società in sede di tassazione del reddito d'esercizio avrebbe assunto il carattere di acconto dell'imposta personale sul reddito dovuta dai soci sugli utili distribuiti. Assumendo che l'aliquota Ilor fosse del 14,2% e il credito d'imposta del 30%, la parte d'imposta versata in funzione d'acconto sarebbe stata pari al 16,74% del reddito. In questo modo l'onere dell'imposta versata dalle società sarebbe diminuita e nel contempo l'azionista avrebbe visto aumentare il proprio reddito grazie al credito d'imposta, che avrebbe ricevuto assieme al dividendo.

Nel sistema all'epoca vigente le società erano sottoposte all'imposta di ricchezza mobile di categoria B, che nel complesso, tenuto conto delle vaie addizionali, sovrimposte e aggi di riscossione, raggiungeva un tasso superiore al 40% del reddito. Si aggiungeva poi l'imposta sulle società, con la sua doppia aliquota, una sul patrimonio imponibile e una sul reddito. L'aliquota sul patrimonio imponibile (capitale e riserve) determinava un onere fiscale anche in presenza di perdite. È difficile dare una quantificazione dell'imposta sulle società, poiché non essendo commisurata al reddito variava al variare della redditività. Nel caso di una redditività superiore al 10% del patrimonio imponibile l'insieme dei due tributi comportava un costo complessivo di circa il 50-52% del reddito complessivo.

---

<sup>460</sup> *Ivi*, pp. 6-7.

La tabella n.1 riporta nella prima colonna la redditività dell'impresa in rapporto al patrimonio imponibile (riserve e capitale), nella seconda il tasso di incidenza delle imposte in percentuale del reddito societario, nell'ipotesi in cui il reddito sia superiore ai 100 milioni di lire e le varie imposte siano applicate con le aliquote valide per il comune di Roma. In questo caso l'incidenza delle imposte di ricchezza mobile cat. B, Icap e relativa addizionale provinciale, imposta camerale, altre addizionali e aggi di riscossione era pari al 40,5% come si vede nella tabella.

Tab. 1. Tassi percentuali di incidenza sui redditi di impresa	
Imposta di ricchezza mobile categoria B	25,00
Icap	3,75
Addizionale provinciale	1,75
Imposta camerale	0,9
Addizionale Eca (10%)	3,05
Addizionale pro-Calabria (5%)	1,52
Addizionale pro-alluvionati (10%)	3,14
Aggi esattore (3,3%) e ric. prov. (0,29%)	1,39
Aliquota complessiva	40,50
Fonte: Assonime, <i>Circolare n. 170</i> , 1 agosto 1969, p. 44.	

A ciò si aggiungeva l'imposta sulle società con la doppia aliquota dello 0,75% del patrimonio netto e del 15% del reddito eccedente il 6% del patrimonio netto. Tali aliquote per effetto delle addizionali salivano rispettivamente allo 0,9% e al 18%. L'onere complessivo variava a seconda della redditività come nell'esempio della Tabella 2.

Tab. 2. Incidenza delle imposte sui redditi da società di capitali	
Tasso di rendimento del patrimonio (%)	Tasso di incidenza delle imposte (%)
2	85,5
4	63,0
6	55,5
10	49,5
12	49,7
15	50,0
20	50,3
30	50,6
Fonte: Assonime, <i>Circolare n. 170</i> , 1 agosto 1969, p. 48.	

Secondo il progetto di riforma le società avrebbero pagato l'imposta sui redditi patrimoniali in ragione del 14,2% del capitale e l'imposta sulle persone giuridiche in ragione del 30%. Il tasso complessivo sarebbe stato del 44,2%. Tuttavia una parte di questa imposta sarebbe stata recuperata da parte degli azionisti per effetto del credito d'imposta. Nel caso limite in cui la società avesse distribuito tutti gli utili realizzati l'onere globale effettivamente a suo carico si sarebbe ridotto dal 44,2 al 27,4%. Mano a mano che aumentava la parte di utile trattenuta dalla società aumentava anche l'imposta da essa pagata. Ad esempio, in caso di distribuzione dell'80% dell'utile, l'onere fiscale sarebbe stato del 30,8%. Nella peggiore delle ipotesi, vale a dire nel caso in cui la società non avesse effettuato alcuna distribuzione il tasso globale sarebbe stato del 44,2%, pertanto comunque più basso rispetto al tasso di circa il 50% che costituiva il carico fiscale complessivo gravante sulle società secondo la legislazione in vigore all'epoca.

Naturalmente per calcolare in modo completo il carico fiscale sui redditi societari è opportuno prendere in considerazione il cumulo delle imposte assolte dalla società e di quelle spettanti all'azionista. Nel sistema fiscale all'epoca vigente, tale carico si modificava al variare della redditività dell'impresa, del reddito dell'azionista e della

distribuzione degli utili. La tabella 3, nella quale è riportata l'incidenza dell'imposizione sui redditi derivanti da partecipazioni in società di capitali, presuppone un rendimento netto della società pari al 10% del patrimonio netto, al quale corrisponde un onere fiscale del 49,5%, e una distribuzione dell'utile pari all'80% dell'utile netto. La seconda colonna indica l'utile spettante al socio al netto delle imposte e dell'accantonamento del 20%, vale a dire il dividendo percepito. Secondo il progetto di riforma tale dividendo va maggiorato del 30% così come riportato nella colonna successiva. Le colonne contraddistinte dal numero 1 si riferiscono alla situazione precedente la riforma, quelle segnate col numero 2 riportano invece i dati relativi al progetto di riforma. Nelle rispettive colonne è descritta l'incidenza dell'onere fiscale complessivo prima e dopo la riforma. Ovviamente il tasso di incidenza previsto dall'ipotesi di riforma risulterebbe diverso se la distribuzione di capitale fosse superiore o inferiore a quella dell'80% assunta in questo esempio. Allo stesso modo i dati relativi alla situazione precedente la riforma sono validi solo nelle condizioni precedentemente descritte. Dalla tabella emerge chiaramente come il sistema previsto dal progetto di riforma comportasse un notevole abbattimento dell'onere tributario, pari ad almeno il 15% del reddito con punte di quasi il 20%. Ne sarebbe derivata una notevole crescita della redditività dell'investimento azionario. Prendiamo ad esempio un reddito lordo di 100 milioni di lire. In questo caso il reddito netto percepito dall'azionista, sarebbe passato da 34.610.000 lire a 49.020.000 lire, con un incremento di ben il 42,16%.

Si tenga presente però che redditi superiori ai cento milioni erano più teorici che reali. Stando all'indagine campionaria del Fiaccavento, realizzata su 6170 dichiarazioni relative all'imposta complementare dell'anno 1965 solo lo 0,6% dei contribuenti aveva un reddito imponibile all'Irpef superiore ai 100 milioni. Come si può vedere nella tabella 4 la grande maggioranza dei contribuenti aveva redditi fino 5 milioni di lire.

Tab. 3. Tassi percentuali di incidenza sui redditi da società di capitali								
Utile sociale al lordo delle imposte (migliaia di lire)	Dividendo (migliaia di lire)		Contribuente senza persone a carico		Contribuente con una persona a carico		Contribuente con tre persone a carico	
	1	2	1	2	1	2	1	2
300	121,2	174,72	49,5	30,56	49,5	30,56	49,5	30,56
400	161,6	232,96	49,5	30,56	49,5	30,56	49,5	30,56
500	202	291,20	49,5	30,56	49,5	30,56	49,5	30,56
600	242,4	349,44	49,5	31,38	49,5	30,56	49,5	30,56
700	282,8	407,68	49,5	32,10	49,5	31,10	49,5	30,56
800	323,2	465,92	49,5	32,63	49,5	31,76	49,5	30,56
900	363,6	524,16	49,5	33,05	49,5	32,37	49,5	30,56
1.000	404	582,4	49,5	33,38	49,5	32,68	49,5	30,88
1.200	484,8	698,88	49,5	33,88	49,5	33,30	49,5	31,80
1.400	565,6	815,36	49,5	34,24	49,5	33,74	49,5	32,46
1.500	606	873,60	49,5	34,38	49,5	33,92	49,5	32,72
1.600	649,9	931,84	49,64	34,51	49,5	34,07	49,5	32,95
1.800	727,2	1.480,32	49,73	34,72	49,67	34,33	49,5	33,33
2.000	808	1.164,8	49,80	34,88	49,74	34,53	49,63	33,63
2.500	1.010	1456	51,13	35,18	50,96	34,90	50,67	34,18
3.000	1.212	1.742	51,54	35,37	51,35	35,13	51,02	34,53
4.000	1.616	2.329,6	52,48	35,88	52,33	35,71	51,87	35,27
5.000	2.020	2.912	52,97	36,33	52,84	36,19	52,57	35,83
6.000	2.424	3.494,4	53,44	36,63	53,30	36,76	53,05	36,46
8.000	3.232	4.659,2	54,27	37,88	54,14	37,79	53,09	37,56
10.000	4.040	5.824,0	54,95	38,87	54,83	38,80	54,62	38,62
15.000	6.060	8.736	57,19	41,73	56,89	41,02	56,35	40,90
20.000	8.080	11.648	59,09	42,76	59,01	42,73	58,78	42,64
30.000	12.120	17.472	61,56	44,96	61,45	44,94	61,29	44,87
50.000	20.200	29120	63,16	47,67	53,03	47,65	62,99	47,62
75.000	30.300	43680	64,41	49,70	64,31	49,69	64,44	49,67
100.000	40.400	58240	65,39	50,98	65,39	50,98	65,29	50,96
150.000	60.600	87360	66,98	52,78	66,97	52,78	66,90	52,75
200.000	80.800	116480	68,25	54,16	68,25	54,16	68,28	54,15
300.000	121.200	174.720	70,43	56,47	70,43	56,47	70,42	56,46
400.000	161.600	232.960	72,15	58,31	72,15	58,31	72,15	58,30
500.000	202.000	291.200	73,74	59,68	73,74	59,68	73,74	59,68
1.000.000	404.000	582.400	79,79	64,15	79,79	64,15	79,79	64,15

Fonte: Assonime, *Circolare n. 170*, 1 agosto 1969, p. 49.

Tab. 4. Distribuzione del reddito lordo assoggettabile alla imposta sulle persone fisiche per classi di reddito (1965)		
Classi di reddito lordo (migliaia di lire)	Frequenze percentuali	Frequenze cumulate
Fino a 240	3,6	3,6
Da 250 a 500	8,6	12,2
Da 510 a 1000	5,4	17,6
Da 1020 a 1500	13,8	31,4
Da 1520 a 2000	14,9	46,3
Da 2050 a 3000	24,7	71,0
Da 3050 a 5000	14,1	85,1
Da 5100 a 10000	8,0	93,1
Da 10200 a 20000	3,5	96,6
Da 20200 a 50000	1,9	98,5
Da 50500 a 100000	0,9	99,4
Da 101000 a 200000	0,6	100
Fiaccavento C., <i>La distribuzione del reddito ai fini della nuova imposizione personale</i> , in "Tributi" n. 35, ottobre 1968, p. 31.		

Stando al progetto di riforma anche il ricorso da parte di una società a una emissione obbligazionaria sarebbe stato gravato da un onere fiscale meno gravoso rispetto a prima. Tuttavia, anche se in misura attenuata, sarebbe rimasta la discriminazione a vantaggio degli istituti di credito. Prima della riforma gli interessi delle obbligazioni erano tassati sulla base dell'imposta di ricchezza mobile di categoria A, dell'imposta sulle obbligazioni, dell'imposta di famiglia e dell'imposta complementare, a meno di esenzioni particolari previste dalla legge. Sappiamo però che in virtù della portabilità dei titoli e del segreto bancario solo le prime due imposte erano effettivamente applicate. Le aliquote vigenti nel comune di Roma determinavano per l'imposta di ricchezza mobile e le relative addizionali e aggi un onere complessivo del 34,96%. Questo voleva dire che una società per pagare all'obbligazionista un interesse netto del 6% del valore nominale aveva un costo del 8,9472%, che diventava 9,4472% includendo l'imposta sulle obbligazioni. Per le società finanziarie l'imposta sulle obbligazioni era solo dello 0,125% e di conseguenza il costo di una loro emissione sarebbe stato del 9,0722%. Si trattava comunque di livelli ampiamente superiori a quelli degli istituti di credito speciale e degli



enti pubblici che eventualmente erano tenuti a pagare solo l'imposta sulle obbligazioni in ragione dell'aliquota ridotta dello 0,125%. La riforma con le sue tre aliquote del 30, del 20 e del 15% avrebbe ridotto la differenza di costo tra i diversi soggetti, ma non avrebbe eliminato la discriminazione a vantaggio degli istituti di credito speciale che rendeva più vantaggioso per le imprese ricorrere all'indebitamento presso questi istituti rispetto all'emissione di proprie obbligazioni. Secondo le norme previste nel disegno di legge un interesse netto del 6% avrebbe comportato un costo dell'8,572% per le società private, del 7,5% per gli enti pubblici e del 7,059% per le aziende di credito e gli istituti di credito speciale. Si tenga presente che questi tassi sono calcolati sulla base di un interesse netto uguale per tutti del 6% e non si è tenuto conto delle variazioni dei tassi che si determinano in base alla natura e alla solidità finanziaria dell'emittente.

Per effetto delle innovazioni previste dal disegno di legge la doppia imposizione dei dividendi percepiti da altre persone giuridiche sarebbe risultata, se non completamente eliminata, sensibilmente ridotta, specie nel caso di enti e società finanziarie. All'epoca le società erano soggette all'imposta sulle società sui dividendi percepiti da altre società. In tal modo, se per esempio il rendimento del patrimonio fosse stato del 10%, presso la società percipiente del dividendo vi sarebbe stata un'ulteriore tassazione rispetto a quella già subita dalla società partecipata pari al 16,2% del dividendo. Al variare della redditività o del patrimonio variava anche l'aliquota, sicché a un rendimento pari al 20% del patrimonio netto la tassazione sarebbe salita al 17,10%, mentre a un rendimento del 5% l'imposta sarebbe stata del 18%. Nel caso di enti e società finanziarie era prevista la riduzione di un quarto dell'imposta. Col sistema previsto dal disegno di legge la doppia imposizione si sarebbe verificata normalmente nella misura del 9%, che sarebbe scesa al 5,5% o al 2% nell'ipotesi in cui il credito d'imposta fosse stato concesso con aliquota del 35%, come previsto per le società partecipate per almeno un quarto del capitale ed esercitanti un'attività complementare a quella della controllante, o del 40% nel caso di enti e società finanziarie.

Cosciani riteneva che il forte sgravio che la riforma avrebbe comportato per i redditi societari e in particolare per le società finanziarie, che avrebbero visto diminuire drasticamente la doppia imposizione, avrebbe consentito di compensare la spinta dei

costi provenienti dagli aumenti salariali e a compensare in parte i costi inerenti la redistribuzione degli oneri dell'imposizione indiretta, soprattutto in seguito alla trasformazione dell'Ige in Iva, anche per la riduzione dei rimborsi alle esportazioni. La riduzione delle imposte avrebbe aumentato il reddito aziendale, costituendo così un fattore di sollecitazione dei corsi dei titoli azionari quotati in borsa. Anche la riduzione della doppia imposizione sui dividendi delle società affiliate, cui era concesso un credito d'imposta del 35%, era giudicata positivamente. Se la doppia imposizione prevista dall'imposta sulle società doveva costituire, all'epoca della sua introduzione nel 1954, una remora di natura fiscale all'assunzione di partecipazioni ritenute allora indesiderabili, il progetto di riforma, introducendo un criterio di partecipazione minima (25%) e di un legame nell'oggetto sociale delle due società ("attività uguale o complementare") dava una migliore impostazione al problema, riconoscendo che in alcuni casi l'assunzione di partecipazioni poteva essere economicamente utile. Tuttavia Cosciani manteneva dei dubbi sull'opportunità di risolvere in sede fiscale problemi di natura sostanziale anche perché il concetto di "uguale o complementare" poteva dare luogo a numerose controversie. Un'altra questione problematica era la tassazione del passaggio delle riserve a capitale. La soluzione migliore secondo Cosciani sarebbe stata quella di tassare le riserve solo nel momento in cui fossero state distribuite, garantendo il principio di equità affiancando all'imposta sul reddito un'imposta sui plusvalori azionari. In tal caso, nei limiti in cui le riserve avessero concorso a determinare un aumento del valore delle azioni, nel momento della loro cessione sarebbe stato tassato il plusvalore determinato dall'accantonamento degli utili. Nella situazione particolarmente sfavorevole per il mercato azionario dell'epoca sarebbe stato però inopportuno introdurre una tassazione delle plusvalenze e pertanto era necessario accontentarsi di perseguire il principio dell'equità solo con una certa approssimazione. La scelta fatta dai promotori del disegno di legge di tassare il passaggio delle riserve a capitale senza procedere al cumulo con gli altri redditi per il calcolo dell'aliquota sarebbe stato "equo" solo per coloro che detenevano le azioni ininterrottamente dal momento della formazione delle riserve a quello del passaggio a capitale. Per Cosciani era difficile comprendere le ragioni per cui il momento di realizzo del reddito fosse quello del

passaggio delle riserve a capitale e non quello del passaggio dell'utile alle riserve. Altro motivo di contestazione da parte del professore era la discriminazione di trattamento tra il capitale proprio e gli interessi delle obbligazioni, che faceva venire meno, per motivi fiscali, quella posizione di indifferenza nella quale l'impresa si sarebbe dovuta trovare nel momento della scelta della fonte di finanziamento. Ingiustificate erano anche le discriminazioni all'interno del comparto obbligazionario, per cui sarebbe stato necessario procedere ad una armonizzazione dei tassi dell'imposta e attribuire all'imposta sulle obbligazioni il carattere di acconto dell'imposta personale, pur mantenendo il sistema di circolazione dei titoli al portatore. Per consentire una progressione più perequata tra i vari tipi di capitale sarebbe stato necessario consentire la detrazione dell'imposta sui redditi patrimoniali dall'imponibile ai fini dell'imposta sulle persone giuridiche e di quella personale. In fine, ritenendo il sistema del credito d'imposta una complicazione non necessaria, proponeva la separazione formale dell'Irpeg in due parti: un'imposta vera e propria sulle società con aliquota del 13,2% e un acconto dell'imposta personale dovuta dai soci con aliquota del 16,8%, corrispondente al credito d'imposta<sup>461</sup>.

L'Assonime concordava con Cosciani sulla necessità di tempi lunghi per l'adeguamento dell'amministrazione finanziaria, ma nel complesso non poteva che accogliere favorevolmente una riforma che avrebbe sensibilmente ridotto il carico fiscale sull'investimento azionario. L'associazione vedeva con favore l'istituzione dell'Irpef sulla base di scaglioni di reddito, anziché secondo quella progressione continua che caratterizzava l'imposta complementare. Questo sistema sembrava loro più corretto da un punto di vista economico e soprattutto più convincente e accettabile sotto l'aspetto psicologico. Restando inalterato l'incidenza delle aliquote sul reddito già posseduto, eliminava un disincentivo all'aumento del reddito. Questo stesso disincentivo all'aumento del reddito poteva avere contribuito a scoraggiare l'investimento azionario, pertanto la sua eliminazione avrebbe comportato benefici non solo di natura fiscale. L'Assonime si rammaricava invece che non fosse stata accolta la proposta del Cnel di

---

<sup>461</sup> Cosciani C., *Considerazioni sull'incidenza dell'imposizione delle società nello schema di riforma tributaria*, in "Rivista delle società", Giuffrè, Milano 1970.

accordare alle imprese, in occasione dell'introduzione della riforma una rivalutazione dei cespiti per conguaglio monetario, al fine di evitare che il nuovo sistema di imposizione prendesse avvio sulla base di valori dei cespiti troppo discosti da quelli effettivi. Anche la discriminazione di trattamento fiscale tra le azioni e i titoli obbligazionari fu contestata in quanto ritenuta "uno dei più incisivi fattori di fragilità dell'apparato produttivo e di rigidità del mercato finanziario"<sup>462</sup>.

Anche la Banca d'Italia riconosceva nella nominatività obbligatoria, limitata ai soli titoli azionari, e la conseguente discriminazione fiscale tra titoli azionari e obbligazionari, la causa delle distorsioni tra i due comparti. La riattivazione del mercato azionario era considerato una priorità e l'ostacolo da rimuovere era proprio il regime fiscale. Tuttavia non era plausibile, secondo la banca centrale, estendere la nominatività a tutte le forme di reddito mobiliare. Il governatore sollecitò l'approvazione di una riforma tributaria, sulla base dei principi enunciati nel disegno di legge delega presentato nel 1967, che escludesse ogni accertamento nominativo dei percettori degli interessi dei conti correnti, dei depositi e dei titoli obbligazionari<sup>463</sup>. Il progetto elaborato dalla Commissione nel 1967 suggeriva al governo di includere tutti i redditi nell'imponibile all'imposta sul reddito personale, e fu proprio l'intervento della Banca d'Italia a indurre il governo a scegliere la tassazione sostitutiva per i redditi obbligazionari<sup>464</sup>.

### **8.3 Il dibattito parlamentare e la rinuncia al credito d'imposta**

La relazione al disegno di legge presentata dalla Commissione finanze e tesoro riprendeva sostanzialmente le argomentazioni della relazione governativa. Tra queste vi era l'eccessiva elevatezza delle aliquote che comportava per le imprese un carico complessivo, tra imposte erariali, addizionali e aggi di riscossione, compreso tra il 45 e il

---

<sup>462</sup> Assonime, *Circolare n. 170*, 1 agosto 1969.

<sup>463</sup> Banca d'Italia, *Relazione 1966*, pp. 354-357, 376.

<sup>464</sup> Visentini B., *Riforma tributaria: un problema di volontà politica*, in Gerelli E. e Vitale M., *È fallita la riforma tributaria?*, Franco Angeli, Milano 1979, pp. 179-180.

50 per cento. Alle aliquote elevate faceva seguito la tendenza diffusa a evitare l'imposta mediante i più vari espedienti<sup>465</sup>. Al fine di evitare la duplicazione d'imposta tra le imposte pagate dalle società e quelle dovute dagli azionisti sui redditi distribuiti la Commissione accolse favorevolmente l'introduzione del credito d'imposta. Anche se sul piano del diritto la duplicazione dell'imposta era giustificata dalla personalità giuridica della società, la relazione sottolineava come dal punto di vista sostanziale l'aggravio vi fosse e fosse pesante. Un correttivo era pertanto indispensabile. Tale correttivo appariva inoltre idoneo ad attenuare la discriminazione fiscale che all'epoca sfavoriva il mercato azionario rispetto a quello obbligazionario e di conseguenza a facilitare il finanziamento tramite capitale di rischio<sup>466</sup>, come già era stato messo in rilievo nel cosiddetto "Progetto 80"<sup>467</sup>.

La Commissione si espresse favorevolmente all'Ilor ritenendola preferibile all'imposta sul patrimonio, che era stava invece sostenuta da Cosciani<sup>468</sup>. Oltre alle ragioni di carattere tecnico sulle difficoltà di accertamento del valore dei cespiti la relazione della Commissione si rifaceva alla tesi dello Stammati, secondo cui un'imposta sul patrimonio avrebbe stimolato l'esodo dei capitali. Un tale provvedimento sarebbe stato impopolare, poiché i soggetti colpiti lo avrebbero assunto come un'espropriazione, avrebbe avuto effetti negativi sulla propensione al risparmio e avrebbe sottratto al singolo non una parte di reddito ma di un bene produttivo di reddito con effetti negativi immediati sul sistema economico<sup>469</sup>.

Il disegno di legge fu invece contestato in merito alla diversità delle aliquote previste per i titoli obbligazionari. Le diverse aliquote, incidendo fortemente sul costo del denaro a seconda della natura dell'ente, avrebbero falsato la concorrenza e violato il principio della neutralità del sistema tributario, in contrasto con tutto il sistema della riforma stessa. Se si voleva, per motivi di politica economica, favorire gli istituti di credito

---

<sup>465</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 1639-A, p. 6.

<sup>466</sup> *Ivi*, pp. 32-35.

<sup>467</sup> Ministero del bilancio e della programmazione economica, *Schema di rapporto preliminare al programma economico nazionale 1971-1975*, Roma 1975.

<sup>468</sup> Cosciani C., *La riforma tributaria: speranze e preoccupazioni*, in "Moneta e Credito", 1967, n. 79.

<sup>469</sup> APC, *V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni*, n. 1639-A, pp. 35-36.

speciale e in misura minore Iri, Eni e società finanziarie, secondo la commissione non si doveva fare ricorso alla riduzione d'imposta, bensì al sussidio o al contributo. Questa soluzione avrebbe consentito maggiore flessibilità al Comitato per il credito e il risparmio e agli altri organi predisposti alla vigilanza grazie alla possibilità di variare l'intervento a seconda della congiuntura. D'altra parte a questi stessi organismi erano tutti tenuti a chiedere l'autorizzazione all'emissione dei titoli, pertanto gli organi statali sarebbero stati comunque in grado di regolare il volume delle emissioni meglio di quanto potessero fare i singoli istituti. Infine la diversificazione delle aliquote era ritenuta foriera di confusione e disorientamenti presso i risparmiatori<sup>470</sup>.

### *Il no al credito d'imposta*

La discussione in aula condusse a una drastica revisione dell'imposizione nei confronti del reddito delle persone giuridiche. Contrariamente a quanto era emerso fino a quel momento, in base alle posizioni del governo e della commissione parlamentare finanze e tesoro, il partito socialista manifestò una posizione nettamente contraria al credito d'imposta. I socialisti nel porre le loro condizioni agli altri partiti della maggioranza governativa, potevano contare pure sull'appoggio dei partiti di opposizione di sinistra: PCI e PSIUP.

Nel suo intervento il leader socialista Riccardo Lombardi definì il credito d'imposta "un elemento assai preoccupante", "un tradimento della progressività dell'imposta". Il principio della progressività era, secondo il deputato, messo in discussione dall'iniziativa legislativa da un lato e dalle difficoltà dell'accertamento dall'altro. Per quanto riguardava l'iniziativa legislativa vedeva una correlazione tra il tentativo di istituire il credito d'imposta e il disegno di legge sui fondi comuni di investimento, approvato dal Senato. A questo tentativo di ridurre l'onere fiscale sulle società si aggiungeva la "colpevole inerzia nell'ammodernamento e nella ristrutturazione dell'apparato accertativo", con la conseguenza che la capacità di imposizione diretta sul reddito ne sarebbe uscita diminuita a vantaggio dell'imposizione indiretta e quindi a detrimento della progressività del sistema tributario. La proposta era di abolire il

---

<sup>470</sup> *Ivi*, pp. 71-72.

credito d'imposta e di fissare un'aliquota tra il 30 e il 40 per cento e di introdurre anche per le persone giuridiche la progressività, così come previsto negli emendamenti presentati dai deputati del Pci e del Psiup. Lombardi, a nome del suo gruppo, chiese che si riunisse il Comitato dei nove (una specie di "minicommissione" creata ad hoc per discutere i diversi emendamenti tra i rappresentanti dei diversi partiti), affinché si trovasse una diversa formulazione all'imposta sul reddito delle persone giuridiche<sup>471</sup>.

Il democristiano Filippo Maria Pandolfi, membro del Comitato dei nove, ricordò ai colleghi quello che era il nodo della questione in merito all'imposta sulle persone giuridiche, ovvero la duplicazione dell'imposta e la necessità di trovare un qualche rimedio quale era appunto il credito d'imposta. Pandolfi era però disposto a prendere in considerazione una soluzione alternativa. Il credito d'imposta era stato adottato dalla commissione di studio sulla base delle esperienze francese e belga, ma non era un dogma. L'alternativa proposta fu quella di assoggettare le persone giuridiche a un'aliquota più bassa e di tassare i dividendi in base alla normale tabella delle aliquote prevista per le persone fisiche. Pandolfi esclude però che si potesse fare ricorso ad aliquote differenziate per i redditi delle persone giuridiche. La progressività era infatti legata al primato dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, perché era sul singolo individuo che si poteva misurare la effettiva capacità contributiva e non sul soggetto giuridico. Aliquote d'imposta sulle persone giuridiche differenziate per scaglioni di reddito avrebbero prodotto anche conseguenze tecniche discutibili: i percettori di uno stesso reddito, proveniente però da due diverse società, sarebbero stati trattati in maniera diversa a seconda dell'ammontare del reddito complessivo della società. Ciò avrebbe prodotto anche incertezza nel mercato con conseguenze dirette sui corsi dei titoli azionari<sup>472</sup>.

Anche il ministro delle finanze, il socialdemocratico Luigi Preti, al pari di Pandolfi riteneva inaccettabile stabilire aliquote progressive per le persone giuridiche. Non era possibile introdurre norme che scoraggiassero la crescita dimensionale delle imprese in un momento in cui era necessario allargare le dimensioni delle imprese per resistere alla

---

<sup>471</sup> APC, *V legislatura – Discussioni*, seduta del 2 febbraio 1971, pp. 25180-25181.

<sup>472</sup> *Ivi*, p. 25181.

concorrenza degli altri paesi del mercato comune, o quando si trattava di affrontare, mediante la creazione di imprese sovranazionali, la “sfida americana” descritta da Servan Schreiber<sup>473</sup>. Anche la natura stessa della proprietà delle grandi imprese italiane, in buona parte a partecipazione statale, rendeva superflua la differenziazione delle aliquote. Il ministro, pur sorpreso dalla richiesta, pervenuta “all’ultimo momento”, del partito socialista di rivedere il sistema di imposizione sulle società, si disse disposto ad abbandonare il credito d’imposta, sempre che si facesse ricorso a un qualche aggiustamento compensativo, affinché le imprese italiane non si trovassero ad operare in condizioni troppo diverse da quelle delle imprese degli altri paesi del MEC. “Rivaletevi sulle persone fisiche, ma cercate di fare in modo che le società, che sono organizzazioni produttive, possano sopravvivere” – era il monito del ministro<sup>474</sup>.

Il compromesso raggiunto dal Comitato dei nove fu di abolire il credito d’imposta, riducendo però l’aliquota Irpeg dal 30 al 25%. In tal modo l’aliquota complessiva dell’imposta sulle persone giuridiche, tenuto conto anche dell’Ilor passava dal 44,7% al 39,7%, ma i dividendi percepiti dai soci sarebbero stati sottoposti alla normale aliquota dell’imposta sulle persone fisiche, senza alcuna possibilità di recuperare parte dell’imposta pagata in sede di tassazione delle società. Fu stabilito anche di istituire una ritenuta d’acconto sugli utili distribuiti con aliquota del 10%. Per i soggetti non residenti la ritenuta sarebbe stata a titolo definitivo con aliquota al 30%. L’ipotesi di trasformare l’Irpeg in una imposta progressiva fu invece abbandonata<sup>475</sup>.

Pandolfi nell’illustrare il contenuto dell’emendamento sul quale era stato raggiunto l’accordo tra i partiti della maggioranza sostenne che la soluzione trovata fosse, rispetto alla precedente, più favorevole all’utile reinvestito rispetto alla sua distribuzione. Il secondo aspetto positivo era da ritrovarsi nella maggiore adesione del nuovo testo alle prospettive di armonizzazione fiscale tra i paesi del Mec. Secondo il progetto Werner<sup>476</sup> e

---

<sup>473</sup> Servan Schreiber J., *La défi américain*, Denoël, 1967.

<sup>474</sup> APC, *V legislatura – Discussioni*, seduta del 2 febbraio 1971, pp. 25185-25186.

<sup>475</sup> *Ivi*, pp. 25187-25195.

<sup>476</sup> La relazione Werner, elaborata da un comitato di esperti finanziari presieduto dal primo ministro del Lussemburgo Pierre Werner nel 1970, aveva come obiettivo la liberalizzazione dei movimenti di capitali, l’integrazione dei mercati finanziari, e la creazione di un’unione monetaria.



le previsioni dello stesso Pandolfi il modello che avrebbe prevalso era quello della tassazione separata e non quello belga e francese del credito d'imposta<sup>477</sup>.

L'abbandono del credito comportava una redditività dell'investimento azionario notevolmente inferiore rispetto a quanto previsto in origine dal disegno di legge. Se aveva ragione Pandolfi nel sostenere che la soluzione trovata favoriva il reinvestimento dell'utile, essendo l'aliquota massima del 39,7% anziché del 44,7%, bisogna tenere presente che la ritenzione dell'utile non era nell'uso comune delle società per azioni in quel periodo, in particolare di quelle quotate. Nell'ipotesi ben più probabile di distribuzione di tutto l'utile, grazie al credito d'imposta e con un'aliquota del 44,2%, il percettore del dividendo avrebbe ricevuto il 72,54% dell'utile. Con la nuova formulazione, assumendo che l'aliquota fosse del 39,2%, avrebbe ricevuto un dividendo pari al 60,8%. La differenza era dunque più dell'11% del reddito lordo. Certamente, al diminuire della percentuale di utile netto distribuito, diminuiva anche il risparmio d'imposta, ma per arrivare al medesimo risultato, cioè un reddito netto complessivo pari al 60,8% del reddito lordo i dividendi distribuiti dovevano essere il 16,66% dell'utile lordo. Col meccanismo del credito d'imposta, per ogni 100 lire di reddito lordo la società ne pagava 44,2 d'imposta e il reddito netto restante era di 55,8 lire. Se fosse stato pagato un dividendo di 16,66 lire, pari a un pay-out ratio del 28,87%, il percettore avrebbe ricevuto un credito d'imposta di 5 lire. Sommando queste 7 lire alle 55,8 otteniamo 60,8 lire, vale a dire l'utile netto previsto dal testo approvato dalla Camera. Perciò, solo nel caso in cui la percentuale di utile distribuito fosse stata molto bassa, vale a dire inferiore al 29,87% dell'utile netto (16,66% dell'utile lordo), il nuovo sistema sarebbe risultato vantaggioso.

In realtà i calcoli appena effettuati si riferiscono soltanto al dividendo lordo che gli azionisti avrebbero ricevuto, non tengono conto dell'imposta successivamente dovuta sul reddito delle persone fisiche. Anche in questo caso le modifiche introdotte al testo approvato in sede governativa e di commissione parlamentare subì delle modifiche volte a innalzare il livello delle aliquote per i redditi medi e alti, col risultato che l'aliquota più alta passò dal 68 al 72%, come riportato nella tabella 5. La nuova progressione delle

---

<sup>477</sup> APC, *V legislatura – Discussioni*, seduta del 2 febbraio 1971, p. 25195.

aliquote fu dovuta alla richiesta di realizzare una maggiore progressività e la nuova tabella fu presentata dallo stesso Governo, nonostante che il relatore Luigi Bima e il ministro Preti avessero sostenuto l'adeguatezza del disegno di legge al principio costituzionale della progressività, anche in virtù della discriminazione qualitativa dei redditi prodotta dall'introduzione dell'imposta sui redditi patrimoniali<sup>478</sup>.

Tab. 5. Imposta sul reddito delle persone fisiche	
Scaglioni di reddito (milioni di lire)	Aliquota percentuale
≤ 2	10
> 2 ≤ 3	13
> 3 ≤ 4	16
> 4 ≤ 5	19
> 5 ≤ 6	22
> 6 ≤ 7	25
> 7 ≤ 8	27
> 8 ≤ 9	29
> 9 ≤ 10	31
> 10 ≤ 12	32
> 12 ≤ 14	33
> 14 ≤ 16	34
> 16 ≤ 18	35
> 18 ≤ 20	36
> 20 ≤ 25	38
> 25 ≤ 30	40
> 30 ≤ 40	42
> 40 ≤ 50	44
> 50 ≤ 60	46
> 60 ≤ 80	48
> 80 ≤ 100	50
> 100 ≤ 125	52
> 125 ≤ 150	54
>150 ≤ 175	56
>175 ≤ 200	58
> 200 ≤ 250	60
> 250 ≤ 300	62
> 300 ≤ 350	64
> 350 ≤ 400	66
> 400 ≤ 450	68
> 450 ≤ 500	70
> 500	72

<sup>478</sup> *Ivi*, seduta 8 ottobre 1970, pp. 20153-20154 e 20165; seduta 30 marzo 1971, p. 27195.≤

L'abbandono del credito d'imposta riproponeva il problema della doppia imposizione dei dividendi azionari percepiti da una persona giuridica. Il disegno di legge proposto dal governo, grazie al credito d'imposta riduceva in maniera consistente la doppia imposizione e quasi la eliminava nel caso delle società finanziarie. Il testo originario concedeva infatti, oltre all'aliquota normale del 30% quale credito d'imposta per le persone giuridiche, un'aliquota del 35% per i dividendi pagati da società partecipate per almeno il 25% ed esercitanti attività uguali o complementari a quelle della società partecipante. L'aliquota diventava del 40% per le società finanziarie. Il relatore Bima, anche in considerazione della preesistente riduzione d'imposta sulle società prevista per le società finanziarie (art. 154 del T.U. sulle imposte dirette), propose la riduzione alla metà dell'Irpeg per enti e società finanziarie e la riduzione al 40% per enti e società finanziarie a prevalente partecipazione statale<sup>479</sup>. La Camera approvò l'emendamento. In questo modo le società finanziarie avrebbero pagato un'imposta del 12,5% sui dividendi percepiti. Nonostante la riduzione dell'imposta l'onere complessivo sarebbe stato maggiore rispetto al progetto originale. Nell'altro ramo del Parlamento furono però introdotti alcuni cambiamenti. La Commissione finanze e tesoro del Senato propose un emendamento per ridurre ulteriormente l'aliquota in favore di enti e società finanziari. Tale riduzione trovava giustificazione proprio nell'abbandono del credito d'imposta, non sufficientemente compensato, secondo il parere della Commissione, dalla riduzione delle aliquote. La riduzione passava dalla metà al trenta per cento. Per gli enti e le società a prevalente partecipazione statale l'aliquota era ulteriormente ridotta al 25%<sup>480</sup>. In ogni caso il beneficio era riconosciuto solo alle società finanziarie, un numero di società limitato, per le quali era prevista l'iscrizione in un albo presso la Banca d'Italia, in base alle indicazioni degli articoli 154 e 155 del T.U. delle imposte dirette. La nuova formulazione dell'articolo 9 non teneva però conto di tutti gli altri casi e, in particolare, veniva meno la riduzione dell'imposta prevista per i dividendi percepiti da società "affiliate". Il relatore alla Camera Bima auspicò che si procedesse all'esenzione dei dividendi dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche, ma tale ipotesi era rinviata

---

<sup>479</sup> *Ivi*, seduta del 9 marzo 1971, p. 26487.

<sup>480</sup> APS, *V Legislatura – Resoconti delle discussioni*, 6 agosto 1971, pp. 27425-27426.

alla discussione della riforma delle società per azioni<sup>481</sup>. Il legislatore delegato ritenne di ridurre ulteriormente l'imposta sul reddito delle società finanziarie. La nuova aliquota fu fissata al 7,5% per i soggetti privati e al 6,5% per gli enti e le società finanziarie a prevalente partecipazione statale<sup>482</sup>. Come si può vedere nella tabella sottostante il testo definitivo dava luogo a un aggravio d'imposta rispetto al disegno di legge per le società non finanziarie. Per le società finanziarie invece l'imposizione era leggermente più bassa. La scelta di limitare gli effetti della doppia imposizione grazie ad un'aliquota più bassa, anziché mediante la detrazione, almeno in parte, dei dividendi dall'imponibile, conduceva a un'evidente distorsione in quanto, applicandosi a tutti i redditi, avvantaggiava quei cespiti per i quali non si verificava la doppia imposizione. Era il caso degli immobili o delle obbligazioni.

Tab. 6. Imposte sui dividendi percepiti da persone giuridiche					
	Disegno di legge delega			Dpr 598/73	
	Società "affiliate"	Società finanziarie	Altre società	Società finanziarie	Altre società
Reddito lordo società partecipata	100	100	100	100	100
Reddito netto società partecipata	55,8	55,8	55,8	60,8	60,8
Credito d'imposta	35%	40%	30%		
Dividendo	75,33	78,12	72,54	60,8	60,8
Irpeg	30%	30%	30%	7,5%	25%
Dividendo netto	52,731	54,684	50,778	56,24	45,6

<sup>481</sup> APC, V Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni, n. 1639-C, p. 11.

<sup>482</sup> Articolo 27 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973 n. 598.

Gli interessi percepiti dalle società concorrevano alla formazione del reddito imponibile, ad eccezione dei titoli di stato, e pertanto scontavano le due imposte, quella locale sui redditi e l'imposta sulle persone giuridiche. Nel caso delle società finanziarie il tasso d'imposta era dunque del 21,7% (14,2 + 7,5). Queste società godevano del credito d'imposta per gli interessi percepiti, il che costituiva un incentivo ad acquistare titoli ad alto tasso d'imposizione anziché azioni. Su obbligazioni tassate al 30 e al 20% avrebbero avuto infatti diritto ad un rimborso dell'imposta pagata in eccesso pari rispettivamente all'8,3% e all'1,7%<sup>483</sup>.

Anche in occasione della riforma tributaria il Parlamento ebbe cura di garantire alle società cooperative un regime agevolato. Il relatore Bima propose un emendamento volto a concedere alle cooperative agricole e ai loro consorzi, nonché alle cooperative di produzione e lavoro, qualora l'apporto di lavoro da parte dei soci fosse non inferiore al 70% dei fattori produttivi, l'esenzione dall'Irpeg. Qualora la partecipazione fosse stata inferiore l'aliquota era ridotta alla metà. Per tutte le altre cooperative il legislatore delegato era tenuto a fissare un'aliquota comunque ridotta in misura non inferiore alle esenzioni e agevolazioni già previste dalla normativa all'ora vigente. Il ministro Preti assicurò che in questo modo si faceva tutto il possibile per favorire le cooperative e che in nessun paese dell'Europa occidentale esistevano agevolazioni così consistenti. Nonostante questo il governo accettò di modificare ulteriormente il testo, accettando la riduzione alla metà dell'Irpeg per tutte le cooperative nelle quali il contributo di lavoro dei soci fosse almeno la metà. In maniera analoga a quanto deciso per l'Irpeg, Pandolfi a nome del Comitato dei nove propose un emendamento per esentare o ridurre l'aliquota dell'Ilor<sup>484</sup>. Il Senato fu ancor più generoso introducendo nuovi limiti, abbassando al 60% l'apporto minimo di lavoro da parte dei soci per fruire dell'esenzione e al 40% per avere la riduzione a metà dell'imposta<sup>485</sup>.

Anche l'imposizione sostitutiva prevista per gli interessi derivanti da obbligazioni, conti correnti e depositi subì una revisione delle aliquote. Se il disegno di legge

---

<sup>483</sup> Cosciani C., *Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette nel quadro della riforma tributaria*, in "Moneta e credito", vol. XXIV, 1971.

<sup>484</sup> APC, *V legislatura - Discussioni*, seduta del 3 febbraio 1971, pp. 25264-25269, 25278, 25382-25384, 25393.

<sup>485</sup> APC, *V legislatura - Documenti e disegni di legge e relazioni*, n. 1639-C, p. 5.

presentato dal governo aveva previsto tre aliquote, una del 30%, una del 20% per gli enti e le società finanziari e una del 15% per gli interessi dei conti correnti e dei depositi e per le obbligazioni degli istituti di credito, il Senato introdusse una nuova aliquota del 10%. Quest'ultima era da applicarsi alle obbligazioni emesse dagli istituti speciali di credito e alle sezioni di credito speciale delle aziende di credito esercitanti il credito a medio e lungo termine. Secondo la Commissione finanze e tesoro del Senato tali titoli servivano alla realizzazione di molti obiettivi della politica governativa, in particolare quelli del Crediop, il Consorzio di credito per le opere pubbliche che emetteva obbligazioni direttamente collegate alla politica dello stato<sup>486</sup>. Tale aliquota accentuava la discriminazione di trattamento al punto da rendere economicamente non conveniente emettere obbligazioni se non per il tramite degli istituti di credito. Per la stessa Commissione finanze e tesoro della Camera si era di fronte alla esplicita volontà politica di attuare il controllo selettivo del credito in attuazione di una programmazione economica e per tale motivo la variante approvata dal Senato andava accolta positivamente<sup>487</sup>. Si poteva obiettare che il giudizio sull'opportunità, sui tempi e sull'entità di un'emissione spettava sempre al Comitato interministeriale per il credito e il risparmio e non poteva essere delegato ad alcun ente o istituto di credito. Questo trattamento di favore verso gli istituti di credito si sarebbe tradotto in un vantaggio economico per gli stessi enti che avrebbero riscosso una provvigione per le obbligazioni emesse per il loro tramite. Un contributo non a carico dello stato, ma a carico dell'operatore economico, che avrebbe contribuito al mantenimento della redditività degli istituti<sup>488</sup>.

### *Le proroghe e i decreti delegati*

L'approvazione della riforma, legge delega del 9 ottobre 1971 n. 825, arrivò troppo tardi perché si potessero emanare i decreti delegati entro il termine inizialmente previsto per l'entrata in vigore della riforma del 1 gennaio 1972. La legge n. 1036 del 6 dicembre 1972, posticipò l'entrata in vigore della riforma al primo luglio del 1972 per la

---

<sup>486</sup> APS, *V Legislatura – Resoconti delle discussioni*, 6 agosto 1971, p. 27427.

<sup>487</sup> APC, *V Legislatura – Documenti e disegni di legge e relazioni*, n. 1639-C, p. 12.

<sup>488</sup> Cosciani C., *Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette...*, 1971, pp. 909-911.

parte relativa alle imposte indirette, vale a dire l'Iva e l'imposta sull'incremento del valore degli immobili, e al primo gennaio 1973 per le imposte dirette, Irpef, Irpeg e Ilor. Questi termini furono ulteriormente prorogati rispettivamente al primo gennaio 1973 e al primo gennaio 1974 dal decreto-legge 25 maggio 1972 n. 202, convertito in legge 24 luglio 1972 n. 321. I decreti delegati furono promulgati il 29 settembre 1973 con i Decreti del Presidente della Repubblica nn. 597, 598, 599, 600, 601 e 602.

#### **8.4 Effetti della riforma sulle società per azioni**

Gli effetti economici prodotti dalla riforma nei confronti della società per azioni riguardavano sia la redditività dell'impresa, sia le modalità di finanziamento esterno. Prendiamo in considerazione il primo aspetto. La riforma senza alcun dubbio riduceva il carico fiscale complessivo per le società. Come si può vedere nella tabella 2 il peso delle imposte prima della riforma variava al variare della redditività rispetto al patrimonio netto. Per livelli pari ad almeno il 10% l'onere fiscale complessivo si aggirava attorno al 50%, mentre per livelli inferiori di redditività era superiore. La somma delle aliquote dell'Irpeg e dell'Ilor comportava un onere complessivo pari al 39,2%, determinando un notevole risparmio e una maggiore redditività del capitale. Se si parte dall'idea che l'investimento del capitale proprio presuppone un reddito netto minimo e quindi che questo reddito sia calcolato come un elemento di costo, qualora un'imposta colpisca questo reddito, l'imposta stessa diviene un elemento di costo di produzione e tende a trasferirsi sui prezzi per costituire tale reddito. Naturalmente sempre che le condizioni di mercato lo consentano. La riduzione dell'imposizione avrebbe dunque contribuito a contenere la pressione verso l'aumento dei prezzi e a ricostituire i margini di profitto, che, negli anni in cui fu discussa e approvata la riforma, si ridussero drasticamente. Ne avrebbe comunque tratto giovamento la competitività delle imprese sul mercato internazionale<sup>489</sup>.

---

<sup>489</sup> Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, in AA. VV., *Studi in onore di Giuseppe Ugo Papi*, vol. 1, Cedam, Padova 1972, p. 188-193.

Anche la sostituzione dell'imposta generale sull'entrata con l'Iva poteva dare luogo a un vantaggio economico per le imprese. L'Ige, applicandosi a ogni passaggio, veniva incorporata nel costo e recuperata solo al momento della vendita del bene acquistato, con la conseguenza che su tutte le rimanenze del magazzino e sugli investimenti in beni ammortizzabili, per la parte non ancora ammortizzata, l'impresa di fatto anticipava al fisco l'imposta per un tempo indefinito. Tale anticipazione sottraeva all'impresa mezzi finanziari in una quota non inferiore al 4% del valore dei beni immobilizzati, percentuale che poteva aumentare per l'effetto cumulativo dell'imposta. Tutto questo rappresentava sia un onere finanziario, sia una limitazione nell'uso delle risorse disponibili.

L'imposta sul valore aggiunto non era invece contabilizzata come un elemento di costo, ma separatamente, pertanto non entrava nei costi di produzione. L'imposta pagata sugli acquisti era dedotta da quella riscossa dall'impresa al momento della vendita, sollevando l'impresa dall'obbligo di anticipare l'imposta sulle rimanenze di magazzino e sui beni d'investimento per un tempo indefinito. In certe circostanze poteva dare luogo a un certo autofinanziamento, qualora l'imposta a carico dei clienti riscossa dall'impresa fosse maggiore di quella dovuta dall'impresa sui beni acquistati. Naturalmente i tempi di pagamento, tanto delle vendite quanto degli acquisti incidevano su questo meccanismo al punto che poteva essere l'impresa a dover anticipare l'imposta allo stato per un certo periodo. Le imprese esportatrici, non potendo recuperare l'Iva sui beni esportati si sarebbero trovate a dover anticipare al fisco l'imposta per un periodo superiore ai quattro anni, visti i tempi necessari per il rimborso.

Grazie all'Iva veniva meno l'effetto cumulativo dell'imposta e con esso anche la discriminazione verso le imprese ad alta intensità di capitale, che in precedenza erano costrette ad anticipare l'imposta sugli investimenti effettuati. Allo stesso tempo si eliminava anche l'incentivo alla concentrazione verticale finalizzata al risparmio dell'imposta generale sull'entrata, applicata a ogni passaggio delle merci da una fase all'altra della produzione. Se prima la scelta tra la fusione di società collegate o il loro collegamento tramite la partecipazione azionaria era influenzata da due fattori che spingevano verso la fusione, ovvero la doppia imposizione ai fini dell'Ige delle merci



prodotte da un'impresa e acquistate dall'altra, e la doppia imposizione sui dividendi azionari percepiti dalla società che esercitava il controllo sull'altra attraverso la partecipazione azionaria, con la riforma il primo di questi due stimoli veniva meno, il secondo risultava invece ulteriormente accentuato. Se prima della riforma i dividendi percepiti da una società erano soggetti all'imposta sulle società, il cui onere poteva arrivare al 18%, secondo la riforma sarebbero stati soggetti all'Irpeg con aliquota del 25%. Essendo la somma di Irpef e Ilor, pari al 39,2% del reddito, inferiore alla somma dell'imposta di ricchezza mobile categoria B e dell'imposta sulle società, che nella migliore delle ipotesi era pari al circa il 50%, l'aggravio dovuto alla doppia imposizione risultava amplificato. Se prima sul reddito lordo l'impresa pagava circa il 50% e sul dividendo distribuito la società controllante pagava un'ulteriore imposta, nella nostra ipotesi del 18%, con un aggravio ulteriore del 9% del reddito lordo, con la riforma la prima società avrebbe pagato il 39,2% d'imposta, mentre la controllante sul dividendo il 25%, con un ulteriore aggravio del 15,2%. Il disincentivo alla partecipazione azionaria risultava dunque rafforzato<sup>490</sup>.

Il principio della neutralità del sistema fiscale fu completamente ignorato per ciò che riguarda gli effetti sulle fonti di finanziamento esterno delle imprese. La disciplina dei titoli obbligazionari, con le sue tre differenti aliquote, non poteva non avere effetti sulle scelte di finanziamento delle imprese. Come ho già avuto modo di spiegare il sistema precedente favoriva le emissioni da parte degli istituti di credito. Mentre le imprese, sugli interessi delle obbligazioni emesse, erano sottoposte all'imposta di ricchezza mobile di categoria A, gli istituti di credito, come gli enti pubblici erano esenti. Ciò favoriva il ricorso da parte delle imprese all'indebitamento verso gli istituti, che a loro volta si finanziavano tramite emissioni obbligazionarie. Questa discriminazione a danno delle imprese non venne meno con la riforma tributaria. È pur vero che la differenza tra le diverse aliquote dell'imposta sostitutiva, 10% per gli istituti di credito, 20% per le società finanziarie e 30% per tutti gli altri, era comunque inferiore al maggiore aggravio d'imposta cui erano sottoposte prima le imprese rispetto agli istituti, se si considera che l'imposta di ricchezza mobile di categoria A, comprese addizionali e sovrimposte, era

---

<sup>490</sup> Cfr. Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, pp. 191-194.

circa il 35% (34,96% nel comune di Roma nel 1969). La discriminazione era in ogni caso tale da rendere economicamente svantaggioso ricorrere a emissioni proprie da parte delle imprese. Sarebbe stato più vantaggioso fare ricorso al tramite di una società finanziaria o di un istituto di credito (vedi tabella 7).

Tab. 7. Emissioni obbligazionarie				
Tassi netti	6	7	8	9
Tassi lordi				
Imposta 10%	6,67	7,78	8,89	10,00
Imposta 20%	7,50	8,75	10,00	11,25
Imposta 30%	8,57	10,00	11,25	12,86

Il diverso trattamento delle persone giuridiche rispetto alle persone fisiche produceva altre distorsioni sul mercato obbligazionario. Per le persone fisiche gli interessi delle obbligazioni erano tassate mediante imposizione sostitutiva. Per le persone giuridiche la ritenuta aveva invece natura di acconto. Gli interessi delle obbligazioni percepiti da questi soggetti entravano a far parte del reddito imponibile sia ai fini dell'Irpeg, sia ai fini dell'Ilor. Mentre alle persone fisiche interessava l'interesse al netto della ritenuta, per le persone giuridiche la ritenuta era una mera partita di giro e pertanto era indifferente il rendimento netto dei diversi titoli. La convenienza dell'investimento era da valutarsi in base al rendimento lordo. Il noto fenomeno della traslazione dell'imposta vorrebbe che, essendo il precettore dell'interesse spinto all'investimento sulla base dell'interesse netto, l'imposta ricada sull'emittente e all'aumentare dell'imposta aumentino i tassi lordi. In questo caso però il discorso valeva solo per le persone fisiche. Nella misura in cui il mercato fosse dipeso dal comportamento e dalle aspettative delle persone giuridiche l'interesse formale lordo delle obbligazioni avrebbe teso a coincidere con quello effettivo di mercato, con uno sgravio per le imprese emittenti rispetto alla situazione precedente alla riforma. I privati

vedendo ridotto il rendimento del loro investimento avrebbero potuto indirizzare i loro investimenti verso titoli esenti da imposte, cioè titoli di stati e altri titoli assimilati, oppure verso i titoli degli istituti di credito che erano tassati con l'aliquota più bassa. Al contrario le persone giuridiche, ricevendo un credito d'imposta per la ritenuta d'acconto già assolta, potevano trovare conveniente investire nei titoli soggetti alla ritenuta più alta<sup>491</sup>. Nel caso delle società finanziarie questi titoli avrebbero permesso di recuperare parte dell'imposta già assolta. La somma di Irpeg e Ilor per una società finanziaria era pari al 21,7%, cioè inferiore all'aliquota massima applicata sulle obbligazioni, pari al 30%. Su un titolo obbligazionario soggetto a questa ritenuta le società finanziarie avrebbero avuto un rimborso dal fisco pari all'8,3% del tasso loro. Nel caso delle società finanziarie a partecipazione statale il beneficio era ancora maggiore come si può vedere nella Tabella 8. Gli interessi dei titoli di stato o delle altre tipologie di investimento assimilate erano esenti da imposta anche presso le persone giuridiche, tuttavia secondo lo studio di Giorgio La Malfa e Rolando Valiani, inerente ai bilanci delle aziende di credito, era sufficiente che il rendimento lordo di un titolo tassato rispetto a uno non tassato fosse superiore di appena il 4-7% perché venisse meno la convenienza a investire in titoli esenti da imposte<sup>492</sup>. Il venir meno della discriminazione fiscale tra i titoli detenuti dalle persone giuridiche apriva, almeno in linea di principio, un mercato anche per le obbligazioni emesse dalle imprese private e dalle loro finanziarie, tuttavia le disposizioni allora vigenti in materia di legge bancaria facevano divieto alle aziende di credito, che erano i maggiori investitori, di sottoscrivere obbligazioni emesse da imprese private, rendendo di fatto inoperante l'equiparazione che la riforma aveva introdotto. Gli

---

<sup>491</sup> Sull'argomento cfr. Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, pp. 199-204; Castellino O., *Ancora sul mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Ugo Caprara*, vol. 2, Vallardi, Milano 1975, pp. 267-283; Marzano A., *Imposta speciale, struttura dei portafogli e paradosso del rigetto del tributo*, in "Tributi", 1970, pp. 3-21; La Malfa G. e Valiani R., *Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*; Di Majo A., *Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi*, in Servizio studi della Banca d'Italia, *Contributi alla ricerca economica*, marzo 1980; e Pedone A., *Relazione*, in Istituto per la documentazione agli studi legislativi (a c. di), *La riforma tributaria*, vol. 2, p. 24-25; Guerra M. C., *Imposte e mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna 1989; Banca d'Italia, *Relazione*, 1971, p. 374.

<sup>492</sup> La Malfa G. e Valiani R., *Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in "Moneta e Credito", 1974, pp. 30-49.

unici che potevano trarne vantaggio erano gli enti pubblici Iri, Eni ed Enel, i cui titoli potevano trovare posto negli attivi delle banche.

Tab. 8. Imposte sugli interessi delle obbligazioni percepiti da società				
Natura delle società	Imposta sugli interessi	Imposta a carico delle società	Credito d'imposta sugli interessi	Onere netto
Commerciali	30	39,2	30	9,20
	20	39,2	20	19,20
	10	39,2	10	29,20
Finanziarie	30	21,7	30	-8,30
	20	21,7	20	1,70
	10	21,7	10	11,70
Finanziarie a partecipazione statale	30	20,45	30	-9,55
	20	20,45	20	0,45
	10	20,45	10	10,45

Infine resta da considerare la distorsione prodotta dal sistema fiscale nella scelta di finanziamento dell'impresa tramite il capitale di rischio o l'indebitamento. Come già detto con la riforma le società subivano un onere sui loro redditi del 39,2%. Questo significa che per distribuire un dividendo pari al 6% del capitale dovevano ottenere un reddito del 9,84%. Se invece si fossero finanziate tramite emissioni obbligazionarie, sempre a un tasso del 6%, poiché le emissioni non sarebbero state fatte direttamente ma per il tramite di società finanziarie o istituti di credito, il costo sarebbe stato del 6,66% o del 7,5% a seconda che l'imposta fosse del 10 o del 20%, con uno scarto del 3,18% nel primo caso e del 2,34% nel secondo, rispetto al costo del capitale proprio. La differenza poteva però diventare ancora più sensibile per effetto della riduzione dell'onere sugli interessi a carico dell'emittente che si poteva verificare in conseguenza dell'intervento sul mercato delle persone giuridiche, nei cui confronti l'imposta era una mera ritenuta d'acconto. Il collocamento delle azioni avrebbe continuato a incontrare le difficoltà dovute alle doppie imposizioni dei dividendi. Mentre per il sottoscrittore di titoli privato il dividendo era da includere nell'imponibile ai fini dell'Irpef, le obbligazioni erano

sottoposte solamente all'imposta sostitutiva. Nel caso delle persone giuridiche i dividendi da loro percepiti sarebbero entrati nuovamente nell'imponibile ai fini dell'Irpeg. Tutto ciò avrebbe continuato a spingere le società verso il mercato dei prestiti anziché verso il mercato azionario<sup>493</sup>.

---

<sup>493</sup> Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, pp. 204-205; Pedone A., *Relazione*, pp. 24-26.

## 9. Consob e cedolare secca

Nella prima parte degli anni '70 le aspettative di riforme economiche che il partito socialista aveva introdotto nei programmi dei governi di centro-sinistra vennero meno. Nel novembre del 1974 si concluse l'esperienza del centro-sinistra, dopo che nello stesso anno fu varato un decreto, successivamente convertito in legge, che istituì la Consob, la Commissione nazionale per le società e la borsa, e reintrodusse la cosiddetta cedolare secca. Sia l'istituzione della Consob, sia la cedolare secca rappresentavano una sconfitta o almeno un ripensamento rispetto alle posizioni originarie del centro-sinistra, la cui stagione si era aperta proprio all'insegna dell'imposta cedolare e tra i cui obiettivi programmatici vi era la riforma delle società.

La Consob poteva anche essere vista come un piccolo successo ottenuto da repubblicani e socialisti, un'anticipazione di una futura riforma delle società, ma si trattava di una "miniriforma", limitata agli aspetti della trasparenza e della tutela degli azionisti di minoranza, molto lontana dal progetto di riforma delle società, presentato nel 1965 dalla Commissione presieduta da Alfredo De Gregorio<sup>494</sup>, che puntava a subordinare l'iniziativa privata agli obiettivi della programmazione e affidava i compiti di vigilanza non a un organismo specifico, ma alla banca centrale, secondo la visione bancocentrica del partito socialista.

Nel 1962 l'allargamento della maggioranza parlamentare al partito socialista aveva portato all'istituzione dell'imposta cedolare sui dividendi azionari, con lo scopo di eliminare l'evasione fiscale sui dividendi e rafforzare la progressività del sistema fiscale. Nel 1974 il ciclo si chiuse con la cedolare secca, una imposta sostitutiva del 30% che esonerava il percettore del dividendo dalla sua inclusione nel reddito imponibile all'Irpef. Si trattava di una deroga al principio della progressività, principio la cui realizzazione era demandata principalmente all'imposta personale sul reddito. La

---

<sup>494</sup> Per una analisi dei vari progetti di riforma delle società si veda Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997, pp. 467-499.

cedolare secca era già stata in vigore temporaneamente tra il 1964 e il 1967, ma in quella occasione fu fortemente osteggiata dal partito socialista, vissuta come “un passo indietro”, un tradimento del programma del centro-sinistra, accettata solo per fronteggiare una grave situazione congiunturale, lo sciopero del capitale, e in virtù della temporaneità del provvedimento. Nel 1964 lo scoglio di fronte al quale si arenò il tentativo riformista del centro-sinistra era rappresentato dalla bilancia dei pagamenti. Negli anni 1968-70, fu l’esportazione di capitali a indurre la maggioranza parlamentare a varare, tra molti malumori, gli incentivi a favore degli investimenti e degli aumenti di capitale. Nei primi anni settanta fu invece il conto economico delle imprese a frustrare l’aspirazione alla trasformazione di un’economia di mercato in un’economia “programmata”. Nell’ambito della riforma tributaria non si poté ignorare la necessità di ricostituire i margini di profitto delle imprese e di offrire una prospettiva sufficiente di reddito all’investimento azionario. Sebbene il progetto iniziale, sotto questo punto di vista, fosse ben più ambizioso, il testo modificato dal Parlamento, pur eliminando il credito d’imposta, ridusse l’onere fiscale per l’impresa.

La legge 216 del 1974 era il frutto di un compromesso, di un “baratto” come la definì Bruno Visentini, in cui gli oggetti dello scambio erano la cedolare secca da un lato e la Consob dall’altro<sup>495</sup>. Socialisti e repubblicani accettarono il vulnus che la parte fiscale del provvedimento aveva sul principio della progressività in cambio della “miniriforma” sulle società. Si badi però che l’istituzione di un organismo di vigilanza, e più in generale le regole per il corretto funzionamento del mercato, erano consoni al funzionamento di un’economia di mercato. Si trattava dunque di una riforma che abbandonava definitivamente tutte le velleità di programmazione e di controllo che avevano ispirato i precedenti progetti di riforma.

Le ragioni che indussero all’istituzione della Consob erano chiarite già nella relazione governativa che accompagnava il disegno di legge di conversione del decreto-legge dell’8 aprile 1974, n. 95. Lo scopo era quello di “riattivare il flusso degli investimenti nei settori produttivi”, ma per realizzarlo era necessario “restituire all’investimento azionario la fiducia dei risparmiatori”. La commissione nazionale per la società e la

---

<sup>495</sup> APC, VI Legislatura – Discussioni, seduta del 28 maggio 1974, p. 14616.

borsa doveva garantire una maggiore trasparenza nei rapporti tra società e azionisti e doveva verificare l'esistenza di posizioni dirette o indirette di controllo all'interno delle società quotate. Era altresì necessario uniformare la legislazione italiana a quella vigente negli altri paesi economicamente avanzati<sup>496</sup>. L'istituzione di un organo pubblico di controllo sul mercato dei titoli e sulle società con azioni diffuse tra i risparmiatori era infatti già stata adottata in molti paesi, a cominciare dagli Stati Uniti, dove dal 1934 era attiva la famosa *Securities Exchange Commission* (Sec) e dal Belgio, dove dal 1935 esisteva la *Commission bancaire*. In tempi più recenti, nel 1967, anche in Francia fu istituita la *Commission des Opérations de Bourse* (Cob). In Germania e Svizzera continuava a essere invece privilegiato il principio dell'autotutela dell'azionista, nonché quello del mercato, mentre nel Regno Unito, dove pure nel 1967 furono attribuiti ulteriori poteri di controllo e ispezione al *Board of Trade*, un organo amministrativo di controllo funzionante dal 1784, erano privilegiate forme di autoregolamentazione<sup>497</sup>. La motivazione che mosse i vari legislatori fu sempre quella della tutela dell'investimento azionario e del pubblico risparmio in generale. In Italia, come già in Francia, in Belgio e negli Stati Uniti, si prese atto dell'impossibilità di un controllo sui documenti e sulle informazioni fornite dalle grandi società per azioni da parte degli azionisti, sia per incapacità o disinteresse dei singoli azionisti, sia per mancanza di idonei strumenti di verifica dell'attendibilità delle comunicazioni societarie. L'assenza di un'adeguata vigilanza sul mercato rendeva possibili manovre speculative a danno degli azionisti risparmiatori e minava il principio stesso della libera contrattazione e negoziazione dei titoli. Il legislatore decise dunque di ridare fiducia all'investimento in azioni attraverso una maggiore trasparenza e correttezza delle informazioni fornite dalle società quotate, in ossequio all'articolo 47 della Costituzione che stabiliva il principio della tutela del risparmio e a quel principio della *disclosure* di tradizione anglosassone, ormai

---

<sup>496</sup> APC, VI Legislatura – Documenti – Disegni di legge e relazioni, n. 2903.

<sup>497</sup> Sull'argomento dei controlli nei diversi mercati mobiliari si vedano tra gli altri: Wymeersch E., *Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans la Communauté Européenne*, te voll., 31-33, Bruxelles, 1977-1979; Verruccioli P., *Esperienze comparatistiche in tema di controlli interni ed esterni sulle società per azioni, con particolare riguardo ai paesi della CEE*, in Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale (a c. di), *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Giuffrè, Milano 1972, pp. 57-88.



necessario per il sistema borsistico-societario, che, allo scopo di permettere agli investitori la conoscenza reale della situazione economica delle società e la corretta valutazione delle stesse, prevede le condizioni della pubblicità, della completezza e della veridicità delle informazioni provenienti dalle società quotate<sup>498</sup>. La funzione affidata alla Consob era dunque quella di assicurare che al pubblico dei risparmiatori fosse fornita una informazione esauriente e corretta, attraverso una vigilanza e una verifica sulle informazioni fornite dalle società<sup>499</sup>.

Alla Consob fu affidato il controllo sulle società e gli enti i cui titoli fossero quotato in borsa, nonché le società e gli enti finanziari iscritti nell'albo tenuto presso la Banca d'Italia<sup>500</sup> e le società e gli enti finanziari non iscritti al medesimo albo, ma aventi un patrimonio (capitale versato e riserve) superiore a 10 miliardi di lire ed esercitanti l'attività borsistica, vale a dire l'assunzione di partecipazioni o la negoziazione di valori mobiliari, in via esclusiva o principale (art. 19 *sub* art. 1). Fu stabilito l'obbligo, da parte di chiunque acquistasse o sottoscrivesse azioni, anche indirettamente, in misura superiore al 3% del capitale di una società, di darne comunicazione alla società interessata e alla Commissione. Lo stesso obbligo fu disposto, a carico delle società quotate, per le partecipazioni reciproche (art. 3 *sub* art. 1) e a carico degli amministratori, dei sindaci e dei direttori generali di società quotate, relativamente alle partecipazioni assunte nelle medesime società o in società da esse controllate (art. 4 *sub* art. 1). La legge prevedeva anche l'obbligo di comunicare alla Commissione le iniziative di offerta al pubblico di acquisto o di sottoscrizione di titoli. La Commissione aveva facoltà di prescrivere per tali offerte particolari forme di pubblicità (art. 5 *sub* art. 1). Le società quotate erano tenute a dare comunicazione del bilancio, delle relazioni, delle deliberazioni e delle notizie di maggiore interesse. Furono precisati anche i dati di

---

<sup>498</sup> Cera M., *La Consob*, Giuffrè, Milano 1986, pp. 4-6. Per una valutazione della legge 216/1974 si vedano Ferri G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni: valutazioni e riflessioni*, in "Democrazia e diritto", 1974, p. 493, Cottino G., *La Commissione per le società e la borsa: luci ed ombre della miniriforma*, in "Giurisprudenza commerciale", 1974, I, pp. 439-447, Galgano F., *Giudizio sulla riforma stralcio delle società per azioni*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1974, pp. 425-431, Santini G., *I "buchi" della riforma*, in "Giurisprudenza commerciale", 1974, I, pp. 432-438, Santoro V., *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma delle società per azioni*, in "Giurisprudenza commerciale", 1976, p. 872-891.

<sup>499</sup> Rossi G., *Trasparenze e vergogna*, Il Saggiatore, Milano 1982, pp. 91-112.

<sup>500</sup> Cfr. artt. 154 e 155 del T.U. sulle imposte dirette.

bilancio da comunicare alla Commissione, lo schema del conto profitti e perdite e il contenuto degli allegati al bilancio (art. 3 *sub* art. 1).

L'articolo 2 della legge 216 delegava il governo a regolamentare alcune questioni di carattere tecnico e precisamente: l'obbligo della revisione contabile e della certificazione dei bilanci delle società quotate; la formazione del conto profitti e perdite e la relazione degli amministratori; il trasferimento alla Commissione delle competenze spettanti ad altri organi in materia di funzionamento e organizzazione delle borse valori; il coordinamento delle forme di controllo e di ispezione, per evitare interferenze e duplicazioni con altri organi dello stato o con la banca centrale<sup>501</sup>.

Secondo Gustavo Minervini, con l'accusa del baratto, lanciata da Bruno Visentini, si intese screditare l'iniziativa del governo e disorientare i parlamentari meno esperti della materia, squalificando la soluzione adottata, accusata di ricordare quelle formulazioni teoriche di epoca nazionalsocialista, che teorizzavano il diritto dell'economia come intervento dello stato<sup>502</sup>. Grazie a tale strategia la parte del decreto-legge che introduceva il controllo pubblico sulle società venne meno. La Commissione Finanze e tesoro della Camera, presieduta dall'onorevole La Loggia, pervenne a una nuova stesura, poi agevolmente approvata in aula<sup>503</sup>. Il governo mantenne in effetti un atteggiamento piuttosto timido e lo stesso ministro del tesoro Colombo dichiarò che con l'adozione del decreto il governo intendeva lanciare "un messaggio" al parlamento affinché affrontasse la questione<sup>504</sup>. Nella prima versione la Commissione avrebbe avuto un potere normativo in materia di bilanci, di comunicazioni e di pubblicità, nonché la possibilità di obbligare le società a certi comportamenti. Secondo Visentini in questo modo si delegava alla Consob la riforma delle società, ma secondo una procedura del tutto incostituzionale, poiché si attribuivano ad un organo amministrativo dei poteri

---

<sup>501</sup> Per una analisi delle funzioni della Consob in base alla legge 216/1974 e ai decreti delegati (d.p.r. 136, 137 e 138 del 31 marzo 1975) si vedano Cera M., *La Consob...*; Jannuzzi A., *La Commissione nazionale per le società e la borsa*, Iebb, Roma 1975; Jannuzzi A., *La Consob*, Ipsoa, Roma 1975.

<sup>502</sup> APC, *VI Legislatura – Discussioni*, seduta del 29 maggio 1974, p. 14618.

<sup>503</sup> Minervini G., *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in "Giurisprudenza commerciale", 1974, I, pp. 539-541.

<sup>504</sup> APC, *VI Legislatura – Bollettino delle Giunte e delle Commissioni parlamentari*, n. 361 del 17 maggio 1974, p. 2.

legislativi<sup>505</sup>. Minervini pose in luce come lo stesso Visentini avesse partecipato al progetto di riforma Marchetti del 1973, che pure attribuiva alla Commissione le stesse prerogative del decreto-legge n. 95 del 1974, per cui la questione sottostante, anche se non chiarita, era l'autonomia della Commissione dal governo. La legge approvata dal parlamento collegava la Consob alla responsabilità del ministro del Tesoro e a quel tempo il ministero del Tesoro era ritenuto un'istituzione indipendente<sup>506</sup>. Si tenga presente che Visentini, al fine di sottrarre la Commissione al controllo politico e garantirne l'autonomia, propose che la nomina dei membri non fosse affidata unicamente al Consiglio dei ministri, ma fossero nominati tre membri tecnici sui cinque totali, di cui uno proveniente dal Tesoro, uno dalla Banca d'Italia e uno dalla Corte dei conti<sup>507</sup>. Lo stesso Minervini ammette però che le modifiche introdotte dal Parlamento non fossero così profonde e infatti il deputato socialista Spinelli, in occasione della discussione in aula, dichiarò la soddisfazione del proprio gruppo per aver impedito che del provvedimento fosse convertita solo la parte inerente alla cedolare secca e fosse sacrificata invece la parte relativa all'istituzione della Consob<sup>508</sup>.

La 216 aveva anche importanti risvolti sotto il profilo fiscale. Innanzitutto per la facoltà concessa alle persone fisiche residenti nel territorio dello stato di opzione tra la ritenuta d'acconto sui dividendi percepiti o la cosiddetta "cedolare secca", ovvero una ritenuta a titolo definitivo del 30% che esonerava il percettore del dividendo dalla sua inclusione nel reddito imponibile ai fini dell'Irpef (art. 20 *sub* art. 1). Questa disposizione non era però la sola a violare il principio della progressività del sistema fiscale, in base al quale tutti i redditi avrebbero dovuto essere inclusi nel reddito imponibile all'imposta personale. La legge istituiva infatti le azioni di risparmio (art. 14 *sub* art. 1), azioni con limitazioni di voto, ma privilegiate nel dividendo. Queste azioni potevano essere emesse "al portatore" ed erano sottoposte a una ritenuta a titolo d'imposta del 15%.

Per i socialisti, che riconoscevano la gravità dello squilibrio finanziario delle imprese, la soluzione al problema non era da individuarsi nella normativa fiscale. Giudicavano

---

<sup>505</sup> APC, *VI Legislatura – Discussioni*, seduta del 28 maggio 1974, p. 14616.

<sup>506</sup> Minervini G., *cit.*, p. 543.

<sup>507</sup> *Ivi*, seduta del 28 maggio 1974, p. 14619.

<sup>508</sup> APC, *VI Legislatura – Discussioni*, seduta del 27 maggio 1974, p. 14563.

negativamente l'esperienza della cedolare secca introdotta temporaneamente tra il 1964 e il 1967. Pur riconoscendo la necessità di riportare il trattamento fiscale degli investimenti azionari al livello europeo, il che già costituiva una novità significativa rispetto alle posizioni dello stesso partito negli anni precedenti, i socialisti attribuivano la sfiducia verso l'investimento azionario alla crisi economica generale da un lato e alla carenza legislativa dall'altro. Il problema era dunque quello di determinare con bilanci chiari e leggibili quale fosse l'effettivo reddito delle società affinché non fosse occultato agli azionisti di minoranza. La cedolare secca era dunque il prezzo pagato per ottenere la Consob<sup>509</sup>. Per il democristiano Pandolfi il perno del provvedimento era invece proprio la cedolare secca. A essa attribuiva non tanto il compito di ristrutturare il sistema del finanziamento dei settori produttivi, per lo meno non nel breve periodo, quanto quello di rimuovere uno dei fattori che condizionavano negativamente la bilancia dei pagamenti nell'ambito dei movimenti di capitali. L'esportazione di capitali contribuiva infatti ad aggravare il deficit prodotto dal rialzo del prezzo del petrolio. Per Pandolfi la cedolare secca rappresentava indubbiamente una violazione del principio della progressività, ma riteneva che, almeno fino a quando non fosse stato deciso in sede comunitaria un'armonizzazione della disciplina fiscale, era necessario contravvenire al principio al fine di fermare l'emorragia di capitali e cercare di far rientrare quelli che si erano domiciliati all'estero<sup>510</sup>.

Per favorire l'afflusso di capitali esteri in Italia l'aliquota riservata ai percettori dei dividendi residenti all'estero, fu abbassata dal 30 al 15 per cento (art. 20 *sub* art. 1). Per questo motivo Visentini definì inutile cedolare. Secondo il deputato repubblicano coloro che si erano domiciliati all'estero lo avevano fatto non tanto per fattori fiscali, quanto per ragioni socio-politiche. In ogni caso la riduzione dell'aliquota per i residenti all'estero era un incentivo a mantenere fuori dal paese i capitali, inoltre la temporaneità della cedolare secca degli anni 1964-67 avrebbe indotto l'investitore a essere scettico sulla durata della norma in questione<sup>511</sup>.

---

<sup>509</sup> *Ivi*, seduta del 27 maggio 1974, pp. 14563-14564.

<sup>510</sup> *Ivi*, pp. 14571-14572.

<sup>511</sup> *Ivi*, seduta del 28 maggio 1974, pp. 14616-14617.

Le azioni di risparmio furono istituite nell'intento di dare una tutela di carattere patrimoniale al piccolo azionista. Giudicato come irreversibile il fenomeno dell'assenteismo assembleare dei piccoli azionisti, e quindi pregiudicata la possibilità di una autotutela da parte degli stessi, si ritenne di istituire una categoria particolare di azioni, prive dei poteri amministrativi, che in ogni caso non sarebbero stati esercitati, ma dotate di privilegi particolari al momento della distribuzione dell'utile e nel momento della liquidazione della società. Com'è stato sostenuto l'esercizio del controllo ha anch'esso un valore patrimoniale, pertanto l'azione di risparmio, non essendo in grado di esercitare il controllo si trova comunque in una condizione di minore valore. La stessa negoziazione dei titoli in borsa non può non tenere conto di questo, soprattutto nel caso di tentativi di scalate. A migliorare poteva essere dunque la posizione di chi deteneva il pacchetto di controllo<sup>512</sup>. La legge disponeva (art. 15 *sub* art. 1) il diritto per le azioni di risparmio a una distribuzione degli utili netti risultanti in bilancio, dedotta la riserva obbligatoria, in misura pari al 5% del valore nominale dell'azione, il diritto alla distribuzione degli utili residui, sempre che l'assemblea avesse approvato distribuzione di utili, in modo che alle azioni di risparmio fosse assegnato un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie in misura pari al 2% del valore nominale delle azioni, il diritto, nel caso in cui non fosse stato possibile assegnare un dividendo del 5%, di recuperare la differenza nei due esercizi successivi, il diritto, in caso di perdita, di subire la riduzione del capitale solo per la parte del capitale eccedente il valore nominale complessivo delle altre azioni, il diritto, in caso di scioglimento, di prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale<sup>513</sup>.

---

<sup>512</sup> Belviso U., *Il significato delle azioni di risparmio*, in "Giurisprudenza commerciale", 1976, I, pp. 779-809.

<sup>513</sup> Sulle azioni di risparmio si vedano De Acutis M., *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano 1981; Bione M., *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, Belviso U., *Il significato delle azioni di risparmio*, Ferro Luzzi P., *Le azioni di risparmio*, Spada P., *Primo commento alla legge 7 giugno 1974 n.216, I, Le azioni di risparmio in La riforma delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del seminario della facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e di borsa*, Milano 1975; Correnti V., *Azioni di risparmio e tutela della famiglia?*, in "Diritto familiare e personale" 1980, pp. 1241 e ss.; Guerra P., *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in "Rivista delle società", 1976, pp. 821 e ss.; Rispoli Farina M., *Le "azioni di risparmio" democrazia e oligarchia nella gestione delle S.p.A.*, in Minervini G. (a c. di), *La recente riforma delle società per azioni. Profili*

Sul fronte fiscale le azioni di risparmio si ritrovavano sostanzialmente equiparate ai titoli obbligazionari, essendo venuto meno l'obbligo di includere i dividendi nella dichiarazione dei redditi, il che costituiva una violazione del principio della progressività del sistema fiscale. Tale violazione fu oggetto di critica anche in ambito accademico. Una delle innovazioni di maggiore portata della riforma tributaria entrata in vigore il 1 gennaio 1974 era lo spostamento del prelievo dalle imposte reali alla nuova imposta personale (Irpef) e all'imposta sui redditi patrimoniali (Ilor). A queste due imposte, ma soprattutto all'Irpef era affidato il compito di realizzare la progressività del sistema. Un'imposta progressiva sul reddito per essere perequata dovrebbe includere, almeno in linea teorica, tutti i redditi facenti capo al soggetto. Sottraendo all'imponibile uno o più elementi si determina una riduzione del reddito e di conseguenza una variazione dell'aliquota applicata anche agli altri redditi inclusi nella dichiarazione. Secondo Cosciani la prima violazione al principio al principio era stata introdotta con l'imposizione sostitutiva nei confronti dei redditi obbligazionari e degli interessi bancari. Tale violazione, producendo le note distorsioni di cui già si è detto, aveva determinato la necessità di introdurre nuovi aggiustamenti, e quindi nuove violazioni, quali, appunto, quelle contenute nella legge 216 del 1974, che equiparava le azioni di risparmio alle obbligazioni e consentiva di optare per la cedolare secca<sup>514</sup>.

La legge 216 istituì pure le obbligazioni convertibili. Agli occhi dei risparmiatori timorosi di investire in titoli azionari, ampiamente giustificati in questo atteggiamento dalla profonda crisi del mercato borsistico, le obbligazioni convertibili dovevano offrire la prospettiva di una garanzia del reddito, ma anche la possibilità di approfittare di un eventuale aumento delle quotazioni. Era lo strumento ideale per attrarre il risparmio verso gli impieghi produttivi<sup>515</sup>. Tali titoli esistevano già, anche se non vi era una normativa specifica in materia. La vera novità era il trattamento fiscale. Sugli interessi delle obbligazioni emesse dalle imprese private la ritenuta sostitutiva era del 30%, il che

---

*ricostruttivi e annotazioni critiche*, Napoli, s.a., 1976, p. 75 e ss.; Weigman R., *Concorrenza e mercato azionario*, Milano 1978.

<sup>514</sup> Cosciani C., *Su di alcune deformazioni della progressività dell'imposta sul reddito delle persone fisiche*, in "Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze", 1975, n. 1, pp. 3-16.

<sup>515</sup> Sulle obbligazioni convertibili si veda Vincenzo Buonocuore, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in "Giurisprudenza commerciale", 1974, I, pp. 708-730.

poneva tali titoli fuori mercato, essendovi titoli obbligazionari soggetti ad aliquote inferiori. L'imposta sostitutiva sugli interessi delle obbligazioni convertibili fu fissata al 15%, analogamente a quanto era stato disposto per le azioni di risparmio. L'aliquota era quindi più bassa rispetto a quella praticata nei confronti delle società finanziarie e degli enti di gestione delle partecipazioni statali (20%) e poco più alta rispetto a quella praticata nei confronti degli istituti di credito speciale (10%). Il legislatore, che in occasione della riforma tributaria aveva mantenuto il privilegio nei confronti degli istituti di credito, in questo caso si mosse in favore delle società, che, grazie a questo nuovo strumento, avrebbero potuto raccogliere direttamente capitali sul mercato emettendo titoli non eccessivamente gravati dal costo dell'imposta. Nel compiere un passo vero le imprese il Parlamento non andò però sino in fondo e la riduzione a metà dell'imposta fu concessa solo per un periodo non superiore a cinque anni. In ogni caso in un periodo di tassi crescenti, in cui i risparmi fuggivano dagli impieghi a lungo termine per rifugiarsi nella liquidità, le società avrebbero potuto emettere agevolmente obbligazioni solo se le aziende di credito fossero state autorizzate a sottoscrivere e a detenerne i titoli, pertanto nemmeno in questo caso furono create le condizioni per la costituzione di un mercato di corporate bond.

## Conclusioni

Come descritto nel quarto capitolo, tra il 1962 e il 1963, si verificò una svolta importante nelle modalità di finanziamento delle imprese. L'emissione di azioni subì una drastica diminuzione nel 1963 rispetto all'anno precedente e negli anni successivi la contrazione delle emissioni continuò. Il mercato azionario non fu più in grado di svolgere quella funzione di finanziamento all'impresa che dal dopoguerra al 1962 aveva assicurato. La diminuzione dei margini di autofinanziamento aggravò ulteriormente la condizione di dipendenza delle imprese dall'indebitamento nei confronti del sistema bancario. Il mutamento delle condizioni del mercato seguì il varo dei provvedimenti fiscali del 1962, oltre che della nazionalizzazione dell'industria elettrica. L'aumento delle aliquote dell'imposta di ricchezza mobile e dell'imposta complementare, e l'introduzione della cedolare sui dividendi, rispondevano a logiche di progressività ed equità, ma non solo. Come la nazionalizzazione dell'industria elettrica, anche la cedolare doveva servire a colpire il capitale finanziario. Nel partito socialista si lamentava anzi che la cedolare non fosse sufficiente a tale scopo e che ben altri provvedimenti fossero necessari per ridurre il peso che la "destra economica" aveva nel paese. Fu però il centro-sinistra a essere travolto dallo "sciopero del capitale". Che si generasse una reazione di sfiducia da parte dei capitalisti italiani non avrebbe dovuto generare alcuna sorpresa dato l'atteggiamento tutt'altro che favorevole alla grande impresa, soprattutto se organizzata secondo la forma della società per azioni, che emerse dal dibattito politico in occasione della discussione della cedolare. Non si trattava di una prerogativa esclusiva della componente socialista, anche all'interno della Democrazia Cristiana, sia in occasione della cedolare secca del 1964, sia di fronte all'iniziativa di Colombo del 1968, molti lamentarono una eccessiva arrendevolezza di fronte alle richieste degli industriali.

Il sistema fiscale italiano, per quanto riguarda i redditi societari, si trovava ad avere uno svantaggio competitivo rispetto a quello degli altri paesi europei. Lo svantaggio era particolarmente evidente nei confronti di quei paesi come Svizzera, Liechtenstein, Lussemburgo e Olanda che prevedevano particolari esenzioni o trattamenti privilegiati per le holdings e le società finanziarie. Anche negli altri maggiori paesi europei le



aliquote erano a volte molto elevate, tuttavia in tutti i maggiori paesi europei erano presenti sistemi per la riduzione delle doppie imposizioni dei dividendi intersocietari. Nel Regno Unito ad esempio i dividendi intersocietari erano esenti da imposta e dopo la riforma del 1971 fu introdotto il credito d'imposta che permetteva al percettore del dividendo di recuperare parte dell'imposta pagata dalla società. Il regime del credito d'imposta era presente anche in Francia e Belgio. In Germania non c'era il credito d'imposta, ma la presenza della doppia aliquota permetteva comunque di avere una riduzione della tassazione sugli utili distribuiti. In tutti i paesi in cui i dividendi intersocietari fossero sottoposti a doppia tassazione esistevano comunque privilegi di affiliazione grazie ai quali le società affiliate evitavano la doppia imposizione. Questo era il campo in cui la disciplina italiana era particolarmente svantaggiosa e con la riforma tributaria non fu colta l'occasione per rimuovere l'ostacolo. Nelle intenzioni del legislatore vi era la volontà di scoraggiare l'assunzione di partecipazioni in altre società. La stessa istituzione dell'imposta sulle società nel 1954 rispondeva proprio alla necessità di colpire fiscalmente le società di comodo, quelle società costituite per la gestione di partecipazioni, tramite le quali si evitava il pagamento dell'imposta complementare. La persistenza di un pregiudizio contro l'assunzione di partecipazioni, che si può far risalire alla polemica antimonopolistica degli anni '50, che vedeva nella assunzione di partecipazioni da parte di una grande impresa il pericolo di una sempre maggiore concentrazione di potere economico, doveva pesare particolarmente su quei gruppi che avevano una struttura piramidale e su quelle società che per la gestione o l'espansione delle loro attività dovevano assumere partecipazioni in altre società. La riforma tributaria si limitò a concedere una quasi totale riduzione della doppia imposizione in favore delle sole società finanziarie iscritte nell'apposito Albo istituito presso la Banca d'Italia, vale a dire un numero molto esiguo.

La campagna antimonopolistica e per la riforma tributaria di cui furono protagonisti negli anni cinquanta gli amici del "Mondo" ha avuto alcuni effetti negativi ai fini della creazione di un moderno capitalismo in Italia. La polemica contro i monopoli si risolse di fatto in una polemica contro la grande impresa in Italia. Resta da chiedersi se fosse possibile in Italia, date le dimensioni del mercato, una grande impresa che controllasse

solo una quota minoritaria del rispettivo mercato, sempre che sia lecito considerare le maggiori imprese italiane grandi imprese. Anche le proposte di Ascarelli in materia di diritto societario erano a volte fuori dalla realtà, basti pensare al tema dell'autotutela degli azionisti o alla pretesa assurda che le società distribuissero agli azionisti tutto l'utile, salvo poi chiedere agli stessi di realizzare un aumento di capitale per finanziare gli investimenti. L'idea che all'azionista dovesse essere distribuito tutto l'utile aveva origine dalla concezione antimonopolistica. L'autofinanziamento veniva denunciato quale mezzo di crescita del capitale monopolistico e delle concentrazioni finanziarie. Qualche anno dopo, quando realmente l'autofinanziamento venne meno e gli utili, almeno quelli delle società quotate, furono completamente distribuiti agli azionisti, diminuì il livello degli investimenti ed aumentò il ricorso all'indebitamento in una misura tale da indurre tutti a lamentare la ristrettezza del capitale proprio.

Per dirla come Cosciani le scelte pubbliche dipendono "esclusivamente dai gusti della classe al potere e dai vincoli che il mercato o la situazione politica pongono a dette scelte"<sup>516</sup>. Nel caso del centro-sinistra l'attribuzione alla borsa e al mercato azionario di una funzione preminente di allocazione del risparmio e degli investimenti non rientrava tra i gusti della classe dirigente. Le preferenze andarono comunque a infrangersi contro i vincoli posti dal mercato e dalla situazione politica. Non si può non registrare la difficoltà dei partiti del centro-sinistra a riconoscere i meccanismi del mercato, che in un regime di liberalizzazione degli scambi, determinano lo spostamento dei capitali a lungo termine, in base ai tassi d'interesse, al livello dei profitti e al regime fiscale. La diversità del regime fiscale si estrinsecava anche sotto l'aspetto formale della nominatività dei titoli, caratteristica tutta italiana. La maggiore incidenza fiscale per il residente rispetto al non residente, favoriva la tendenza dei capitali nazionali a travestirsi da capitali esteri. Esportazione di capitali e traslazione dell'imposta facevano sorgere inevitabili problemi di politica economica, allorché si fosse voluto conciliare un alto livelli di occupazione

---

<sup>516</sup> Cosciani C., *Obiettivi classici e moderni della politica finanziaria*, in Ministero delle Finanze (a c. di), "Tributi", n. 39, febbraio 1969, p. 13.

interna, la liberalizzazione degli scambi e dei movimenti di capitali, l'autonomia nella imposizione fiscale e l'efficienza produttiva<sup>517</sup>.

Il primo scoglio contro cui si infranse la prospettiva di riforma economica fu rappresentato dallo "sciopero del capitale". Si trattò sicuramente di una reazione ostile al mutato scenario politico, ma sembra ingenua la denuncia che all'epoca i socialisti rivolsero al grande capitale di aver orchestrato un attacco deliberato con il preciso intento di far cadere il governo. I vincoli del mercato si manifestarono prima sotto la forma dell'inflazione e poi del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Di fronte a tali vincoli non era possibile pensare di evitare una manovra restrittiva e rifiutarsi di frenare l'esodo di capitali. Ai vincoli del mercato si sommarono quelli della realtà politica. Al ritirarsi degli investitori corrispose la presa di posizione di quelle componenti, capitanate dal ministro del Tesoro Colombo, che, all'interno della Democrazia Cristiana, risultavano meno affascinate dalla "programmazione". Il secondo scoglio fu rappresentato dal fenomeno dell'esportazione di capitali che negli anni 1968-70 tornò a intensificarsi. L'iniziativa politica, come nel 1964, fu assunta dal ministro Colombo, che tentò di far approvare un disegno di legge teso a favorire gli investimenti e gli aumenti di capitale. Nonostante la portata limitata delle agevolazioni previste in Parlamento trovò una forte resistenza, sia da parte dei socialisti, sia da parte della sinistra democristiana, che accusarono il governo di voler fare un regalo agli industriali. Riemersero in quell'occasione le ostilità verso la grande impresa di parte della maggioranza, tuttavia di fronte alle dimensioni assunte dal fenomeno dell'esodo dei capitali, oltre che agli altri fenomeni della riduzione degli investimenti e del sempre minore ricorso al capitale di rischio, il ministro Colombo si ripresentò alle camere con un nuovo disegno di legge mirante a favorire gli aumenti di capitale e la quotazione in borsa, questa volta ottenendo dal Parlamento, l'approvazione. Non mancarono però i contrasti e nonostante la limitata portata delle agevolazioni la legge approvata fu vissuta come un ennesimo passo indietro e un regalo alla grande impresa. Sia la cedolare secca del 1964, sia le leggi del 1969 e del 1970, avevano una sostanziale debolezza: si trattava di provvedimenti di

---

<sup>517</sup> Masera F., *I movimenti di capitali autonomi nella esperienza italiana degli ultimi 10 anni*, in Servizio Studi della Banca d'Italia, "Contributi alla ricerca economica", n. 2, dicembre 1972, pp. 221-249.

natura congiunturale, dunque temporanea, non erano interventi in grado di mutare in maniera significativa le convenienze economiche così da favorire maggiori investimenti, soprattutto con mezzi propri, e disincentivare l'esportazione di capitali. La natura temporanea e congiunturale era sicuramente un espediente che le componenti vicine a Colombo utilizzarono nel tentativo di modificare la disciplina fiscale introducendo un trattamento più vantaggioso per l'investimento azionario e a giudicare dalle forti resistenze incontrate non si può negare che tale strategia fosse più che giustificata. Provvedimenti limitati e temporanei non potevano però produrre risultati di rilievo e tutti i problemi che si proponevano di risolvere finirono coll'amplificarsi invece che ridursi.

Nei primi anni '70 il centro-sinistra si trovò a dovere fare i conti con la crisi dell'impresa. Fu questo l'ultimo ostacolo che segnò la sconfitta di tutte le aspettative di riforma che i socialisti nutrivano nei confronti del centro-sinistra. Nei primi anni settanta le maggiori imprese italiane videro drammaticamente ridotti i margini di profitto, quando non si trovarono a chiudere i bilanci con perdite più o meno ampie. Ad aggravare la loro situazione era anche lo squilibrio finanziario dovuto al forte indebitamento verso il sistema bancario. In qualche modo anche nella discussione della riforma tributaria fu necessario tener conto della necessità di ricostituire i margini di profitto e di rilanciare il capitale di rischio. Non si può negare che la riforma abbia introdotto una notevole semplificazione rispetto al sistema precedente e nemmeno si può negare la riduzione del carico fiscale gravante sulle imprese. Tuttavia il ripensamento, all'ultimo momento, da parte dei socialisti, impedì di introdurre il credito d'imposta, che avrebbe dovuto essere l'elemento di maggiore novità del nuovo sistema tributario e l'elemento che maggiormente doveva ristabilire la convenienza dell'investimento azionario. Invece di ridurre il carico fiscale gravante sull'azionista, si scelse di ridurre il carico fiscale gravante sulla società. Di fatto la nuova normativa riduceva la pressione fiscale solo sugli utili reinvestiti, in totale antitesi a quanto sostenuto da Ascarelli negli anni cinquanta. Il punto più debole della riforma era di limitarsi a considerare la singola società e di non prevedere un regime particolare per le

società affiliate che consentisse del tutto o in parte di ridurre le doppie imposizioni sui dividendi intersocietari.

A segnare la totale sconfitta del tentativo di dar vita ad una economia programmata, in cui fosse lo stato a determinare e dirigere gli investimenti, anche privati, fu soprattutto la introduzione nel 1974 della cedolare "secca", nella doppia versione del 30 per cento per le azioni ordinarie e del 15 per cento per quelle di risparmio. La ritenuta a titolo definitivo sui dividendi rappresentava ciò contro cui sempre avevano lottato i socialisti. Vi si erano opposti nel 1964, accettandola solo di fronte ad una situazione di emergenza e in virtù del carattere temporaneo del provvedimento, tanto che nel 1967 pretesero il ritorno al regime della ritenuta d'acconto, e chiedendo come contropartita che il governo si impegnasse ad approvare le altre riforme, tra cui quella sulle società. Per i socialisti la cedolare secca rappresentava una deroga inaccettabile al regime della nominatività obbligatoria dei titoli azionari e al principio della progressività del sistema fiscale. L'idea che l'imposizione fiscale dovesse avere una caratterizzazione marcatamente progressiva aveva impedito l'adozione del credito d'imposta. Del resto l'istituzione della cedolare nel 1962 rispondeva proprio al principio della progressività. Con essa si voleva rendere impossibile l'evasione fiscale che si realizzava ogni qual volta gli azionisti non dichiaravano i dividendi ai fini dell'imposta complementare. L'idolatria dei principi della nominatività e della progressività non poteva però impedire larghe falle nel sistema, quali il ricorso a società di comodo, o la domiciliazione estera delle azioni, e neppure le esenzioni che la legge riconosceva ad esempio nei confronti delle cooperative, il cui trattamento di favore era stato caldeggiato sia dai socialisti che dalla DC. Il ripristino della cedolare secca non corrispose però a una presa di coscienza della sua funzionalità ed economicità, e nemmeno in questo caso fu accolta favorevolmente. Fu il termine di scambio per ottenere l'istituzione della Consob.

A ben vedere però l'istituzione della Consob non fu proprio un successo per repubblicani e socialisti. Quello che ottennero non era certo la riforma delle società del progetto De Gregorio, che rispondeva a una visione banco-centrica e dirigista. In primo luogo fu varata solo una parte minore della auspicata riforma del diritto societario, quella relativa agli obblighi informativi, in secondo luogo quello che ottennero fu una

istituzione perfettamente coerente con una economia di mercato. Si potrebbe ritenere che alla fine a vincere sia stato il centro-destra democristiano, che ottenne così due vittorie: la cedolare secca e l'annacquamento della riforma delle società. Certo non si trattò di una sistemazione definitiva di nessuno dei due problemi, né di quello relativo alla competitività del sistema fiscale italiano in materia di investimenti azionari, né di quello relativo alla regolamentazione del mercato. Un migliore trattamento per gli investimenti azionari fu introdotto dalla "legge Pandolfi" nel 1977<sup>518</sup>, tramite il credito d'imposta, e ancor più negli anni successivi, quando la politica fiscale si pose chiaramente l'obiettivo di ridurre il peso della intermediazione bancaria<sup>519</sup>. Allo stesso modo dopo la sua istituzione, la Consob non fu immediatamente attiva, fu necessario aspettare il regolamento del 1979 e la miniriforma varata nel 1985<sup>520</sup>, perché la Commissione avesse piena efficacia. Infine non si può dimenticare l'istituzione, dopo i tentativi falliti negli anni sessanta, dei fondi comuni d'investimento, nel 1983<sup>521</sup>. Il ritardo era clamoroso se si pensa che ben novant'anni prima Max Weber aveva sostenuto la necessità di operatori professionali "poiché solo la parità di condizioni fra gli operatori è la garanzia necessaria affinché non si attuino processi puramente speculativi"<sup>522</sup>.

In qualche modo la mancanza di un sistema fiscale competitivo, associata alla mancanza di un'adeguata regolamentazione del mercato, ha contribuito al declino della grande impresa in Italia, rendendo più difficile il reperimento dei capitali necessari a finanziare gli investimenti. L'unica compensazione è stata rappresentata dal credito agevolato che ha ridotto i costi dell'indebitamento, ma ha prodotto le ben note distorsioni denunciate dalla Banca d'Italia. La scarsa redditività dell'investimento azionario non solo ha inibito gli aumenti di capitale, ma ha scoraggiato la formazione stessa di capitale all'interno delle singole società, come testimoniano gli alti livelli di distribuzione dell'utile.

---

<sup>518</sup> Legge 904/1977.

<sup>519</sup> Guerra M. C., *Imposte e mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna 1989.

<sup>520</sup> Legge 281/1985.

<sup>521</sup> Legge 77/1983.

<sup>522</sup> Weber M., *Die Börse*, Tübingen 1984, tradotto in italiano in Weber M., *La Borsa*, Unicopli, Milano 1985.

## **FONTI E BIBLIOGRAFIA**

### **Fonti d'archivio**

Archivio Centrale dello Stato, *Presidenza del Consiglio. Consiglio dei Ministri – Verbali delle adunanze*, vari anni.

### **Atti Parlamentari**

Camera dei Deputati, *Discussioni*.

Camera dei Deputati, *Discussioni della VI Commissione (Finanze e Tesoro) in sede legislativa*.

Camera dei Deputati, *Documenti. Disegni di legge e relazioni*.

Senato della Repubblica, *Disegni di legge e relazioni*.

Senato della Repubblica, *Assemblea. Resoconto delle discussioni*.

Senato della Repubblica, *Resoconti delle sedute della 5ª Commissione permanente (Finanze e tesoro) in sede deliberante*.

### **Repertori e annuari**

Assonime, *Repertorio delle società italiane per azioni*, vari anni.

Assonime, *Circolari*, vari anni.

Assonime, *Notiziario statistico*, vari anni.

Assonime, *Relazione sull'attività svolta negli anni 1965-1966, 1967*.

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, vari anni.

Banca d'Italia, *Bollettino*, vari anni.

Confindustria, *Annuario*, vari anni.

ISTAT, *Annuario di contabilità nazionale. Volume I*, Roma 1971.

ISTAT, *Sommario di statistiche storiche. 1926-1985*, Roma 1986.

Mediobanca, *Il Calepino*, vari anni.

Mediobanca, *Indici e dati*, vari anni.

Mediobanca, *Le principali società italiane*, vari anni.

Mediobanca, *Bilancio*, vari anni.

Ministero delle Finanze, *L'attività tributaria dal 1954 al 1964*, Vol. 1.

Ministero del bilancio, *Problemi e prospettive dello sviluppo economico italiano. Nota presentata al Parlamento dal Ministro del bilancio, on. Ugo La Malfa il 22 maggio 1962*, Roma 1962.

OECD, *Financial Statistics 1970*.

OCDE, *Italie 1972*, Paris 1972.

OECD, *Capital Markets Study*, Paris 1967.

OECD, *Historical Statistics 1960-1980*, Paris 1982.

OECD, *National Accounts 1960-1970*, Paris 1972.

OECD, *National Economics Accounts, 1958-67*, Paris 1968.

*Relazione Generale sulla situazione economica del paese*, vari anni.

Sasip, *Il taccuino degli azionisti*, vari anni.

## **Periodici**

“24 Ore”

“Avanti!”

“Bancaria”

“European taxation”

“Giurisprudenza commerciale”

“Il Giornale d'Italia”

“Il Sole”

“Journal of Finance”

“L'Espresso”

“L'impresa”

“Mondo economico”

“Moneta e Credito”

“Rivista delle società”



“Rivista internazionale di Scienze sociali”

“Tributi”

### **Saggi e monografie**

AA.VV., *Ricerche per la storia della Banca d'Italia, Vol V, Il mercato del credito e la Borsa*, Laterza, Bari 1994, pp. 398, in *Collana storica della Banca d'Italia, serie Contributi*.

AA. VV., *Crisi e riforma dell'impresa*, De Donato, Bari 1977.

AA. VV., *Il finanziamento delle imprese*, Atti del convegno del centro di prevenzione e difesa sociale, Giuffrè, Milano 1977.

AA. VV., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976.

Aleotti A., *Borsa e industria. Cento anni di rapporti difficili*, Edizioni di Comunità, Milano 1990.

Antiseri D. (a c. di), *Cattolici e mercato. La grande polemica*, Ideazione, Roma 1996.

Ascarelli T., *I problemi delle società anonime*, in “Rivista delle società”, n. 1, 1956.

Ascarelli T., *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in “Rivista trimestrale di diritto e procedura civile”, 1955.

Amato G., *Economia, politica e istituzioni in Italia*, Il Mulino, Bologna 1976.

Amato G., *Il governo dell'industria in Italia*, Il Mulino, Bologna 1972.

Amatori F, Bigazzi D., Giannetti R., Segreto R. (a c. di), *Storia d'Italia. Annali. XV. L'industria*, Einaudi, Torino 1999.

Amtori F., Brioschi F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997.

Andersen L. C., *Is There a Capital Shortage: Theory and Recent Empirical Evidence*, in “Journal of Finance”, vol. 31, May 1976, pp. 257-268

Andreatta N., *Cronache di un'economia bloccata (1969-1973)*, Bologna, Il Mulino 1973.

Argenziano R., *Il finanziamento delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano 1956.

Bachi R., *Rilevazioni sul mercato finanziario*, in “Rivista Bancaria. Minerva Bancaria”, gennaio 1939.

Baffi P., *Il risparmio in Italia oggi*, in "Bancaria", 1974 n. 3, pp. 156-167.

Baffi P., *Intervento alla seduta della Commissione Finanze e Tesoro del Senato del 3 novembre 1976*, in "Bancaria" 1976, n. 10, pp 1048-54.

Balducci R., *Capitale finanziario e struttura industriale*, in Vicarelli F. (a c. di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Il mulino, Bologna 1979.

Balducci R, Marconi M, *L'accumulazione di capitale nella visione del governo, della Banca d'Italia e della Confederazione generale dell'industria*, pp. 81-83, in Lunghini (a c. di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia (1945-1978)*, Torino 1981.

Balletta F., *Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento*, Dipartimento di Analisi dei processi economico-sociali, linguistici, produttivi e territoriali dell'Università di Napoli Federico II, Napoli, 2006.

Barbiellini Amidei F. e Impenna C., *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni cinquanta*, in Cotula F. (a c. di), *Stabilità e sviluppo negli anni '50. Vol. 3. Politica bancaria e struttura finanziaria*, Laterza, Roma-Bari 1999.

Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in Barca F. (a c. di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997.

Barca L. e Manghetti G., *L'Italia delle banche*, Editori Riuniti, Roma 1976.

Barca F., *Imprese in cerca di padrone*, Laterza, Roma-Bari, 1994.

Barca F., *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma 1997.

Battilossi S., *Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia*, in Fondazione Assi, "Annali di storia d'impresa", Il Mulino, Bologna 1992.

Belli F., Cristoforo A., *Politica tributaria, crediti speciali e finanziamento delle imprese*, in AA. VV., *Crisi e riforma dell'impresa*, De Donato, Bari 1977

Belli F., Santoro S., *La legislazione economico finanziaria del periodo fascista*, in Conti G e Fanfani T. (a c. di), *Regole e mercati: fiducia, concorrenza e innovazione finanziaria nella storia creditizia italiana*, Plus, Pisa 2002.

Belviso U., *Il significato delle azioni di risparmio*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1976.

Belviso U., *Il significato delle azioni di risparmio in AA. VV., La riforma delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del seminario della facoltà di Economia e*

*Commercio dell'Università Cattolica e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e di borsa*, Milano 1975.

Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York-London, 1932.

Bernabè F., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano, 1976.

Bernareggi, G.M., *Effetti della tassazione sui titoli pubblici in Italia*, *Economia pubblica*, 1986, pp. 151-158.

Bianchi B., Nardi P., Veccia R., *Elementi per la valutazione degli investimenti finanziari in Italia*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, marzo-aprile 1973, n. 2.

Bianchi B. e Perfetti E., *Le emissioni di valori mobiliari*, in Banca d'Italia, *Bollettino* 1967, Roma 1968, pp. 561-595.

Bianchi B., Veccia R., *Quadro comparativo della legislazione, del funzionamento e della dimensione dei mercati azionari nei principali paesi industriali*, in Banca d'Italia, *Bollettino*, 1973.

Bianchini S., *Le imposte vigenti in Svizzera*, Giuffrè, Milano 1969.

Bione M., *Le azioni di risparmio fra mito e realtà in La riforma delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del seminario della facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e di borsa*, Milano 1975.

Bisoni C., *Decisioni finanziarie d'impresa e riforma tributaria*, in "Rivista dei Dottori Commercialisti", 1975, n. 3, pp. 479-495.

Boccia E., *La borsa di Milano tra miracolo e crisi (1958-1978)*, Prismi 2000.

Boidi A., *L'imposta sulle società e sulle obbligazioni. Commento teorico-pratico*, Utet, Torino 1959.

Boidi A., *Il problema delle imposte deducibili in tema di imposte sulle società*, in "Diritto e pratica tributaria", anno 1957, n. 4.

Bonelli F., *Il capitalismo italiano. Linee generali di interpretazione*, in AA. VV., *Storia d'Italia. Annali. Vol. I. Dal feudalesimo al capitalismo*, Einaudi, Torino 1978.

Bosco B., *Corporate taxation and dividend behaviour in Italy (1968-83)*, in "Rivista di diritto finanziario e Scienza delle Finanze", 4 dicembre 1985.

- Bosco B., *Dividend taxes and corporate policy: further econometric results*, in "Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali", novembre-dicembre 1987, anno 34 n. 11-12
- Bosi P., *Politica fiscale e accumulazione: il caso italiano (1960-1976)*, in AA. VV, *Studi in onore di Paolo Fortunato*, vol II, Cueb, Bologna 1980, pp. 79-100.
- Bosworth B., Duesenberry J. S. e Carron A. S., *Capital Needs in the Seventies*, Brookings Institution , Washington 1975
- Bramwell R., *Taxation of companies*, Sweet&Maxwell London, Green&Son Edimburgh, 1973.
- Brioschi F., Grezzi L., *Alcune riflessioni sull'andamento del mercato azionario italiano negli anni 1971-1984*, in "L'industria" n.1, 1987.
- Brown B., *The flight of international capital. A contemporary history*, Routledge, London-New York, 1987.
- Bruno G., Segreto L., *Finanza e industria in Italia (1963-1995)*, in Barbagallo (a c. di), *Storia dell'Italia repubblicana*, vol. 3.
- Buonocuore V., *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1974.
- Calamanti A., *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Franco Angeli, Milano 1977.
- Carducci G., *Le imprese industriali italiane negli anni 1961-1972: un'analisi attraverso i bilanci delle società per azioni*, in "Moneta e Credito", n. 3, 1973.
- Carli G., *Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza, Roma-Bari 1993.
- Carli G., *Intervista sul capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari 1977.
- Carli G., *Ostacoli e prospettive per l'impiego diretto del risparmio in investimenti produttivi*, in "Bancaria", n. 10, ottobre 1969.
- Carli G., *Sviluppo economico e struttura finanziaria in Italia*, in Carli G., *La struttura del sistema finanziario italiano*, il Mulino, Bologna 1977.
- Carli G., *Verso un assetto più efficiente del mercato monetario e finanziario*, in "Bancaria", n. 11, novembre 1962.

Castellino G., *Il trattamento fiscale degli interessi delle obbligazioni secondo l'ordinamento tributario in vigore dal 1° gennaio 1974*, in "Il Risparmio", ottobre 1973, n. 10.

Castellino O., *Ancora sul mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in AA. VV., *Scritti in onore di Ugo Caprara*, Vallardi, Milano 1975.

Castellino O., *Capitalizzazione o ripartizione?*, in AA.VV., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976.

Castronovo V., *Storia economica d'Italia. Dall'ottocento ai giorni nostri*, Einaudi, Torino 2006.

Cavalcanti M. L., *Moneta e fisco in Italia dal 1970 al 1975. La ragione dei fatti*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli 1992.

Cavallari F., Del Giudice M., *Trattamento fiscale dei redditi di capitale in Italia e nei principali paesi OECD*, Roma, Banca Nazionale del Lavoro 1986.

Cera M., *La Consob*, Giuffrè, Milano 1986.

Cesarini F., *I problemi del credito e del mercato finanziario*, in "Rivista internazionale di Scienze Sociali" n. 81, 1973.

Cesarini F., *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, in Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972, pp. 175-208

Cesarini F., *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Il Mulino, Bologna 1976.

Codini M., *Il costo della raccolta delle obbligazioni in Italia*, in "Mondo Economico", n. 35, 3 settembre 1966.

*Cgil e programmazione economica*, Roma 1964.

Chinale A., *Ragioneria generale*, Levrotto e Bella, Torino 1961.

Cingolani S., *Le grandi famiglie del capitalismo italiano*, Laterza, Roma-Bari 1990.

Ciocca P., *Gli investimenti delle imprese e le strutture finanziarie in Italia*, in Carli G. (a cura di), *La struttura del sistema finanziario italiano*, il Mulino, Bologna 1977.

Civraghi R., *Tassi di interesse e mercati delle obbligazioni*, in "Economia del lavoro" n. 3, CERES, 1976.

Codini M., *Il costo della raccolta delle obbligazioni in Italia*, in "Mondo Economico", n. 35, 3 settembre 1966.

Colajanni N., *Il capitalismo senza capitale*, Sperling & Kupfer, Milano, 1991.

Colajanni N., *Riconversione, grande impresa, partecipazioni statali*, Feltrinelli, Milano 1976.

Coltorti, *Note sulle modificazioni della struttura finanziaria delle imprese italiane*, in Banca d'Italia, *Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese*, Roma 1988.

Commission of the European Communities, *Proposal for a Council Directive Concerning the Harmonization of Systems of Company Taxation and of Withholding Taxes on Dividends*, in "Bulletin of the European Communities", Supplement 10/75: *Harmonization of Systems of Company Taxation*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg 1975

Confalonieri A., *La borsa valori e il finanziamento delle aziende industriali di medie dimensioni: il caso italiano*, in "La borsa valori" o "Bancaria" 1972 n. 2.

Conti E., *Dal taccuino di un borghese*, Bologna, 1986, p. 432.

Correnti V., *Azioni di risparmio e tutela della famiglia?*, in "Diritto familiare e personale" 1980.

Cotula F. e Gnes P., *Evoluzione della struttura dei flussi finanziari e problemi di politica monetaria*, in Bernabè F., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976, pp. 117-127.

Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, in AA. VV., *Studi in onore di Giuseppe Ugo Papi*, vol. 1, Cedam, Padova 1972

Cosciani C., *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, in "Bancaria" n.5 maggio 1972.

Cosciani C., *Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette nel quadro della riforma tributaria*, in "Moneta e credito", vol. XXIV, 1971.

Cosciani C., *Considerazioni sull'incidenza dell'imposizione delle società nello schema di riforma tributaria*, in "Rivista delle società", Giuffrè, Milano 1970.

Cosciani C., *La riforma tributaria: speranze e preoccupazioni*, in "Moneta e Credito", n. 79, 1967.

Cosciani C., *Obiettivi classici e moderni della politica finanziaria*, in Ministero delle Finanze (a c. di), "Tributi", n. 39, febbraio 1969.

Cosciani C., *Scienza delle finanze*, UTET, Torino 1977.

Cosciani C., *Stato dei lavori della Commissione per lo studio dell'attuazione della riforma tributaria*, Giuffrè, Milano 1964.

Cosciani C., *Su di alcune deformazioni della progressività dell'imposta sul reddito delle persone fisiche*, in "Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze", 1975, n. 1.

Cosciani C., *Sugli ostacoli sociologici alla riforma tributaria in Italia*, in "Rivista internazionale di scienze sociali", Vita e pensiero, Milano 1967.

Cottino G., *La Commissione per le società e la borsa: luci ed ombre della miniriforma*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1974.

d'Albergo, *In merito al disegno di legge per un'imposta sulle società*, in "Rivista bancaria", luglio-agosto 1954.

d'Albergo E., *Relazione generale*, in ANTI, *Aspetti della riforma tributaria (Atti del X Congresso nazionale)*, Cedam, Padova 1968.

De Acutis M., *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano 1981.

de Cecco M., *Banca d'Italia e la « conquista politica » del sistema del credito*, in AA. VV., *Il governo democratico dell'economia*, De Donato, Bari 1976.

de Cecco M. e Ferri G., *Le banche d'affari in Italia*, Il Mulino, Bologna 1996.

De Felice F., *Nazione e sviluppo: un nodo non sciolto*, in *Storia dell'Italia repubblicana*, vol. II, Einaudi, Torino 1995.

Degli Abbati C., *La tassazione del reddito delle società di capitali negli stati membri della comunità economica europea*, Cedam, Padova 1973.

Dell'Amore G., *Il contributo del sistema bancario alla politica del risparmio* (discorso tenuto alla celebrazione della Giornata del risparmio a Roma il 31 ottobre 1967), in "Mondo Economico", n. 4, novembre 1967.

Di Majo A., *Incentivi fiscali, decisioni d'investimento e riforma tributaria*, in "Rivista internazionale di Scienze Sociali", gennaio-aprile 1973, n. 81, pp. 8-36.

Di Maio A., *La tassazione del reddito d'impresa*, in AA. VV., *Le imposte e l'economia dell'impresa*, Giannini, Napoli 1969

Di Maio A., *Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi*, in Servizio Studi della Banca d'Italia (a c. di), "Contributi alla ricerca economica", marzo 1980.

Ente Einaudi, *Ricerca sul sistema creditizio*, Roma 1976.

Farina Rispoli M. (a c. di), *Le origini della nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano, 1975, n. 8 della *Raccolta di testi e documenti* della "Rivista delle società".

Rispoli Farina M., *Le "azioni di risparmio" democrazia e oligarchia nella gestione delle S.p.A.*, in Minervini G. (a c. di), *La recente riforma delle società per azioni. Profili ricostruttivi e annotazioni critiche*, Napoli, s.a., 1976.

Ferri G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni: valutazioni e riflessioni*, in "Democrazia e diritto", 1974.

Ferrero G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano 1963.

Ferri G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione delle società per azioni*, in "Rivista delle società", n. 1, 1956.

Ferri G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in "Rivista delle società", 1961.

Ferro Luzzi P., *Le azioni di risparmio in La riforma delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del seminario della facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e di borsa*, Milano 1975.

Fiaccavento C., *La distribuzione del reddito ai fini della nuova imposizione personale*, in "Tributi" n. 35, ottobre 1968

Filippi E., *Le 200 maggiori società industriali italiane 1967-68*, in "L'impresa", vari anni.

Filippi E., Zanetti G., *Finanza e sviluppo nella grande industria italiana*, Franco Angeli, Milano 1965.

Filippi E., Zanetti, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, Lied, Torino 1967.

Galgano F., *Giudizio sulla riforma stralcio delle società per azioni*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1974.

Galli G., *Il padrone dei padroni*, Garzanti, Milano 1995.

Galli G., *I partiti politici in Italia. II. 1943-1994*, Utet, Torino 1994.



Galli G., *Mezzo secolo di DC*, Rizzoli, Milano 1993.

Gerelli E., Vitale M. (a c. di), *È fallita la riforma tributaria?*, Franco Angeli, Milano 1979.

Giannini F., *Imposte e finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna 1989.

Ginsborg P., *Storia dell'Italia dal dopoguerra ad oggi. Società e politica. 1943-1988*, Einaudi, Torino 1989.

Goldschmied L., *Borse infide*, Milano 1959.

Graziani A., *Lo sviluppo dell'economia italiana. Dalla ricostruzione alla moneta europea*, Bollati Boringhieri, Torino 2000.

Grillo R., *Il bilancio delle società per azioni nella determinazione del reddito economico e fiscale*, Giuffrè, Milano 1969.

Guerra M. C., *Imposte e mercati finanziari*, "Studi e ricerche del Dipartimento di Economia Politica dell'Università di Modena" n. 45, 1987.

Guerra P., *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in "Rivista delle società", 1976.

Hammer R., *The Taxation of Income from Corporate Shareholders: Review of Present Systems in Canada, France, Germany, Japan and the U.K.*, in "The National Tax Journal", vol. 28, september 1975, pp. 315-334.

Hicks J. R., *Introduzione all'economia*, Einaudi, Torino 1955.

IBFD, *A comparative Analysis of the classical, dual Rate, and Imputation Taxation Systems and the Examination of the Corporate Tax Systems in Belgium, France, Germany, Italy, The Netherlands, and the United Kingdom*, in "European Taxation" vol. 12, n. 5-6, may-july 1972.

IBFD, *Taxation of capital Gains realized by Corporations in Europe*, in "European Taxation", vol. 5, n. 9, September 1965.

IBFD, *Taxation of intercorporate dividends received in Europe*, in "European Taxation", vol. 4, august 31, n. 16, 1964.

Izzo L., *Cause dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'economia italiana negli ultimi dieci anni e considerazioni sulla politica economica che ha contribuito a determinarli*, in Bernabè F., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976, pp. 21-86.

- Jannuzzi A., *La Commissione nazionale per le società e la borsa*, Iebb, Roma 1975.
- Jannuzzi A., *La Consob*, Ipsoa, Roma 1975.
- Joint Committee on Taxation, *Tax Policy and Capital Formation*, GPO 1977.
- La Malfa U., *Nota aggiuntiva a Problemi e prospettive dello sviluppo economico e della programmazione in Italia*, Janus Roma, 1973.
- La Malfa G., Valiani R., *Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in "Moneta e Credito", marzo 1974, n. 105.
- Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972.
- Lanaro S., *Storia dell'Italia repubblicana. Dalla fine della guerra agli anni novanta*, Marsilio, Venezia 1992.
- Lanzarone G., *Il sistema bancario italiano*, Einaudi, Torino 1984.
- Lilienthal D. E., *Big Business*, Harper and Brothers, New York 1953.
- Lombardi R., *Scritti politici. 1945-1963*, Marsilio, Venezia 1978.
- Lunghini G., *Scelte politiche e teorie economiche in Italia. 1945-1978*, Einaudi, Torino 1981.
- Macchiati A., *Il finanziamento delle imprese industriali in Italia*, Il Mulino, Bologna 1985.
- Manuale delle imposte dirette*, Edizioni Consulente delle aziende, Milano 1962.
- Mafai M., *Lombardi*, Feltrinelli, Milano 1976.
- Manfredonia C., *La riforma dell'imposizione indiretta*, in ANTI, *Aspetti della riforma tributaria (Atti del X Congresso nazionale)*, Cedam, Padova 1968.
- Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in Barca F., *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997.
- Marenot D., *Borsa, fisco e politica negli anni '60*, in "Storia economica", 2006 n.2-3.
- Masera F., *I movimenti di capitali autonomi nella esperienza italiana degli ultimi 10 anni*, in Servizio Studi della Banca d'Italia, "Contributi alla ricerca economica", n. 2, dicembre 1972, pp. 221-249.

Marzano A., *Imposta speciale, struttura dei portafogli e paradosso del rigetto del tributo*, in "Tributi", febbraio 1970, pp. 3-21.

Martinenghi F., *L'imposta di ricchezza mobile. Manuale pratico aggiornato col Testo Unico delle Leggi sulle imposte dirette 29 gennaio 1958, n. 645*, Pirola, Milano 1959.

Mastroianni G., Tartaglia F., Boccia E., *Patrimonio e occasioni di investimento in Italia (1930-1980). Il mercato obbligazionario, la tassazione dei valori mobiliari e il mercato azionario*, in Società Italiana degli Economisti, "Atti del Convegno Nazionale Torino 22.23 novembre 1996", *Tra rendita e investimenti formazione e gestione dei grandi patrimoni in Italia in età moderna e contemporanea*, Cacucci, Bari 1998.

Mattina L., *Gli industriali e la democrazia. La Confindustria dell'Italia repubblicana*, Il Mulino 1991.

McLure C. E. jr., *Must Corporate Income Be Taxed Twice?*, The Brookings Institution, Washington 1979.

Miller M. H., *Debt and Taxes*, in "The Journal of Finance", May 1977.

Minervini G., *La crisi del capitale di rischio e la questione della nominatività obbligatoria*, in A.A.V.V., *Crisi e riforma dell'impresa*, De Donato, Bari 1977.

Minervini G., *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni. Prime valutazioni*, in "Giurisprudenza commerciale", I, 1974.

Ministero del bilancio, *Problemi e prospettive dello sviluppo economico italiano. Nota presentata al Parlamento dal Ministro del bilancio, on. Ugo La Malfa il 22 maggio 1962*, Roma 1962.

Ministero del bilancio e della programmazione economica, *Schema di rapporto preliminare al programma economico nazionale 1971-1975*, Roma 1975.

Modigliani F., Jappelli T., *Politica fiscale e risparmio in Italia: l'esperienza dell'ultimo secolo*, in "Giornale degli economisti" 1985 (XLIV, nn. 9-10), pp. 475-518.

Modigliani F., Miller M. H., *The cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investments*, in "American Economic Review" 1958.

Modigliani F., Miller M. H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*, in "American Review" 1963.

Momigliano F., *Le leggi della politica industriale in Italia: dalla ristrutturazione all'innovazione*, Il Mulino, Bologna 1986.

Monti M., Cesarini F., Scognamiglio F., *Il sistema creditizio e finanziario italiano*, in *Relazione della Commissione di studio istituita dal Ministero del Tesoro*, Poligrafico della Stato, Roma 1982.

Monti M., *Intermediazione finanziaria e finanziamento del settore pubblico: alcuni spunti per il dibattito*, in Bernabè F., *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, Franco Angeli, Milano 1976, pp. 92-100.

Monti M., *La struttura finanziaria italiana: una sintesi*, in "Tendenze Monetarie" n. 20-21, 29 agosto 1975.

Murialdi P., *Dalla liberazione al centrosinistra*, in AA. VV., *La stampa italiana dalla Resistenza agli anni sessanta*, Laterza, Roma-Bari, 1980.

Napolitano, *L'imposta sulle società*, Giuffrè, Milano 1955.

Nardozi G., *Tre sistemi creditizi*, Il Mulino, Bologna 1993.

Nesi N., *Alcune osservazioni sulla Borsa in Italia*, in "Mondo Economico" n. 1, 1968.

Nesi N., *Informazioni, controllo delle imprese e tutela del risparmio*, in "Mondo Economico", Supplemento, n. 46, 1968.

Nesi N., *Ridurre il costo dei depositi*, in "Il Sole-24 ore", 16 marzo 1973.

New York Stock Exchange, *The Capital Needs and Savings Potential of the U.S. Economy: Projections Through 1985*, New York Stock Exchange 1974.

Nota Carli sul capitale di rischio in Italia, in "Mondo Economico", n.8, 1 marzo 1975, pp. 29-33.

OECD, *Company Tax Systems in OECD Member Countries*, Parigi 1973.

Onida P., *Il bilancio delle imprese*, Giuffrè, Milano 1945.

Ortoleva P., *Il capitalismo italiano e i mezzi di comunicazione di massa*, in Barca F., (a c. di), *Storia del capitalismo italiano*, Donzelli, Roma 1997.

Pacces F. M., *Il finanziamento delle società*, in APC, *Doc. XVII. Atti della Commissione parlamentare d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico. Vol. VI. Studi e monografie*.

Pagano et al., *Il capitale di rischio e il mercato finanziario*, Giuffrè, Milano 1984.

Palladino G., Rettaroli R., *L'attività dei Fondi Comuni in Italia e le condizioni per il loro sviluppo*, in "Bancaria", ottobre 1974, n. 10.

Pacces F. M., *Il finanziamento delle società*, in Camera dei Deputati, *Atti della Commissione Parlamentare di inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico*, vol VI Studi e Monografie, Roma 1965.

Pavan R. J., *Strutture e strategie delle imprese italiane*, Il Mulino, Bologna 1976.

Pedone A., *The 1973-74 Tax Reform in Italy: A Partial Success with Many Shortcomings*, in BNL, "Quarterly Review", 4-1980.

Pedone A., *Relazione*, in Istituto per la documentazione degli studi legislativi (a c. di), *La riforma tributaria*, vol. 2.

Pella G., *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.

Piazza G., *Ritenuta d'acconto o imposta sugli utili delle società: nominatività dei titoli*, Edizioni Consulente delle aziende, Milano 1963.

Piccardi L., La Malfa U., Ascarelli T., Rossi E., *La lotta contro i monopoli*, Laterza, Bari 1955.

Pierucci C. M. e Ulizzi A., *Evoluzione delle tariffe doganali dei prodotti manifatturieri nel quadro della integrazione economica europea*, in Banca d'Italia (a c. di), "Contributi alla ricerca economica", n. 3, 1973.

Pivato G., *I titoli mobiliari e la borsa valori in Italia*, in "Il Risparmio", dicembre 1974, n. 12.

Pivato G., *Le strutture patrimoniali nell'industria italiana*, Giuffrè, Milano 1971

Polillo G., *Il convegno economico del PSI*, "Politica economica", n. 3, 1973.

Pontolillo V., *Profili del sistema del credito speciale*, Ed. Ente Einaudi, Roma, 1976.

Radi L., *Fernando Tambroni e la crisi del 1960*, in *Il Parlamento italiano. 1861-1998. Vol. 18. Una difficile transizione verso il centro-sinistra*, Nuova CEI, Milano 1991.

Ragazzi G., *Teoria dei mercati dei capitali e concentrazione della proprietà delle imprese*, in "Moneta e Credito", n. 1, 1975.

*Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma delle società per azioni*, in "Rivista delle Società", 1964.

R&S, *Gli aumenti di capitale di società quotate in borsa, 1964-1970*, Milano 1972.

Ricardi F., *Un problema per l'Italia: non diventare marginali nei confronti del mercato finanziario unificato europeo*, in "Mondo Economico", 20 marzo 1971.

Rinaldi R., *Contributo allo studio dei redditi da capitale*, Milano, Franco Angeli 1989.

Roblot R., *French Business Taxation*, Oyez, London 1974.

Rodano G., *Il credito all'economia. Raffaele Mattioli alla Banca commerciale italiana*, Riccardo Ricciardi, Milano-Napoli, 1983.

Roelans J. Y., *Régimes Fiscaux Applicables aux Fusions de Sociétés*, Bruxelles 1970.

Rosa G., *Lo "stock di capitale" nell'industria italiana*, Centro Studi della Confindustria, 1985.

Rosa G., Siesto V., *Il capitale fisso industriale*, 1985.

Rosania L., *La riforma del sistema tributario e il regime fiscale dei redditi da capitale*, in "Bancaria" n. 10, 1967, p. 1212.

Rossi E., *I padroni del vapore*, Laterza, Bari 1955.

Rossi G., *Trasparenze e vergogna*, Il Saggiatore, Milano 1982.

Rossi M. G., *Il problema storico della riforma fiscale in Italia*, in "Italia contemporanea", 1988, CLXX, pp. 5-19.

Rossi S., *La politica economica italiana 1968-1998*, Laterza 1998.

Salvati M., *Economia e politica in Italia dal dopoguerra a oggi*, Garzanti, Milano 1984.

Salvati M., *Occasioni mancate. Economia e politica in Italia dagli anni '60 a oggi*, Laterza Roma-Bari, 2000.

Salvati M., *Il sistema economico italiano: analisi di una crisi*, Il Mulino, Bologna 1975.

Savona P., *Nota su una stima del costo del capitale in Italia (Rassegna storica dal 1951 al 1967)*, in Banca d'Italia, Gruppo per lo studio della politica monetaria e fiscale, fascicolo 10, Roma 1970.

Savona P., *Teoria e pratica dei tassi di interesse in Italia nel più recente quinquennio*, in "Quaderni dell'economia sarda", aprile 1971, n.2.

Scalfari E. e Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Feltrinelli, Milano 1974.

Scognamiglio C., *Mercato dei capitali, borse valori e finanziamento delle imprese*, Franco Angeli, Milano 1974

Segreto L., *Assetti proprietari e grandi mediatori in Italia nella prima metà del Novecento*, in "Rivista di Storia Finanziaria" n. 1, lug.-dic. 1998.

Senato della Repubblica, *Commissione Industria. Documento approvato a conclusione dell'indagine conoscitiva sulla politica industriale*, Relatore F. Rebecchini, Roma 1986.

Santini G., *I "buchi" della riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1974.

Santoro V., *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma delle società per azioni*, in "Giurisprudenza commerciale", 1976.

Servan Schreiber J., *La défie américain*, Denoël, 1967.

Shapiro E. e White W. L., *Capital for Productivity and Jobs*, Prentice-Hall 1977.

Siciliano G., *Cento anni di borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna 2002.

Sinai A. e Brinner R. E., *The Capital Shortage: Near-Term Outlook and Long-Term Prospects*, Data Resources, Lexington 1975.

Spada P., *Primo commento alla legge 7 giugno 1974 n.216, I, Le azioni di risparmio in La riforma delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori. Atti del seminario della facoltà di Economia e Commercio dell'Università Cattolica e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e di borsa*, Milano 1975.

Sturzo L., *Fiscalismo, statalismo, pauperismo*, in "Il Giornale d'Italia", 9 aprile 1959.

Sylos Labini, *Problemi dello sviluppo economico*, Laterza, Roma-Bari 1977.

Tamburini F., *Un siciliano a Milano. Nella storia di un protagonista le vicende della finanza e dell'economia italiana dal dopoguerra a oggi*, Longanesi e C., Milano 1992.

Talbot J. E. e Wheatcroft G. S. A., *Corporation Tax and Income Tax upon Company Distribution*, Sweet & Maxwell, London 1968.

Tamburini F., *Misteri d'Italia*, Longanesi, Milano 1996.

Tamburrano G., *Storia e cronaca del centro-sinistra*, Rizzoli, Milano 1990.

Tartaglia F., *Fisco e mercato finanziario in Italia (1914-1978)*, Prismi, Napoli 2000.

Tartaglia F. e Boccia E., *Patrimonio e occasioni d'investimento in Italia (1930-1980). Il mercato obbligazionario, la tassazione dei valori mobiliari e il mercato azionario*, in Società italiana degli storici dell'economia (a c. di), *Tra rendita e investimenti formazione e gestione dei grandi patrimoni in Italia in età moderna e contemporanea*, "Atti del terzo convegno nazionale, Torino 22-23 Novembre 1996", Cacucci, Bari 1998.

Ufficio Studi Mediobanca, *La Borsa Italiana dal 1928*, 2004.

Valiani R., *Aspetti economici ed equitativi della tassazione nel mercato monetario e finanziario*, in "Economia del lavoro", 1976 n. 3, pp. 49-74.

Valli V., *Programmazione e sindacato in Italia*, Milano 1970.

Van Den Tempel A. J., *Imposta sulle società e imposta sul reddito delle persone fisiche nelle Comunità europee*, in Commissione delle Comunità europee, Serie Concorrenza – Ravvicinamento delle legislazioni, n. 15, 1970.

Verruccioli P., *Esperienze comparatistiche in tema di controlli interni ed esterni sulle società per azioni, con particolare riguardo ai paesi della CEE*, in Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale (a c. di), *Controlli interni ed esterni delle società per azioni*, Giuffrè, Milano 1972.

Vicarelli F., *L'esportazione di banconote nell'esperienza italiana nell'ultimo decennio*, in "studi economici", 1970, n. 3-4.

Vicarelli F., *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Il Mulino, Bologna 1979.

Vicarelli F., *Note in tema di accumulazione di capitale*, in Lunghini (a c. di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia (1945-1978)*, Torino 1981.

Visentini B., *Riforma tributaria: un problema di volontà politica*, in Gemelli E., Vitale M., *È fallita la riforma tributaria?*, Franco Angeli, Milano 1979.

Voulgaris Y., *L'Italia del centro-sinistra. 1960-1968*, Carocci editore, Roma 1998.

Watchell P., Sametz A. e Shuford H., *Capital Shortages: Myth or Reality?*, in "Journal of Finance", vol. 31, May 1976, pp. 269-285

Weber M., *Die Börse*, Tübingen 1984, tradotto in italiano in Weber M., *La Borsa*, Unicopli, Milano 1985.



Weigman R., *Concorrenza e mercato azionario*, Milano 1978.

Wymeersch E., *Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans la Communauté Européenne*, te voll., 31-33, Bruxelles, 1977-1979.

Zanetti G., *Le motivazioni dell'investimento nella grande impresa*, Il Mulino, Bologna 1977.

Zecchini S., "Squilibri" e strutture finanziarie nell'industria manifatturiera italiana - *Un commento*, in "Moneta e Credito", settembre 1975, pp. 289-310.

Zoboli G., *La riforma dell'imposizione diretta*, ANTI, *Aspetti della riforma tributaria (Atti del X Congresso nazionale)*, Cedam, Padova 1968.