

RIVISTA INTERNAZIONALE  
DI  
SCIENZE ECONOMICHE  
E  
COMMERCIALI

Anno IX

Marzo 1962

N. 3

Pubblicazione mensile - Spedizione in abbonamento postale, gruppo III

S O M M A R I O

La Tavola Rotonda	CARLO EMILIO FERRI	Pag. 201
Punti fermi sull'azionariato popolare	C. E. FERRI	» 204
Problemi e interrogativi dell'azionariato popolare	GIUSEPPE PELLA	» 208
L'azionariato popolare in Germania	OTTO MATZKE	» 212
Condizioni e modi di sviluppo dell'azionariato popolare	GIORDANO DELL'AMORE	» 217
Determinanti concreti dell'azionariato popolare	RENATO LOMBARDI	» 222
Neocapitalismo e azionariato popolare	VITTORIO LUCARELLI	» 231
Borsa valori e azionariato popolare	ERMANNO TAGLIORETTI	» 238
Immanenza della diffusione azionaria nell'evoluzione delle strutture economiche	RICCARDO ARGENZIANO	» 246
Azionariato popolare, azionariato dei dipendenti e diritto di opzione	CESARE GRASSETTI	» 255
Momenti e profili giuridici dell'azionariato popolare	REMO FRANCESCHELLI	» 260
Le « implicazioni » giuridiche dell'azionariato popolare	WALTER BIGIAVI	» 281
<i>Summaries-Zusammenfassungen</i>		» 288
<i>Relazioni alle assemblee societarie</i>		» 298

SOTTO GLI AUSPICI DELLA  
UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI - MILANO

CEDAM - CASA EDITRICE DOTT. A. MILANI - PADOVA

## COMITATO DI DIREZIONE

FRANCESCO BRAMBILLA  
Università Bocconi

GIOVANNI DEMARIA  
Università Bocconi

ALEXANDER MAHR  
Universität zu Wien

ERICH SCHNEIDER  
Christian-Albrechts Univ.

UGO CAPRARA  
Università di Torino

ALESSANDRO GRAZIANI  
Università di Napoli

CARLO MASINI  
Università di Parma

ALDO SCOTTO  
Università di Genova

GIORDANO DELL'AMORE  
Università Bocconi

FRITZ MACHLUP  
Princeton University

SALVATORE SASSI  
Università di Napoli

NICOLA TRIDENTE  
Università di Bari

## DIRETTORE RESPONSABILE

TULLIO BAGIOTTI

*Direzione e Redazione* : Via Pietro Teulié 1, Milano (734) Telefono 830031,  
c.c. postale 3-32561.

© Copyright by Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali, Milano. Editrice CEDAM, Padova, c.c. postale 9-429.

*Pubblicazione mensile. Spedizione in abbonamento postale, gruppo III.*

*Abbonamento annuale • Yearly subscription* : Italia, Lire 4.500; Estero (Foreign Countries), Lire 6.000.

*Annate arretrate (Back issues) 1954-1961* : Lire 35.000; rilegate (cloth-bound), 13 volumi, Lire 42.000.

---

## CONDIZIONI GENERALI DI ABBONAMENTO

---



L'abbonamento è annuale e si rinnova tacitamente per l'anno successivo, se non disdetto entro il mese di novembre con lettera raccomandata.

La semplice reiezione di fascicoli non può essere considerata come disdetta.

Il prezzo deve essere pagato anticipatamente e comunque non oltre il 31 marzo. Dopo tale data sarà riscosso un diritto fisso del 10% in più, a rimborso delle spese di esazione.

I reclami per qualunque fascicolo non ricevuto devono essere trasmessi subito dopo il ricevimento del fascicolo successivo. In caso diverso i fascicoli richiesti verranno spediti solo contro rimessa del loro prezzo di vendita.

Ai correntisti con pagamento rateale si accorda l'addebito in conto corrente della quota di abbonamento con aumento del 20%.

L'abbonamento importa, agli effetti legali, elezione di domicilio in Padova presso la Casa Editrice.

L'ultimo fascicolo di ogni anno si invia ai soli abbonati in regola coi pagamenti. Agli altri si spedisce contrassegno.

Ogni richiesta di cambiamento di indirizzo dovrà essere accompagnata dall'importo di L. 100.

Gli abbonati che non sono in regola coi pagamenti, non potranno disdire l'abbonamento senza avere prima provveduto all'estinzione del debito.

RIVISTA INTERNAZIONALE  
DI  
SCIENZE ECONOMICHE  
E  
COMMERCIALI

Anno IX

Marzo 1962

N. 3

## LA TAVOLA ROTONDA (\*)

Economisti e giuristi si incontrano in questa Tavola Rotonda sull'azionariato popolare con la consapevolezza della necessità di un lavoro continuo di collaborazione e di studio, perchè in questo nostro campo della vita sociale così animato da movimenti dinamici, da necessità di trasformazioni e così aperto a tutte le influenze del mondo moderno, occorre prima di tutto fissare la realtà in atto e quella in divenire. Questo è il compito della scienza economica e delle scienze sociali. Occorre poi chiedere ai giuristi di preparare gli strumenti idonei a regolamentare questa realtà e ad assecondarne e accelerarne i movimenti in senso benefico sul terreno sociale. Non credo a quanto ha affermato, con ironia e arguzia insieme, un illustre maestro del diritto: che ci troviamo di fronte al fenomeno della morte del diritto nella vita moderna. Credo invece che il diritto abbia una funzione insopprimibile proprio in ragione della necessità di questi suoi nuovi interventi.

Che cos'è l'azionariato popolare? Nella nota introduttiva, noi — parlo in plurale non per atteggiamento « majestatis », ma perché nella nostra Facoltà abbiamo l'abitudine di introdurre, conformemente alla esigenza della vita universitaria moderna, il lavoro di gruppo — abbiamo ritenuto che l'azionariato popolare sia qualche cosa di diverso e distinto e, entro certi limiti, anche di opposto al vecchio azionariato operaio. A che cosa mirava il vecchio azionariato operaio? Mirava a eliminare l'antitesi fra imprenditore e prestatore d'opera, in un certo senso all'abolizione del profitto. Quest'era il sogno dei movimenti sociali del secolo scorso e del mo-

(\*) L'11 novembre 1961, organizzata dalla Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di Pavia, si è tenuta presso quella sede una « Tavola Rotonda sull'Azionariato Popolare ». In questo fascicolo la Rivista Internazionale pubblica, precisati e ampliati, gli interventi e le comunicazioni. Restano riservati al successivo fascicolo i titoli di G. PELLA, L'azionariato popolare come paradigma di economia sociale di mercato; C. E. FERRI, Per un Investment Trust a livello internazionale come strumento dell'azionariato popolare; C. FAINA, L'azionariato operaio nell'esperienza di una grande società italiana; G. MANCA, Esperienze passate e recenti di partecipazione agli utili negli Stati Uniti.

vimento cooperativista in particolare, essendo il profitto, sempre con riecheggiamenti marxisti, un plusvalore tolto ai lavoratori da ripartirsi fra gli stessi. Il profitto si voleva abolito attraverso le cooperative e l'azionariato operaio, ossia attraverso la partecipazione degli operai al capitale. Ma l'azionariato popolare è qualche cosa di ben diverso e differenziato: perché abbia veramente ad affermarsi e proficuamente, esso deve riconoscere senza reticenze che noi viviamo in un sistema economico basato sull'iniziativa, sulla libertà e sulla proprietà, sia pure questa proiettata su un vasto terreno a carattere sociale. Accettando questi principi, che sono quelli dei sistemi economici occidentali, l'azionariato popolare appare come partecipazione attiva all'impresa dei molti che ieri non erano risparmiatori per carenza di reddito ma che già lo diventano e maggiormente lo diventeranno domani attraverso l'incremento del prodotto netto nazionale e dei redditi individuali. Si tratta di chiamare i piccoli risparmiatori o risparmiatori di massa ad alimentare gli investimenti indispensabili perché la nostra società prosegua nel suo ritmo di espansione anche nel prossimo decennio. Per sollecitare l'avvento dell'azionariato popolare gli economisti devono prima di tutto rispondere a una duplice domanda: E' l'economia italiana sufficientemente matura, dopo il « miracolo » degli ultimi dieci anni, per affrontare l'esperimento? E' matura nel suo complesso anche dal punto di vista regionale? Poichè in Italia esistono aree più progredite e aree meno progredite, e le prime possono ormai avviare questo movimento, come è possibile agganciare anche le aree meno progredite, perché tendano alla stessa metà e assecondino le zone di maggiore benessere?

Rispondendo a questi interrogativi gli economisti ci dovranno ancora dire se il risparmio attuale convogliato nelle banche, nelle casse postali e nelle casse di risparmio possa in parte non essere deviato ad altri fini, ma investito in puri valori a vincolo reale che in una certa misura fronteggiano il fatale deperimento di tutte le monete del mondo. Si può sostituire al vecchio libretto di risparmio — che è sempre qualche cosa di più del mero tesoreggiamiento dei biglietti di banca e ha una parvenza remuneratrice — un risparmio reale che segua i movimenti dell'economia e s'avvantaggi del suo sviluppo grazie al nesso istituito tra il risparmio e i beni reali? Se può essere utile l'azionariato popolare, che cosa possono fare gli istituti di credito e risparmio e altri istituti specializzati per raggiungere lo scopo? Poichè alla Tavola Rotonda partecipano alcuni rappresentanti eminenti di questi istituti, che sono anche economisti egregi, credo che questa domanda troverà adeguata risposta. Risolto sotto il profilo economico e sociale la positività dell'azionariato popolare, chiederemo ai giuristi presenti suggerimenti perché questo azionariato abbia la necessaria tutela. Bastano

allo scopo le attuali disposizioni del codice civile e quelle sulla società per azioni in particolare oppure si impone almeno la così detta « piccola riforma » del Codice relativamente ai titoli societari? Una agenzia romana, l'« Interpress », ripetendo idee che noi del resto avevamo già più volte affermato, metteva in evidenza il pensiero degli ambienti ufficiali a questo proposito, sottolineando come necessarie premesse la piccola riforma della s.p.a. e la riforma della legislazione borsistica. Soprattutto richiamava l'esempio Nordamericano del SEC (*Security Exchange Committee*), ossia l'obbligo di presentare bilanci non solamente sinceri, ma leggibili, e senza reticenza di informazioni. Ci diranno quindi i giuristi se questa piccola riforma del codice civile può essere sollecitamente attuata e quali sono le loro proposte concrete. Ci diranno ancora se qualche iniziativa già in atto, messa in essere da grandi società italiane per diffondere le azioni fra certi determinati settori, sia conforme o meno alle norme attualmente in vigore e soprattutto alla rigida norma sul diritto di opzione e se questa norma sia suscettibile di modifiche e attenuazioni. Tali le domande cui attendiamo risposta, naturalmente senza pretendere che da questo convegno, pur così autorevolmente presieduto e rappresentato, possano venire risposte definitive. Per legittimare le nostre discussioni, è sufficiente giungere a precisare la tematica fondamentale e le linee maestre onde aprire la via alla attuazione concreta.

CARLO EMILIO FERRI

Pavia, Università.

## PUNTI FERMI SULL'AZIONARIATO POPOLARE

Senza la pretesa di fissare proposizioni conclusive su un problema appena aperto alla discussione, non sembra superfluo raccogliere le considerazioni prospettate dai diversi tecnici e studiosi, enucleandone i principi comuni, validi a stabilire dei punti fermi per l'ulteriore approfondimento del problema.

I. - L'azionariato popolare non può non essere concepito ed attuato se non come un istituto tipico del sistema economico sociale fondato su l'iniziativa privata integrata dalla pubblica, sulla tutela delle esigenze individuali e sul riconoscimento della proprietà dei mezzi della produzione, quale si configura nella civiltà di tipo occidentale e non già come uno strumento avveniristico *ab imis* quale ci appare il vecchio azionariato operaio negli enunciati di alcuni suoi sostenitori.

Nell'ampio quadro della politica di sviluppo che urge sullo Stato moderno, l'azionariato popolare si inserisce come un elemento e una forza di primaria importanza in quanto dallo sviluppo economico appare suscitato e condizionato, provocando poi a sua volta ulteriori impulsi nel processo dell'incremento del reddito complessivo. La politica di sviluppo per il conseguimento di un più elevato e diffuso benessere costituisce infatti un indispensabile presupposto dell'azionariato popolare appunto perché consente e determina un incremento dei redditi lavorativi e anche dopo un certo tempo l'affermarsi di una diffusa propensione al piccolo e medio investimento.

A sua volta, l'azionariato popolare, consentendo, ove attuato su scala sufficientemente vasta, il reperimento di mezzi finanziari di notevole entità e l'investimento degli stessi nei complessi e nelle imprese di maggiore rilievo, diviene esso stesso un fattore certo non trascurabile dello sviluppo economico dei paesi progrediti.

Nelle aree depresse e sottosviluppate, dove la partecipazione diretta all'azionariato popolare non trova condizioni favorevoli, non si deve escludere che attraverso congrui strumenti di politica economica esso possa

contribuire a determinare un apporto delle zone industrializzate e a più elevato benessere all'industrializzazione delle zone sottosviluppate.

Ed è evidente che le iniziative dei gruppi industriali e degli Enti Pubblici in questo settore sarebbero facilitate e potenziate ove si potesse ottenere il concorso, mediante pubbliche sottoscrizioni e opportune garanzie, anche dei piccoli risparmiatori.

II. - L'azionariato popolare non esclude, pur non identificandosi con essa, la partecipazione azionaria dei dipendenti di una impresa, impiegati e lavoratori, al capitale dell'impresa stessa.

Le imprese ed i gruppi che provvedono secondo esperienze già in atto a collocare una percentuale delle loro azioni a speciali condizioni fra i propri dipendenti, determinano un interessamento psicologico e pratico all'investimento azionario in vari strati sino ad oggi estranei a questa forma di proprietà.

Tale interessamento è destinato a dilatarsi oltre i limiti iniziali per abbracciare zone più vaste, riflettendosi anche su altre imprese e sulla diffusione degli investment trust.

In questo senso le iniziative già in atto di grandi società per azioni, e quelle suggerite dai tempi ormai maturi non possono essere ricondotte entro gli schemi del vecchio azionariato operaio concepito come una forma di superamento del rapporto « imprenditore-lavoratore » ma costituiscono una forma speciale caratteristica di azionariato popolare.

III. - Se l'interessamento e l'investimento azionario dei percettori di redditi di massa (impiegati, operai, titolari di piccole imprese e di attività terziarie) si avverte non appena viene raggiunto un determinato livello del reddito globale del paese e del reddito medio pro-capite, è indubbia la necessità di stimolare questa tendenza, provocandola là dove tarda a rivelarsi e potenziandola quando essa assume consistenza.

IV. - Gli strumenti idonei per conseguire tale finalità possono diversamente configurarsi e caratterizzarsi: a) sotto l'aspetto economico fiscale; b) sotto l'aspetto sociologico (psicologia sociale); c) sotto l'aspetto giuridico e istituzionale.

a) sotto il profilo fiscale occorre approfondire l'opportunità di provvidenze di esenzione o comunque di un particolare trattamento tributario atto a incoraggiare il piccolo risparmiatore azionista e a consentire la costituzione di fondi speciali esenti dalla imposta di ricchezza mobile nei bilanci delle s.p.a.;

b) i fattori sociologici o di psicologia sociale, operando nel settore risparmio e investimento popolare, sembrano suggerire una azione a vasto raggio atta ad eliminare diffidenze e prevenzioni e a creare l'interessamento dei percettori di redditi di lavoro verso forme di risparmio reale come l'azionariato, meno soggette ai rischi monetari e aperte alle plusvalenze conseguite dalle maggiori imprese in un ambiente economico in sviluppo.

I mezzi per determinare e dilatare questa nuova coscienza azionaria non possono essere retoricamente propagandistici, incardinandosi invece sulla chiarezza dei bilanci, l'ampiezza delle informazioni aziendali, la fine dell'ermetismo contabile, la partecipazione effettiva dell'azionariato alle delibere sociali, sollecitata e non ostacolata dai consigli d'amministrazione;

c) fondamentali ed improrogabili appaiono gli strumenti giuridici apprestati o da apprestarsi per il conseguimento dei fini propri all'azionariato popolare.

Eliminato definitivamente il predominio di minoranze privilegiate attraverso la sopravvivenza dell'azione a voto plurimo già vietate dal codice in vigore, ma non eliminate nella pratica e ancora protette da certa giurisprudenza, i vari complessi normativi che regolano la s.p.a. dovranno adeguarsi secondo i suggerimenti formulati da giuristi qualificati alle esigenze della moderna società economica, di cui l'azionariato popolare come capitalismo di massa costituisce un aspetto importante e significativo.

L'annunciata legge sulla disciplina a tutela della concorrenza potrà contenere, come si ritiene, opportune norme integrative sulla s. p. a., idonee allo scopo. La commissione parlamentare presieduta dall'on. Tre-melloni sta lavorando in questo senso.

Una « piccola riforma » della disciplina politica della s. p. a. dovrà ad ogni modo considerare la necessità di accogliere e tutelare le nuove esigenze, sia consentendo deroghe limitate al diritto di opzione, onde facilitare l'emissione di azioni a carattere popolare, sia caratterizzando particolari categorie di azioni, sia affrontando i due problemi fra loro connessi dell'efficace tutela delle minoranze e del controllo degli azionisti sulla gestione sociale.

Sembra quindi necessario superare il preconcetto di una categoria di azioni popolari prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie, togliendo così alla proprietà azionaria la sua prerogativa morale e giuridica.

Degne di considerazione appaiono invece le clausole statutarie che potrebbero assurgere a norma di legge, circa il cumulo dei voti e delle deleghe, opportunamente limitate, non consentendosi anche se non limi-

tatamente la cessione in amministrazione delle azioni popolari a particolari enti, onde evitare che esse divengano strumento di manovra di gruppi finanziari.

Dal punto di vista istituzionale, l'organizzazione delle borse valori, di cui deve essere riconosciuta la funzione ineliminabile per il reperimento del risparmio ai fini produttivi, deve tuttavia trovare nella sincerità delle informazioni e nel controllo pubblico dei bilanci necessari elementi affinchè i giudizi di valore, sia pure proiettati nel futuro come deve avvenire nel mercato azionario, riflettano situazioni reali e previsioni razionali e non siano la conseguenza di vociferazioni non sempre disinteressate.

Attraverso l'azionario popolare, ed è questa la conclusione di sintesi, il sistema economico fondato sulla iniziativa e sulla proprietà privata nei suoi più recenti aspetti e atteggiamenti di carattere sociale può dimostrare la sua persistente vitalità proprio attingendo le sue migliori energie dalla massa dei percettori dei redditi di lavoro, che sono al tempo stesso i consumatori dei beni prodotti e chiamando questi lavoratori consumatori, veri protagonisti del processo economico nella società di oggi ed ancor più in quella di domani, a intervenire anche nella fase terminale dei finanziamenti a fine di investimento.

Per questo l'azionario popolare deve essere giuridicamente presidiato, affinchè non devii verso fini angustamente privatistici e particolaristici, rimanendo, così come deve essere concepito e attuato, strumento operante di un sistema economico tecnicamente e socialmente progredito.

CARLO EMILIO FERRI

*Pavia, Università.*

## PROBLEMI E INTERROGATIVI DELL'AZIONARIATO POPOLARE

Ho accettato molto volentieri il compito di presiedere questa Tavola Rotonda, perchè considero l'argomento verso cui oggi si rivolgeranno le nostre esplorazioni — di altissima importanza per l'immediato futuro del nostro Paese. Ho avuto occasione nel discorso al Senato del 4 ottobre del 1960 che era sostanzialmente l'esposizione più dettagliata delle linee di politica economica e finanziaria di questo governo già preannunziate in sintesi nelle dichiarazioni programmatiche del Presidente del Consiglio — di indicare l'intenzione di governo di favorire la diffusione dell'azionariato popolare. Perciò, accantonando per il momento le ragioni che hanno suggerito una certa prudenza nella realizzazione di questo determinato strumento e nella impostazione di provvidenze legislative su una materia che ha bisogno di molta meditazione e di molto studio — e il contributo di questa Tavola Rotonda sarà di primissimo ordine — desidero qui ricordare che le intenzioni del governo riposano sopra alcune considerazioni base.

In primo luogo io considero la diffusione dell'azionariato popolare come un fenomeno di grossa portata sociale. La diffusione della proprietà mobiliare nella più larga cerchia dei componenti la collettività nazionale, parallelamente a quella politica di diffusione della proprietà immobiliare che è in atto da decenni, rappresenta un completamento di tutto un complesso di strumenti rivolti a difendere una stabilità sociale che, nella stabilità di determinati ordinamenti giuridici, vuole servire la causa del progresso e del benessere. Quindi una prima portata di ordine politico sociale, nel migliore significato dell'espressione. Vorrei dire che proprio l'azionariato popolare, a mio avviso, è una delle corsie fondamentali della grande strada del benessere che il popolo italiano sarà chiamato a percorrere per raggiungere quei traguardi di ordine economico e sociale, che intendiamo e sappiamo essere nella possibilità del prossimo decennio.

Vi è una seconda ragione, da parte del governo, di insistere nella diffusione dell'azionariato popolare, perchè riteniamo possa essere strumento

di accentuazione di quella virtù del risparmio che è stata sempre e fortunatamente una delle migliori tradizioni del popolo italiano. Accentuazione della virtù del risparmio e una certa educazione psicologica del risparmiatore, che portino a una qualificazione diversa del risparmio con tutte le conseguenze che sul piano della politica economica possono naturalmente derivare.

E vengo alla terza considerazione, cioè l'indicazione dell'azionariato popolare nel quadro di una programmazione generale della politica economica in cui sappiamo essere fondamentale la programmazione degli investimenti a medio e a lungo termine, ove la diffusione dell'azionariato popolare può essere determinante per scelte libere o incentivate di determinati tipi di investimento. A questo punto la mia introduzione, sarebbe finita. Ma sarei tentato di portare qui una problematica relativa alla materia, un elenco di interrogativi, in parte già esauriti dal Professor Ferri. Ne prendo alcuni con una dichiarazione che doverosamente debbo fare. Io sono qui rappresentando esclusivamente me stesso e non nella responsabilità di governo, non come uomo responsabile anche se cercherò di non essere irresponsabile. Poichè trattandosi di una materia estremamente delicata come quella che tocca i valori mobiliari, è chiaro che la presenza del governo potrebbe sempre dar luogo a equivoci e prestarsi a determinati orientamenti che evidentemente possono anche non essere quelli che emergeranno dalla Tavola Rotonda. Quindi la mia presenza è personale, pur dicendovi che il ministro del Bilancio ha un enorme interesse a sentire le conclusioni perchè si avvicina il momento in cui bisognerà pure dare vita a determinati strumenti per cominciare a camminare.

\* \* \*

Il Professor Ferri dice di non confondere l'azionariato popolare con l'azionariato operaio. E' chiaro che si tratta di due fenomeni completamente distinti. Vi possono tuttavia essere delle aree comuni in cui azionariato popolare e azionariato operaio si incontrano, anche al di là della constatazione che il risparmiatore può essere un operaio. Sarei molto lieto se questa fascia comune tra i due azionariati potesse suggerire qualche meditazione. In secondo luogo, dobbiamo pure chiederci quali possono essere i modi più opportuni per allargare l'area dell'azionariato popolare. Crediamo di dovere operare esclusivamente sopra il fenomeno del risparmio volontario incentivato o non incentivato? Oppure il nostro amore di studio ci può portare a considerare l'ipotesi che in determinati momenti possa essere socialmente utile impostare qualche altra forma? Posso subito dire — e qui naturalmente parlo a nome del Governo — che non vi è oggi

intenzione di venire meno alla linea che è sempre stata seguita soprattutto negli anni '50, di lasciare alla volontarietà del risparmio la formazione interna di capitale rinunciando a impostazioni di risparmio direttamente o indirettamente forzato. Quindi se vi è interesse a una esplorazione di questo aspetto del problema, esso è unicamente del modesto studioso e non dell'uomo politico che dichiara in questo momento non attuale una impostazione di politica di risparmio che non sia di risparmio volontario. Abbiamo un problema relativo all'orientamento cui potremmo arrivare nell'azionariato popolare: riteniamo sia più opportuno favorire l'investimento diretto del singolo verso un determinato valore mobiliare; o riteniamo invece che la formula indiretta di giungere all'investimento in valori mobiliari attraverso enti appositi sia la formula più opportuna; o riteniamo di dovere incoraggiare l'una e l'altra formula? Riteniamo che l'azionariato popolare sia più felicemente realizzabile guardando singolarmente a diverse aziende oppure genericamente a complessi o gruppi di aziende? Questo dipende dalla risposta che diamo ad altre domande, perchè domande di questo genere potrebbero cadere a seconda delle risposte che diamo ad altri interrogativi. Riteniamo vi siano ostacoli fiscali, che debbano essere rimossi nell'interesse della diffusione di questo azionariato — sempre cioè dell'azionariato che vuole rispondere a determinate finalità d'interesse collettivo — e quali potrebbero essere queste facilitazioni? Riteniamo che l'investimento da parte del risparmiatore popolare debba essere lasciato a possibilità di smobilizzi? Penso soprattutto agli eventuali investimenti che hanno alla base una facilitazione magari notevole da parte governativa. Riteniamo allora sia utile lasciare una possibilità di capitalizzazione e di realizzazione immediata della facilitazione che può essere alla base, o riteniamo invece che il corrispettivo di questa facilitazione debba essere connesso a una certa stabilità di mantenimento dell'investimento se ciò si rendesse necessario? Riteniamo possa essere necessario e opportuno avere determinati enti che grosso modo vorrebbero essere non di difesa del titolo ma sostanzialmente dei risparmiatori popolari possessori di quei titoli qualora un processo di smobilizzazione incidesse troppo profondamente sul mercato? Riteniamo che l'azionariato popolare debba essere orientato prevalentemente verso le azioni così dette di comando o verso quelle azioni privilegiate nel dividendo e nella distribuzione in sede di liquidazione del capitale, azioni che sono già contemplate dal nostro codice e per cui una loro maggiore diffusione non rappresenterebbe affatto una rivoluzione del sistema ma una più larga applicazione del sistema?

Venendo all'ultimo degli argomenti toccati dal professor Ferri, riteniamo sia necessario arrivare sollecitamente a una riforma del sistema

delle società per azioni? E riteniamo che i lavori già discretamente avanzati e di cui parecchi dei presenti responsabilmente conoscono le risultanze possano avere esaurito la materia societaria, o non sentiamo invece che vi sono interrogativi rimasti nell'aria? Per cui, ammettendo senz'altro che gli aspetti giuridici siano stati tutti approfonditi, restano ancora in posizioni incerte aspetti fondamentali di ordine economico?

La lista degli interrogativi potrebbe essere molto più lunga, ma continuandola abuserei della mia posizione di presidente, soprattutto se dimenticassi che tutta la economia dei lavori comporta di arrivare a conclusioni nel breve giro di ore antimeridiane e pomeridiane.

GIUSEPPE PELLA

*Roma.*

## L'AZIONARIATO POPOLARE IN GERMANIA

Il principio fondamentale dell'azionariato popolare in Germania è legato strettamente al concetto della « soziale Marktwirtschaft », cioè di una economia sociale di mercato la quale, per definizione, lascia ampio spazio all'iniziativa privata, rivolgendo tuttavia una particolare attenzione agli aspetti sociali della politica economica.

Nel quadro di questa politica sociale modernamente concepita e nel quadro di un capitalismo di massa, la tendenza ad una migliore distribuzione della ricchezza ha un ruolo decisivo. Al proletariato indigente di una volta, che scorgeva la tutela dei suoi interessi soltanto nella lotta di classe e nel radicalismo, si vuole sostituire oggi l'operaio e l'impiegato compartecipi ai mezzi di produzione. E l'azionariato popolare è uno degli strumenti ritenuti più adatti a realizzare e promuovere l'idea della formazione e del frazionamento della ricchezza. La struttura giuridica del titolo azionario offre la possibilità di investire anche piccole somme, rendendo accessibile alle larghe masse una forma di ricchezza che offre una garanzia relativamente alta per la stabilità di valore dell'impiego e facendo partecipare il risparmiatore-azionista al progresso economico della sua impresa.

L'azionariato popolare è un concetto più ampio di quello dell'azionariato operaio. Fra le due forme esistono però evidenti affinità nel senso che l'una forma dell'azionariato può essere considerata il complemento dell'altra forma. Essi possono essere compresi sotto il concetto superiore dell'azionariato di massa.

L'idea che l'azionariato popolare possa rappresentare un idoneo strumento per far partecipare i meno abbienti all'espansione dell'economia, rappresenta soltanto uno dei lati del problema. Dal piccolo redditiere, quasi sempre ignaro delle leggi economiche e di borsa, non può pretendersi che acquisti i suoi primi titoli azionari alle alte quotazioni di borsa con notevole rischio; egli deve invece poter acquistare tali titoli a condizioni di favore. Questa possibilità — astraendo dall'azionariato prettamente operaio — è data solamente con l'intervento dello Stato; ed a tale proposito si ha in Germania una situazione favorevole. Infatti lo Stato possiede un

certo numero di aziende il cui valore attuale viene stimato ad almeno 5 miliardi di marchi, ossia circa 750 miliardi di lire. Tale possesso statale rappresenta la necessaria « *materia prima* » che lo Stato è disposto ad usare per l'emissione di azioni popolari. Secondo l'opinione prevalente in Germania, lo Stato non deve entrare in concorrenza con l'economia privata ed il possesso di imprese da parte dello Stato non è ritenuto uno strumento indispensabile affinchè esso possa attuare la sua politica economica e congiunturale. Tale tesi, tuttavia, anche da noi non è incontrastata. Il maggior partito di opposizione in Germania è d'avviso che lo Stato stesso, erendosi ad impresario, possa esercitare un'utile funzione moderatrice ed evitare eventuali abusi. I partiti di Governo, e nelle probabili future tendenze più di prima, invece ritengono che lo Stato debba rimanere al di sopra e al di fuori del processo economico vero e proprio e che debba pur operare con tutti gli strumenti della politica economica, ma non con la figura dell'imprenditore.

Adeguandosi a questi criteri si ebbe una prima possibilità di realizzare praticamente l'idea dell'azionariato popolare nell'anno 1958, allorquando la Preussag (Preussische Bergwerks- und Hütten - AG) progettò di aumentare il capitale azionario da 75 a 105 milioni di marchi. La Preussag opera principalmente nel settore minerario e siderurgico nonché del carbone, del petrolio e del potassio ed occupa complessivamente circa 22.000 dipendenti. Sarebbe stato senz'altro possibile alla Preussag di collocare sul normale mercato azionario i 30 milioni di marchi di aumento di capitale. Ma il Governo Federale si valeva dell'occasione per compiere il primo esperimento di emissione di azioni popolari, e la Preussag venne pertanto indotta ad emettere, per il controvalore di 30 milioni di marchi, azioni da cento marchi nominali ognuna, riservandole esclusivamente a redditieri piccoli e medi. Nessun acquirente delle nuove Preussag doveva avere un reddito annuale superiore a 16.000 marchi e nessuno poteva acquistare più di 5 azioni. Le azioni stesse non sono state emesse al valore nominale, ma a 145 DM per ogni azione da 100 DM, dato che esse, a giudizio dei competenti, erano state valutate fra i 145 ed i 169 marchi. Contrariamente a quanto molti ritenevano, i 30 milioni di DM sono stati superati in pochi giorni, e precisamente sono stati sottoscritti 100 milioni di DM da oltre 200.000 interessati. Visto questo successo il Governo Federale mise a disposizione, dal suo proprio pacchetto, azioni per un valore nominale di 53 milioni di DM, in modo che si son potuti emettere titoli azionari con la qualifica di popolari, per 83 milioni di DM. Il numero dei nuovi azionisti così creato è superiore ai 200.000 fra i quali si contano, insieme ad impiegati, donne di casa, liberi professionisti,

impiegati di Stato e piccoli artigiani, anche circa il dieci per cento di operai. La percentuale piuttosto bassa di operai si spiega col fatto che il partito socialdemocratico ed i sindacati operai avevano tentato di disturbare propagandisticamente l'iniziativa dell'emissione di azioni popolari della Preussag, senza aver tuttavia potuto evitare che circa 22.000 operai si decidessero per l'acquisto di azioni. Con questa iniziativa della Preussag, il numero degli azionisti esistenti in Germania, che era di circa 500.000, saliva ad oltre 700.000.

Nel realizzare questo esperimento occorreva fin dall'inizio preoccuparsi che le azioni emesse a titolo di azionariato popolare rimanessero effettivamente tali, che cioè fosse evitata una successiva concentrazione in poche mani, con la conseguenza che invece dello Stato fossero una o poche persone private ad avere voce determinante nelle sorti della Preussag. Ciò è stato assicurato vietando per statuto societario la cumulazione del diritto di voto. Infatti nessun azionista della Preussag può rappresentare nell'assemblea più di un millesimo di tutti i voti, cioè più di un capitale nominale di 105 mila DM. Tale disposizione evidentemente non colpisce gli azionisti popolari che mai possiederanno azioni per un valore nominale superiore a 105.000 DM, ossia quasi 16 milioni di lire. Tale limitazione offre la migliore garanzia affinchè sia mantenuto un largo frazionamento del possesso azionario. Grandi azionisti che volessero tentare di aggirare con dei prestanome questo divieto di cumulo, incontrerebbero difficoltà praticamente insormontabili, dovendo operare con molte dozzine di interposte persone.

Che con l'esperimento delle azioni Preussag sembri essersi trovata la via giusta, è confermato anche dal fatto che finora meno del 20% delle azioni popolari emesse nella primavera del 1959 hanno cambiato detentore, pur essendo la loro quotazione salita rapidamente a più di 200 punti, per cui ogni azionista popolare, che le aveva acquistate a 145, avrebbe potuto facilmente realizzare un notevole utile. La quotazione odierna si aggira sui DM. 220, sicché, ancora ora per un primo acquirente sarebbe possibile realizzare un utile non indifferente.

Le esperienze fatte con la Preussag hanno incoraggiato a privatizzare anche la massima fabbrica di automobili europea (la terza del mondo); la Volkswagenwerk, che produce oltre il 40 per cento degli autoveicoli germanici. Dato l'evidente interesse che ovviamente hanno altre imprese in concorrenza con essa di assicurarsene il controllo, occorreva procedere, per questa azienda, con particolare cautela. La legge del 9 maggio 1960, che regola la posizione giuridica della Volkswagen GmbH, la tra-

sformava in società anonima. Il Bund ed il Land Niedersachsen dispongono oggi ognuno del 20% del capitale costitutivo (600 milioni DM).

Il residuo 60% del capitale venne venduto in forma di azioni popolari al portatore del valore nominale di 100 DM ognuna. Per assicurare una larga diffusione della proprietà azionaria, il diritto di voto è stato limitato ad un decimillesimo del capitale. Anche quello delle banche, derivante da depositi dei titoli, è stato limitato al 2% del capitale per evitare una concentrazione nella rappresentanza da parte delle grandi banche all'atto dell'esercizio del diritto di voto. I ceti a medio e piccolo reddito hanno potuto acquistare azioni popolari a condizioni di favore e cioè con un cosiddetto « sconto sociale » in forma di una riduzione del prezzo di acquisto. Tale sconto sociale ammontava, a seconda del reddito dell'interessato, al 10 o al 20%, cui si aggiungeva un'altro sconto speciale per famiglie numerose. L'acquirente che intendeva profittare dello sconto speciale doveva impegnarsi a non cedere i titoli acquistati per la durata dei primi due anni. La sottoscrizione delle azioni popolari, conclusasi nella primavera del 1961, superò ogni aspettativa. Infatti vennero sottoscritte azioni in numero di gran lunga superiore a quelle disponibili.

Con la privatizzazione della Preussag e del Volkswagenwerk il numero degli azionisti è cresciuto in Germania di circa 1,7 milioni per cui oggi in Germania si contano complessivamente circa 2,2 milioni di azionisti. Le esperienze finora fatte dimostrano che proprio i titolari di azioni popolari sono poco proclivi a venderle, per cui anch'essi possono considerarsi veri e propri azionisti. Il possesso di tali azioni in mani di una larga cerchia di piccoli e medi redditieri non può rimanere senza influenza sul loro atteggiamento nei confronti dello Stato e della società. Questi milioni di azionisti, che in precedenza non manifestavano alcun interesse concreto per lo sviluppo industriale, seguono oggi l'andamento della « loro » azienda; ma forse anche quello dell'intera congiuntura industriale.

Sulla privatizzazione della Volkswagenwerk si sono sentite anche voci di critica. Queste si riferiscono in particolare al corso di emissione a suo tempo stabilito e allo sconto sociale, ma anche alla limitazione del diritto di voto. Circa il corso di emissione le critiche fanno osservare che l'andamento della quotazione oltremodo favorevole potrebbe provocare negli azionisti popolari una tendenza alla speculazione, favorendo una mentalità materialistica. E' naturalmente facile criticare il corso ufficiale di emissione a cose fatte e parlare di una svendita del patrimonio statale, e la possibilità di una tale critica deve essere preventivamente messa in conto. Tuttavia non si poteva fissare ad una quota troppo alta il corso di emissione se si volevano guadagnare le masse all'azionariato popolare.

Più seria invece sembra l'obbiezione concernente la limitazione del diritto di voto. Nella prima assemblea generale della Volkswagen A. G. nel luglio 1961 si ebbero alcune utili indicazioni. Mentre non vennero sollevate obbiezioni al fatto che nessun singolo azionista poteva esercitare il diritto di voto per una quota azionaria nominale superiore ad un decimillesimo del capitale sociale, la limitazione, invece, del diritto di voto delle banche in base alle azioni presso di esse depositate a una misura massima del 2% del capitale ha dato luogo a certi inconvenienti. Alcune grandi banche, che per conto dei loro clienti disponevano di azioni « Volkswagen » per una somma complessiva superiore a 12 milioni di DM, non potevano, per la somma eccedente, far valere i diritti dei loro mandanti. In altre parole, le garanzie create dal legislatore al fine di evitare la concentrazione di voti, hanno avuto per risultato che un certo numero di azioni affidate a qualche grande banca sono state private, di fatto, del voto. Pertanto di queste prime esperienze fatte con la Volkswagen A. G. dovrà tenersi conto in futuri casi di privatizzazione di imprese a partecipazione statale. Una soluzione potrebbe forse essere la rinuncia alla clausola del 2%.

Nell'ultima discussione sulla privatizzazione della Volkswagenwerk è stato sollevato anche il quesito se nel processo di privatizzazione di imprese sotto il controllo statale non debba astrarsi completamente dalla osservanza di principi sociali, e procedere invece alla vendita di imprese statali secondo criteri prettamente economici, cedendo l'impresa, per esempio, al maggior offerente. Il Ministro competente ha espresso a suo tempo al riguardo una opinione chiaramente negativa, considerando la cessione di imprese statali come una funzione prevalentemente politica. Criteri diversi si seguiranno soltanto nel caso di piccole imprese che risultassero onerose per lo Stato e che quindi anche ad avviso del Governo Federale dovrebbero meglio essere vendute al maggior offerente. In tal caso, tuttavia, si dovrà dare la preferenza a quelle imprese medie che ne chiedessero l'acquisto. In Germania prevale fortemente l'azione al portatore e pertanto le azioni popolari vendute in Germania sono state finora di questo tipo. Nè si hanno elementi indicativi che per l'azionariato popolare si voglia derogare da tale forma che appartiene alla tradizione germanica.

Tutto lascia prevedere che l'opera di privatizzazione di imprese sotto il controllo statale, intrapresa mediante l'emissione di azioni popolari, continuerà nei prossimi anni.

OTTO MATZKE

Roma, Ambasciata della Repubblica Federale Tedesca.

## CONDIZIONI E MODI DI SVILUPPO DELL'AZIONARIATO POPOLARE

Premetto che in questa occasione tratterò soprattutto nella mia veste di privato studioso, ma al termine del mio intervento farò anche qualche dichiarazione come Presidente dell'Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane, la quale credo abbia titolo per interloquire nella discussione di un tema di così alta importanza economica. Nell'ordine del giorno è preannunciato un mio intervento per alcune osservazioni in materia di azionariato popolare, se non che l'apertura fattaci dal nostro illustre Presidente mi consiglia di mutare totalmente il tema dell'intervento medesimo. Egli infatti ci ha assai opportunamente posto dei quesiti, che esigono chiare risposte da parte di coloro che si occupano dell'argomento. Invece di fare alcune osservazioni, come avevo preannunciato, mi riprometto quindi di entrare nel merito di una parte almeno degli interrogativi che ci sono stati rivolti.

Premetto anzitutto che ho ascoltato con profonda soddisfazione le dichiarazioni dell'Onorevole Pella in merito all'indirizzo del Governo riguardo al processo di formazione del risparmio, poichè, pur invitandoci a considerare anche l'eventualità di ricorrere a forme non volontarie di risparmio, ha affermato che non c'è nessuna intenzione di ricorrere a mezzi coercitivi. Debbo dichiarare che sono profondamente preoccupato della quota crescente che rappresenta, nel complesso del risparmio nazionale, quello che non è frutto di spontanea accumulazione da parte dei risparmiatori: la quota del risparmio non volontario va aumentando in misura che potrebbe divenire allarmante per molteplici motivi, che non ho bisogno di illustrare in un'accoglia di esperti così altamente qualificati. Il risparmio familiare volontario fortunatamente va aumentando, ma in una misura relativamente minore di quella del risparmio totale, poichè risparmio cosiddetto pubblico, autofinanziamento e risparmio contrattuale costituiscono una quota crescente del complesso, onde l'ammontare relativo del risparmio familiare va diminuendo. Sul fenomeno va richiamata

l'attenzione di tutti coloro che si occupano di problemi economici e di sviluppo in particolare, poichè esso è destinato ad avere vaste ripercussioni non favorevoli.

Confermando che a mio giudizio non si dovrebbe propugnare lo sviluppo dell'azionariato popolare ricorrendo a forme di risparmio coattivo, apertamente o mascheratamente, passo a considerare il quesito che ci è stato rivolto per ultimo, ma che per ordine logico io metterei per primo: è necessaria una riforma delle s. p. a.? La risposta ai giuristi. Dal punto di vista economico ritengo che essa debba essere affermativa e aggiungo che bisogna mettere l'accento anche sull'istituto dei Sindaci, che costituisce uno degli aspetti essenziali della riforma agli effetti dello sviluppo dell'azionariato popolare.

Altro quesito: investimento diretto o indiretto? A mio giudizio, in via immediata non possiamo illuderci di promuovere in larga misura un azionariato popolare diretto. Prima che si creino le condizioni sufficienti per un ampio sviluppo dell'azionariato popolare, occorre puntare sull'investimento indiretto, rappresentato dalla costituzione e dal funzionamento di società di investimento, che dovrebbero preparare la via alla successiva diffusione dell'investimento diretto da parte di numerosissimi risparmiatori.

Altro interrogativo non meno complesso: dobbiamo lasciare a queste azioni popolari, per ora chiamiamole così, libertà di negoziazione o dobbiamo invece porre dei vincoli come corrispettivo di facilitazioni, specialmente di carattere fiscale, che verranno accordate ai rispettivi intestatari? La risposta è collegata ad un altro quesito: riteniamo che ci si debba orientare verso azioni di comando o privilegiate nel dividendo o nella distribuzione del capitale? Ecco il punto cruciale, poichè ho l'impressione che molti ritengano di risolvere il problema con la creazione di un titolo speciale, autonomo rispetto agli altri titoli azionari emessi dalle medesime società. Ora dichiaro che dissento profondamente da questo punto di vista. A mio parere sarebbe inopportuna la creazione di speciali categorie di titoli emessi dalle stesse società, categorie che verrebbero fatalmente a costituire dei compartimenti stagni, con riflessi nettamente negativi sul processo di formazione dei corsi.

Il nostro mercato mobiliare è un mercato ristretto ed è appunto in dipendenza di questa caratteristica, destinata a perdurare ancora a lungo, che assistiamo ad incessanti e sensibili sbalzi di prezzi, i quali sono una condizione del tutto negativa per lo sviluppo dell'azionariato popolare. Io penso che si debba favorire la diffusione dell'azionariato con la creazione di azioni di piccolo taglio, accessibili a tutte le borse, senza proporsi di

creare dei nuovi titoli che vadano a determinate categorie. Solo così assicureremo una nutrita circolazione dei titoli nel mercato mobiliare, che costituisce una condizione essenziale per la formazione di prezzi non eccessivamente fluttuanti nel corso del tempo.

Io sono contrario a tutte le azioni caratterizzate da speciali diritti e ciò non per motivi demagogici, ma per ragioni economiche, poichè quanto più si creano dei titoli speciali per l'uno o per l'altro motivo, tanto più si riduce il flottante di ciascuna categoria di titoli, rendendo i corsi più fluttuanti, a danno dei risparmiatori meno informati ed esperti.

Quali altre circostanze occorre considerare per uno sviluppo dell'azionariato popolare? L'On. Pella ha accennato alle facilitazioni fiscali. Le concessioni a favore dei piccoli azionisti mi pare che siano una condizione pregiudiziale e altrettanto auspicabili sono quelle a favore delle società che si proporranno di favorire lo sviluppo in parola. Vi sono poi da considerare le condizioni fiscali riguardanti il mercato mobiliare, ma su questo argomento non entro, per non mettere in imbarazzo il nostro illustre Presidente.

A mio giudizio, le condizioni pregiudiziali ad un sano e rapido sviluppo dell'azionariato popolare sarebbero queste: riforme giuridiche che consentano un più serio controllo del funzionamento delle s. p. a. di ogni categoria; vaste ed aggiornate informazioni sull'andamento delle diverse società a favore di tutti gli azionisti; agevolazioni fiscali; educazione psicologica dei risparmiatori. Ritengo che senza la collaborazione degli istituti di credito specializzati nella raccolta del risparmio sia vano illudersi di poter fare un'opera capillare di educazione psicologica dei risparmiatori. L'esperienza mi ha insegnato che il risparmiatore che fa capo alle banche di ogni categoria per depositare il proprio denaro ha una psicologia particolare, di cui bisogna tenere conto. Un fatto soprattutto non va trascurato: egli non ama le ampie fluttuazioni dei prezzi ed aspira a mantenere integro l'importo complessivo del proprio capitale, piccolo o grande che sia. La condizione essenziale per lo sviluppo dell'azionariato popolare va quindi individuata nell'attenuazione delle oscillazioni dei corsi dei titoli a reddito variabile. Credo che saremo tutti d'accordo nel ritenere che le ampie fluttuazioni di borsa degli ultimi due anni sono quanto di più contraproducente si possa immaginare per lo sviluppo dell'azionariato popolare. Soprattutto il piccolo risparmiatore non ha né la competenza né il tempo di seguire le vicende di borsa ed è facilmente impressionabile, onde i rialzi repentini e violenti a lungo andare danneggiano quanto i ribassi. Bisogna quindi studiare ed attuare idonei provvedimenti di carattere giuridico, tecnico e fiscale suscettibili di assicurare una formazione di prezzi

fisiologica, che lasci il necessario campo all'esercizio della speculazione di borsa, indispensabile per il funzionamento di un mercato mobiliare, ma che impedisca gli eccessi ai quali abbiamo assistito. A questo intento bisogna preoccuparsi anche dell'autofinanziamento.

Da anni sostengo la tesi che non si può chiudere gli occhi di fronte a quanto accade a questo riguardo nelle società di ogni dimensione e soprattutto in quelle più vaste. L'autofinanziamento è un presidio economico e finanziario indispensabile in tutte le aziende, ma è questione di misura. Esso deve essere ammesso e anche lodato, ma fino ad un certo limite e finchè questo mezzo di riduzione degli utili annualmente distribuiti vada a potenziare l'azienda esercitata dalla società emittente dei titoli. Ma quando assistiamo al fenomeno di complessi che svolgono una determinata attività e che praticano in misura larghissima l'autofinanziamento destinato ad investimenti in tutt'altri campi, allora io sono convinto che il fenomeno abbia delle caratteristiche patologiche, che esigono degli interventi salutari da parte dello Stato. In primo luogo, le elevate quote di profitti accantonate all'insaputa degli azionisti e del mercato sono una delle cause delle amplificate fluttuazioni dei corsi di borsa, poichè essendo a conoscenza di pochi privilegiati si traducono prima o poi in variazioni di prezzi a spese degli ignari. Quindi l'autofinanziamento dovrebbe essere sempre pubblicamente conosciuto, il che di rado accade. Secondariamente, allorchè si distraggono degli utili che avrebbero dovuto essere distribuiti agli azionisti per fare degli investimenti di carattere eterogeneo ed estranei alla normale attività aziendale, non si concorre allo sviluppo dell'economia del Paese, poichè si creano dei complessi di investimenti che non giovano al progresso tecnico ed economico delle aziende che li effettuano.

Oltre a prendere i provvedimenti necessari per ridurre le eccessive fluttuazioni nei corsi di borsa, ritengo che si debba favorire l'azionariato popolare attraverso il credito. A questo riguardo vi sono Istituti pienamente in grado di fare questa opera di propulsione attraverso la concessione di crediti a tassi particolarmente favorevoli per avvantaggiare l'investimento azionario. Se permettete, a questo proposito mi spoglio della veste dello studioso per assumere quella di Presidente dell'Associazione delle Casse di Risparmio. Qual è l'atteggiamento del sistema bancario in genere verso queste iniziative destinate a sviluppare l'azionariato popolare? Non dobbiamo attenderci una collaborazione entusiastica, poichè lo sviluppo di questa forma di investimento va a detimento dei depositi bancari. Tuttavia posso assicurare che le Casse di Risparmio assumono in materia un ben diverso atteggiamento, poichè si tratta di istituzioni che non mirano a realizzare dei lucri diretti e che pur avendo la legittima ambizione

di accrescere il volume della propria attività si propongono anzitutto di inculcare il risparmio e di educare i risparmiatori. Ecco perchè io sono lieto della circostanza che mi viene offerta per dichiarare pubblicamente che le Casse di Risparmio sono pronte a mobilitare tutte le proprie energie per assicurare lo sviluppo dell'azionariato operaio, quantunque sappiano che questa azione inciderà sul volume dei loro depositi. Come potranno collaborare a tale diffusione? In due modi. In primo luogo, attraverso l'azione di propaganda spicciola svolta ai propri sportelli, che si potrà valere dei vari mezzi di cui esse dispongono. Si pensi che oltre 12 milioni di risparmiatori italiani hanno un conto di deposito presso le Casse italiane, per un importo complessivo di 3.000 miliardi, in continuo aumento. In secondo luogo, esse potranno favorire la costituzione di società di investimento che facciano da cuscinetto, almeno in un primo tempo, nei confronti di quei numerosissimi risparmiatori che non sono educati all'assunzione del diretto rischio di impresa. A tali società esse potranno anche partecipare direttamente, con le necessarie autorizzazioni. Sono convinto che occorre diffondere al massimo la propensione ad assumere i rischi di impresa, moderati tuttavia nel senso che ho detto, onde penso che le Casse saranno in primissima linea nello svolgimento di questa azione, pronte a costituire anche delle speciali società di investimento ed a partecipare a quelle già esistenti. Il Prof. Ferri in apertura di questo convegno ci ha chiesto: E' matura l'Italia per l'attuazione di iniziative dirette allo sviluppo dell'azionariato popolare? Io rispondo che ciò dipende da noi: sarà matura se lo vorremo, se cioè studieremo un complesso di provvidenze che siano destinate a vincere la naturale ritrosia del piccolo risparmiatore ad affrontare direttamente i rischi di impresa. Credo che attraverso uno sforzo concorde sarà possibile raggiungere l'obiettivo in tempo relativamente breve, dando così un valido contributo alla generale espansione dell'economia del Paese.

GIORDANO DELL'AMORE

*Milano, Università Bocconi.*

## DETERMINANTI CONCRETI DELL'AZIONARIATO POPOLARE

Premessa pacifica di questo convegno è l'unanime riconoscimento degli aspetti positivi e dell'interesse generale che una diffusione dell'azionariato ha nei confronti dello sviluppo dell'economia e del benessere generale. Senza ritornare sui presupposti, io vorrei semplicemente avanzare tre brevi osservazioni, che mi pare siano illuminanti per le considerazioni che svolgerò in seguito.

Una prima considerazione, di carattere economico, riguarda la situazione dello sviluppo economico e produttivo italiano in questo momento. Abbiamo una espansione notevole di tutte le iniziative di carattere produttivo ed economico; parallelamente, forse per la prima volta nella storia dell'economia italiana, ci troviamo di fronte a una evidente minore disponibilità di mano d'opera. Fenomeno estremamente importante. Infatti questa minore disponibilità di mano d'opera dipende non soltanto dal largo suo assorbimento da parte delle iniziative produttive ed economiche, ma anche dalla generale tendenza a una riduzione del volume delle prestazioni dei singoli operatori e dei singoli lavoratori. Assistiamo a un abbreviarsi progressivo della durata della vita lavorativa e a un abbreviarsi degli orari di lavoro settimanali, sicchè tutto cospira a una diminuzione della disponibilità di mano d'opera. A questa situazione di fatto, nuova ed economicamente importantissima, fa fronte viceversa una tendenza generale allo sviluppo dell'economia e a quello di nuove iniziative produttive.

L'unico modo di ovviare a questa contraddizione è un incremento degli investimenti, in quanto essi solo permettono di aumentare il rendimento e l'efficienza di questa mano d'opera che diviene sempre meno disponibile. Ma nel tempo stesso in cui, per la minore disponibilità di mano d'opera, cresce la necessità di capitali, anche la disponibilità di questi ultimi tende a diminuire. Basti ricordare le quote sempre crescenti di risparmio che vengono altrimenti devolute e altrimenti investite, ad esempio dagli istituti previdenziali, le cui possibilità di investimento sono limitate dalla loro

stessa natura istituzionale; basti riflettere all'aumento degli interventi da parte dello Stato sia nei confronti delle infrastrutture, sia nei confronti di iniziative produttive dirette. Ci si renderà così conto di quale parte sempre crescente e più importante del risparmio nazionale venga sottratta agli investimenti produttivi di carattere privato ed individuale. Fra i vari elementi che tendono a limitare la disponibilità di capitali gioca anche l'auspicato e fortunato spostamento dei redditi dalle mani dei grandi reddituari di capitale ad incremento delle disponibilità da parte dei piccoli reddituari da lavoro, dei piccoli risparmiatori. S'impone quindi la necessità economica fondamentale di richiedere, incoraggiare, auspicare la diffusione dell'azionariato fra i piccoli risparmiatori.

Una seconda ragione che mi sembra molto importante è di carattere sociale: questo sviluppo della economia, questo miglioramento della situazione economica della comunità, interessa certamente in modo particolare i piccoli reddituari, i prestatori d'opera, che sono quelli che potenzialmente dovrebbero e dovranno maggiormente beneficiare di questo sviluppo. E' pertanto socialmente auspicabile che questi operatori possano collaborare direttamente e sentirsi direttamente interessati a questo sviluppo, il quale come dicevo è alla base del miglioramento stesso della loro situazione economica; che vi collaborino, cioè, non soltanto attraverso la prestazione della loro opera ma anche con l'apporto dei loro risparmi.

E finalmente vi è un terzo aspetto al quale ha accennato, e mi ha fatto molto piacere, l'On. Pella, aspetto che chiamerei di carattere politico-economico. Se è vero, come è vero, che lo sviluppo dell'economia italiana richiederà sempre maggiore apporto di capitali; se è vero che quote crescenti del risparmio nazionale sono oggi devolute e oggi impegnate in altre direzioni, che non le rendono disponibili a questi effetti, è evidentemente necessario trovare il modo di convogliare liberamente verso gli investimenti produttivi privati tutta quell'altra massa di risparmio, oggi dispersa e suddivisa in piccoli rivoletti. Questo a prevenire il grave pericolo di un crescente intervento dei pubblici poteri sia nel senso di forme di risparmio forzoso od obbligatorio, sia nel senso di interventi diretti in quegli ambiti, che viceversa tradizione e raziocinio vorrebbero riservati alla iniziativa privata.

Premesse queste tre osservazioni di carattere economico-sociale e politico-economico, ci si domanda: se siamo tutti così persuasi della utilità se non addirittura della necessità di questa diffusione dell'azionariato, come mai, almeno in Italia, esso è tuttora contenuto in limiti così ristretti? Agli effetti di una tale diagnosi mi è parso potesse essere interessante

esaminare brevemente le ragioni che ostacolano, in Italia, una maggiore diffusione dell'azionariato.

Una prima remora importante che noi dovremo eliminare è di carattere psicologico; non c'è dubbio, che il piccolo risparmiatore, il piccolo reddituario ha una sorta di diffidenza nei confronti dell'investimento azionario. La grande finanza, la Borsa, le grandi società sono, per il piccolo risparmiatore, qualche cosa di misterioso, di oscuro; si ha la sensazione che si tratti di un mondo separato, un mondo chiuso, a sé stante, di cui il piccolo e medio risparmiatore non può valicare la soglia, nei confronti del quale esso sente, oserei dire, quasi un complesso di inferiorità. Questa remora psicologica dev'essere assolutamente dissipata se vogliamo in qualche modo contribuire alla diffusione dell'azionariato. Come? Evidentemente l'elemento oggi più efficace è quello della informazione aperta, chiara, interessante. Cerchiamo di educare il risparmiatore piccolo e medio, il risparmiatore potenziale, a questa tecnica; introduciamolo in questo mondo che per lui è piuttosto misterioso, mentre è assai meno complicato di quanto non sembri. A questi effetti vorrei permettermi di dare qualche indicazione, di sottoporre alla considerazione della Tavola Rotonda qualche idea molto spicciola, come è nel mio temperamento. Abbiamo oggi finalmente nelle scuole un corso di educazione civica; perchè non sarebbe possibile, nell'ambito di questa disciplina, introdurre qualche nozione che chiarisca ai giovani qual è il funzionamento di questa tecnica finanziaria, di questa tecnica societaria, di questa tecnica degli investimenti? Utilizziamo la stampa, ma non la stampa economica specializzata, non — mi scusino i Professori qui presenti — gli articoli di alta scienza economica e finanziaria; ma la stampa, gli articoli di divulgazione per illustrare il funzionamento e le possibilità dell'investimento azionario, i diritti e i doveri di un possibile modesto, piccolo risparmiatore. Sempre per restare nel pratico, abbiamo oggi alla Televisione forme di manifestazioni estremamente interessanti, che vanno dalla Tribuna politica alle interviste e discussioni con personalità eminenti: perchè non fare qualche trasmissione televisiva in cui si chiamino potenziali piccoli risparmiatori a incontrarsi con tecnici del mondo finanziario ed azionario? Io credo che manifestazioni di questo genere susciterebbero un interesse grandissimo e potrebbero avere una utilità concreta.

Seconda remora importante, a mio giudizio, e alla quale è già stato largamente accennato, è quella della paura del rischio: il piccolo risparmiatore — mi rincresce di dissentire dal Professor Demaria — ha paura del rischio per quanto riguarda il capitale investito, del rischio per quanto riguarda il reddito. Che sia giusto o che sia sbagliato, non discuto: è

un dato di fatto. Penso che questa sia un'altra remora, un altro problema che dev'essere risolto se vogliamo veramente incoraggiare l'azionariato popolare. Come? Si è già accennato alla possibilità di operare offrendo a questi potenziali piccoli risparmiatori tipi diversi di azioni, nei confronti delle quali questo rischio, sia per quanto riguarda il capitale, sia per quanto riguarda il reddito, risulti ridotto. Condivido pienamente quanto ha detto il Professor Dell'Amore quando ha affermato di essere contrario a questa diversificazione nei tipi di azioni; tuttavia non sarei così drastico nel condannare senz'altro l'istituto delle azioni privilegiate. Come ha detto l'Eccellenza Pella, questo istituto esiste; più o meno diffusamente operante, ma esiste. Può ben darsi che esso non sia un mezzo risolutivo per attenuare la remora della paura nei confronti del rischio: le recenti emissioni di azioni privilegiate e le relative quotazioni in Borsa dimostrano che il pubblico dei piccoli risparmiatori potenziali è scarsamente sensibile alla garanzia offerta da queste azioni privilegiate; ma non è ragione sufficiente per escluderle a priori. Soluzione più efficace in sede di ripartizione di rischio, è tuttavia, a mio giudizio, quella offerta dalle società e dai fondi di investimento; perchè non c'è dubbio che società e fondi di investimento sono oggi i mezzi più pratici e più accessibili per attenuare il rischio nei confronti sia del capitale sia del reddito.

Altra preoccupazione del piccolo risparmiatore, altra remora importante è la esigenza che giustamente ha il piccolo risparmiatore di un facile e rapido smobilizzo. Non faccio il difensore d'ufficio o l'avvocato delle società e dei fondi di investimento, ma credo che anche a questi effetti, sia pure con le necessarie cautele, i fondi di investimento e le società di investimento siano lo strumento più adatto per facilitare lo smobilizzo di piccoli investimenti senza che se ne abbia una diretta, immediata e pericolosa ripercussione sugli andamenti di Borsa.

C'è un'altra difficoltà alla quale vorrei accennare: la sensazione che il piccolo risparmiatore ha di essere scarsamente competente, di disporre di elementi insufficienti per compiere la sua scelta all'atto dell'investimento. Il piccolo e il medio risparmiatore fanno investimenti molto importanti e impegnativi quando comprano la mucca, il praticello, l'alloggio nel quale abitano; ma in quell'ambito si sentono competenti; di fronte al mondo misterioso della Borsa hanno la sensazione di essere scarsamente informati e scarsamente competenti. E' stato detto autorevolmente in un recente raduno: state attenti voi che invocate o parlate volentieri della scarsa competenza dei poveri piccoli risparmiatori, di non qualificarli come povera gente incapace, che ha bisogno di essere tenuta sotto tutela; se continua-

rete a insistere su questo tono otterrete il risultato che, come il Tribunale nomina il tutore dei minorenni, così a un certo momento qualcuno nominerà il tutore dei piccoli o dei medi azionisti. Nossignori. Qui non è questione di povera gente o di gente incompetente, alla quale non riconosciamo una sufficiente preparazione; come tutti noi sperimentiamo nella nostra vita quotidiana, questi operatori hanno i pensieri costantemente altrove, al lavoro di tutti i giorni, alla loro famiglia e al campicello. Non possono crearsi una competenza specifica nei confronti di operazioni che, per quanto importanti nella loro economia, sono tuttavia marginali. Noi stessi che gestiamo aziende anche importanti, quando abbiamo bisogno di fare un impianto di produzione di energia o di illuminazione o di condizionamento d'aria, non crediamo affatto di sminuire se chiediamo la consulenza di specialisti: viviamo nell'epoca degli specialisti. Cerchiamo quindi di fornire agevolmente questa consulenza a chi ne ha bisogno, dissipando in questo modo il timore del potenziale piccolo azionista nei confronti della sua incompetenza. Qui possono soccorrere le iniziative alle quali ha accennato il Professor Dell'Amore: consulenza di istituti bancari, consulenza di professionisti che possano oggettivamente guidare l'investitore potenziale; e scusate se ritorno ancora sulle società e fondi di investimento; essi, in materia di competenza, dispongono certamente di mezzi e di possibilità di studio e di indagine quali nessun risparmiatore singolo, neppure il più grande, può avere a disposizione; e quindi se queste società e fondi di investimento offriranno come offrono al piccolo risparmiatore il loro ingente patrimonio di conoscenza e di competenza, essi avranno certamente contribuito a ridurre fortemente la remora della incompetenza.

Altra difficoltà che intralcia la diffusione dell'azionariato è quella dei limiti tecnici inerenti alla modestia, alla piccolezza delle somme singolarmente disponibili: anche qui il Professor Dell'Amore ha accennato autorevolmente alla possibilità che questa difficoltà sia ovvia attraverso una frammentazione, una suddivisione in tagli più piccoli delle azioni. Penso anch'io che questa sia una strada; non escluderei però a priori la possibilità di acquisti rateali; soluzione che può essere facilitata attraverso le Società ed i fondi di investimento: acquisto rateale a misura che il risparmio piccolo e modesto va formandosi ed aumentando. Sarei, viceversa, piuttosto esitante nei confronti delle soluzioni accennate dal Professor Dell'Amore, quella cioè dell'acquisto a credito; la brevità del tempo non mi consente di esporre i motivi di questa mia perplessità; ma credo siano intuitivi.

Altra remora è certamente costituita dalla diffidenza che molti piccoli risparmiatori hanno nei confronti delle amministrazioni delle

Società alle quali confidano il loro risparmio; essi hanno la sensazione che il gruzzoletto faticosamente raccolto vada a perdersi in un oceano immenso i cui sommovimenti e movimenti sfuggono completamente alle loro possibilità di controllo e di difesa. Purtroppo questo stato d'animo è largamente incoraggiato da una propaganda che non esita a definire tendenziosa; da parte di coloro che presumono di tutelare gli interessi di questi piccoli e medi risparmiatori, mentre non si rendono conto che, viceversa, ne fanno il danno. Ora qui bisogna parlarsi chiaro: l'investimento azionario è un investimento fiduciario, non c'è questione; la fiducia negli amministratori è un elemento determinante e decisivo della scelta che il singolo risparmiatore fa di volta in volta ed è spesso elemento essenziale del valore stesso dell'investimento. Premesso questo, non voglio escludere affatto e minimamente che a questi effetti qualche cosa si possa e si debba fare, soprattutto attraverso quella informativa che già tante volte è stata qui evocata ed alla quale io sono nettamente favorevole; soltanto dico ancora una volta che questa informativa sia una informativa chiara, semplice e interessante. Avendo uno specifico interesse in questi problemi, posso confessare sinceramente di non essere mai riuscito a leggere *tutta* la relazione della Montecatini o *tutta* la relazione della Fiat; anche quando ne ho letto i bilanci ho avuto la netta sensazione che ne capivo assai poco e che molte cose sfuggivano alla mia possibilità di valutazione. Contemporaneamente, e sempre per dissipare questa preoccupazione e questa remora relativa ai misteri della gestione, io penso che azione positiva sarebbe quella di educare gli azionisti a esercitare i loro diritti; qui dovrei entrare nel problema vastissimo della partecipazione alle assemblee, dei poteri che la legge e gli statuti riservano agli azionisti; ma evidentemente il tempo non me lo consente.

Altro argomento, che mi pare non sia stato ancora toccato e che viceversa io ritengo costituisca remora concreta alla diffusione dell'azionariato, è la nominatività. Non credo che la nominatività costituisca soltanto remora grave a causa delle sue implicazioni di carattere fiscale, essa costituisce remora anche e forse soprattutto su quel piano psicologico al quale alludeva il Professor Dell'Amore; il piccolo risparmiatore e l'operaio non vedono nessuna difficoltà, non hanno nessuna esitazione o resistenza a possedere nominativamente il loro alloggetto, la loro cassetta, il loro praticello. Il fatto di apparire nominativamente come il capitalista, come l'azionista che ha investito i suoi soldi nelle azioni della Edison o della Fiat può essere, viceversa, una remora psicologica concreta.

Qui parliamo, naturalmente, di stati di animo e mi vorrete consentire che la psicologia del piccolo risparmiatore americano è sostanzialmente

diversa dalla nostra; comunque è una osservazione che offre alla vostra considerazione, come aspetto accessorio del ben più complesso problema della nominatività.

E' mia convinzione che una soluzione aggiornata e generale di tale problema sia ormai in via di maturazione.

Essa presenta tuttavia oggettive difficoltà, specie sul piano politico, e penso che sarebbe senza dubbio interessante dare inizio a questa inevitabile riforma almeno nell'ambito del piccolo risparmio, operando sia attraverso istituti già esistenti quali quello delle azioni privilegiate, sia attraverso istituti nuovi che possano svolgere una attività specializzata nel senso auspicato.

Problema assai grave, che occorre tenere presente allorchè si parla della diffusione dell'azionariato, è quello della disponibilità di partecipazioni adeguate, da offrire ai risparmiatori potenziali.

Anche questo è un argomento estremamente delicato: l'esposizione del consigliere Matzke ci ha dato modo di considerare un esperimento a questi effetti molto interessante; mi è parso, infatti, di cogliere dalla sua relazione che, a base delle iniziative assunte dal Governo federale tedesco per la distribuzione e la vendita a piccoli e medi risparmiatori di azioni di società controllate dallo Stato, ci fosse anche questa preoccupazione di creare il volume necessario di investimenti azionari per facilitare questa diffusione. Qui in Italia altra soluzione che si è andata delineando e che è stata sperimentata in qualche occasione, è quella di riservare a investitori terzi, piccoli o non piccoli, qualificati o non qualificati, una certa parte degli aumenti di capitale, sottraendola al diritto di opzione. Questo argomento meriterebbe una lunga discussione; permettetemi soltanto di richiamare la vostra attenzione sulle implicazioni di un orientamento di questo genere. Mi permetto di osservare che qui è in discussione il diritto stesso di proprietà; e tanto più viene messo in discussione con soluzioni di questo genere, quando noi osserviamo, come già denunciato da altri interventi, l'importanza che ha in Italia l'autofinanziamento. Siete tutti troppo competenti per non afferrare l'allusione; sorge, cioè, il problema delle riserve e dei sovrapprezzii; sorge il problema della valutazione di questi sovrapprezzii, che non può più essere discrezionale e che, oltre al resto, si pesterrebbe ad abusi notevoli, qualora il sistema dovesse estendersi. Quindi andiamoci adagio: non penso di potere risolvere ed illustrare tutto il mio pensiero su questo argomento, ma guardiamoci dal limitare il diritto di opzione perchè ha in sè implicazioni estremamente gravi.

Due ultime osservazioni, infine, fuori dello schema generale, cui ho cercato di ispirarmi. Azionariato operaio e azionariato popolare. Nessuno

di noi si nasconde che esiste un problema di azionariato operaio; ma non mescoliamo le due cose insieme, perchè esse non hanno assolutamente niente a che fare fra loro, nè per gli scopi nè per le implicazioni relative: sono due cose completamente diverse. Non cerchiamo di contrabbandare un sistema di cogestione attraverso l'azionariato popolare; l'azionariato operaio può essere discusso in qualunque momento e si presenta con aspetti estremamente delicati ed estremamente complessi; ma non confondiamolo con l'azionariato popolare.

In termini di diffusione dell'azionariato nel senso più largo dell'espressione, mi pare si debba tenere presente che l'azionariato operaio, inteso come assegnazione agli operai di azioni della azienda in cui essi lavorano, non solo non risolverebbe quei problemi e quelle remore alle quali ho accennato, ma le renderebbe ancora più gravi.

Esso limiterebbe infatti la libertà e la mobilità del lavoratore, tanto più essenziale in una fase come l'attuale di pieno impiego e di incipiente carenza di mano d'opera. Aumenterebbe notevolmente il rischio in quanto legherebbe alla stessa base il rischio del lavoro e del risparmio. Esaspererebbe i conflitti di interesse, estendendoli anche ad ambiti oggi esenti e creandoli nell'ambito di uno stesso soggetto. Limiterebbe la mobilità e la possibilità di realizzo dei piccoli risparmi. Creerebbe sperequazioni inaccettabili fra lavoratori di aziende similari, solo per il fatto che la struttura differenziata di queste ultime potrebbe consentire agli uni e negare agli altri il beneficio della partecipazione azionaria.

Ciò non esclude affatto che anche l'azionariato operaio possa, in determinate condizioni, presentare aspetti positivi: si tratta però di un istituto estremamente delicato, che non può essere certo imposto in forma coercitiva e che può soltanto trovare una sua applicazione in circostanze e sotto condizioni particolari, da lasciarsi alla responsabilità di coloro che soli possono valutare tutti gli aspetti di un così complesso problema.

Riassunti così quelli che a me paiono essere gli aspetti essenziali del problema che ci interessa, sorge spontanea una domanda: può l'istituto societario, nella sua attuale configurazione, soddisfare adeguatamente a queste necessità?

La risposta è evidentemente positiva. E' però altrettanto evidente che l'istituto societario, di fronte a queste nuove e pressanti necessità, richiederà inevitabilmente alcuni adattamenti e perfezionamenti.

D'altra parte è a tutti noto come la revisione della legislazione societaria sia ormai problema attuale sul piano sia della dottrina sia legislativo.

Gli aspetti della struttura societaria che hanno maggiormente attratto l'attenzione dei riformatori sono la tutela delle minoranze, la redazione

dei bilanci, l'ampiezza delle informazioni e il controllo della rispondenza di tali informazioni e dei dati del bilancio alla realtà economica della vita aziendale e quindi l'istituto dei Sindaci.

Se attraverso tali perfezionamenti ed adattamenti l'istituto societario darà, come certo darà, il suo insostituibile contributo anche alla risoluzione del problema dell'azionariato popolare, esso avrà aggiunto una nuova ed importante benemerenza alle molte che già gli debbono essere riconosciute.

RENATO LOMBARDI

*Roma, Associazione fra le Società Italiane per Azioni.*

## NEOCAPITALISMO E AZIONARIATO POPOLARE

L'azionariato popolare è stato giustamente messo in relazione con lo sviluppo del neocapitalismo. Neocapitalismo e azionariato popolare sono in effetti due aspetti complementari di un unico processo evolutivo, non solo perchè il primo richiede lo sviluppo del secondo, ma anche per il fatto che l'azionariato popolare contribuisce a caratterizzare la natura socio-politica del neocapitalismo.

Quest'ultimo non può essere considerato solo come un nuovo modo di essere del processo produttivo e dell'economia di mercato, il cui cardine fondamentale, così come ha brillantemente messo in evidenza il Professor Ferri, è costituito dal trinomio : produzione di massa, consumo di massa, risparmio di massa.

Lo sviluppo del neocapitalismo ha un significato più ampio che *investe addirittura l'organizzazione socio-politica della collettività*. Come l'avvento del capitalismo è stato accompagnato anche, se non in conseguenza di un nesso strettamente causale, da una vera e propria rivoluzione dell'organizzazione socio-politica, così quello del neocapitalismo trascende il fatto più squisitamente tecnologico ed organizzativo aziendale, perchè ad esso si accompagna, in un rapporto di causazione circolare, una profonda evoluzione della struttura e della dinamica socio-politica.

Tra gli aspetti più salienti di questa evoluzione, tanto per citarne alcuni, sono da ricordare il nuovo ruolo dello Stato nella vita economica, la formazione di nuovi centri decisionali, al di fuori e con aspetti di complementarietà o di antitesi di quelli tradizionali, ed una loro diversa incidenza sulla complessa dinamica delle manifestazioni programmatiche ed esecutive della vita collettiva.

L'azionariato popolare, rappresentando in effetti un allargamento della base sociale dell'impresa, partecipa dei due principali aspetti dello sviluppo del neocapitalismo, quello tecnologico ed organizzativo aziendale, là dove esso permette la necessaria espansione finanziaria dell'impresa, e quello socio-politico, là dove esso contribuisce alla evoluzione o alla formazione di nuovi centri di controllo.

Pertanto dell'azionariato popolare si possono avere due visioni che conviene tenere concettualmente distinte: una, più ristretta, *ispirata e orientata prevalentemente* sulle esigenze interne dell'evoluzione del sistema produttivo, che auspica una convergenza tra le crescenti necessità di espansione finanziaria dell'impresa e l'opportunità di un più accentuato processo diffusivo della proprietà, e che, pertanto, considera l'azionariato popolare come un mezzo per estendere a sempre più larghi strati della popolazione il godimento dei risultati finanziari del processo produttivo; l'altra, più ampia, che, dettata dalla consapevolezza della profonda evoluzione socio-politica alla quale stiamo assistendo, considera l'azionariato popolare come un mezzo per ottenere una più diretta partecipazione al processo produttivo di nuovi strati sociali, ove essa viene intesa come partecipazione non solo ai frutti della produzione, ma anche alle decisioni ed ai controlli attraverso i quali il processo produttivo si attua.

Entrambe queste visioni, è da notare, sono *compatibili con i principi razionali* del capitalismo e dell'economia di mercato; tuttavia quella più ristretta implica prevalentemente l'adattamento di *istituzioni già esistenti* ad un fenomeno che si sviluppa naturalmente e che si vuole opportunamente accelerare, mentre quella più ampia non solo richiede una chiarificazione circa il tipo di organizzazione socio-politico-economica che si intende favorire, ma pone anche l'accento sulle forme e sulle istituzioni più idonee alla diffusione dell'azionariato popolare.

In verità è la visione più ristretta quella che è attualmente più popolare e diffusa, forse perchè *oltre ad essere più facilmente accettabile* da parte delle forze economiche che ravvisano in essa la possibilità di collegare più direttamente l'impresa al mercato dei capitali senza *intaccare fondamentalmente la sua attuale natura istituzionale*, essa soddisfa anche le aspirazioni di determinati settori politici che vedono nella diffusione della proprietà azionaria un elemento positivo per una maggiore caratterizzazione sociale del capitalismo.

Il problemi che bisognerà affrontare dipendono naturalmente dalla ampiezza visuale con la quale vogliamo guardare al fenomeno; indubbiamente essi sono più facili da circoscrivere ed, eventualmente, da risolvere se noi ci facciamo guidare da quella che è stata dianzi definita come la « visione ristretta » dell'azionariato popolare.

In questo caso infatti noi dobbiamo esaminare, per quegli aspetti che riguardano la diffusione della proprietà azionaria, prevalentemente:

a) l'evoluzione del risparmio, sia in senso quantitativo che qualitativo, e delle istituzioni che ne curano la destinazione;

b) quegli aspetti della politica aziendale che hanno una relazione col possesso azionario e con l'esercizio dei diritti che esso comporta;

c) il mercato borsistico, ivi comprese le istituzioni che ad esso fanno capo.

Per brevità mi soffermerò solo sul primo di questi tre aspetti, lasciando ad altri più competenti di me il compito di trattare gli altri due.

La diffusione dell'azionariato popolare implica una differente destinazione del risparmio già esistente e un più accentuato orientamento del risparmio futuro verso forme di investimento mobiliare. Sfortunatamente non si hanno per l'Italia dati significativi relativi alla evoluzione qualitativa del risparmio. Tuttavia da raffronti internazionali si possono isolare alcune tendenze.

La tendenza che a noi più interessa è quella relativa al risparmio personale volontario perché è questa forma di risparmio che può essere più direttamente correlata allo sviluppo dell'azionariato popolare. Il risparmio personale volontario è in diminuzione, in senso percentuale, ma in aumento in senso assoluto; inoltre la percentuale di tale risparmio che è affidato a banche o altri Istituti di credito è in aumento rispetto a quella destinata all'investimento mobiliare. Questo fatto è comprensibile ove si pensi che con l'elevazione dei redditi connessa allo sviluppo economico arrivano continuamente al risparmio le classi sociali meno abbienti che certamente non hanno una spiccata propensione per l'investimento mobiliare.

Mentre il risparmio personale volontario aumenta, il risparmiatore cambia fisionomia; esso è meno disposto a correre rischi nell'investimento dei suoi risparmi, e più sensibile alle variazioni del potere di acquisto delle sue disponibilità finanziarie.

Dal punto di vista dell'investimento azionario, il risparmiatore medio si identifica più col « cassetista » che con lo speculatore di borsa; cioè un gran numero di risparmiatori, che potenzialmente potrebbero essere acquirenti di azioni, pur essendo disposti ad inserirsi nel mercato borsistico per trarre vantaggio dai mutamenti nei corsi delle azioni, darà anche, se non soprattutto, importanza al reddito derivante dal possesso continuativo dell'azione (dividendo, azioni gratuite, aumento di valore).

Se alla diffusione della proprietà azionaria potessero essere, nel tempo, interessati risparmiatori con queste caratteristiche, si porrebbe il problema di vedere se le attuali tendenze nella politica di bilancio (dividendi, incremento del capitale sociale ecc...) delle imprese limitano la diffusione del possesso azionario; di riesaminare il meccanismo operativo del mercato borsistico (sia dal punto di vista strumentale, cioè, della adeguatezza

numerica e funzionale di coloro — agenti di borsa e banche — che fungono da mediatori nel commercio azionario, sia da quello del controllo della legittimità ed ortodossia delle operazioni di borsa); di individuare e favorire le istituzioni più idonee ad assicurare il cauto inserimento dei piccoli azionisti nella complessa dinamica del mercato azionario (ad esempio, gli *investment clubs*, che hanno trovato ampia diffusione specialmente in Giappone e Inghilterra).

Indubbiamente la diffusione della proprietà azionaria rende ancora più scottanti alcuni grossi problemi (funzionamento del mercato borsistico; evoluzione del mercato creditizio e finanziario, disciplina giuridica delle società per azioni, ecc.) per i quali non sarà forse possibile arrivare ad una simultanea e immediata soluzione. In attesa che venga svolta una azione di fondo in tale direzione, potrebbero essere prese, per dare l'avvio ad un più accelerato ritmo di sviluppo della proprietà azionaria, le seguenti iniziative :

- 1) una « piccola riforma » delle società per azioni, così come è stato fatto in Germania e in Francia, per meglio disciplinare quegli aspetti della politica aziendale che hanno una relazione col possesso delle azioni e con l'esercizio dei diritti che esso comporta;
- 2) una parziale riforma della disciplina giuridica del mercato borsistico, per contenere entro limiti tollerabili le conseguenze di interventi speculativi, e per porre in essere una agenzia di controllo sul tipo della Exchange Securities Commission americana;
- 3) la concessione di sgravi fiscali ai piccoli azionisti, ed eventualmente alle imprese che promuovono l'azionariato popolare attraverso l'emissione di azioni di piccolo taglio, concesse a particolari condizioni e a determinati tipi di acquirenti;
- 4) un vasto programma educativo volto a potenziare lo sviluppo del risparmio, a promuovere l'interessamento per l'investimento azionario, e a favorire la creazione di club di piccoli azionisti.

Di ben differente portata sono i problemi connessi con lo sviluppo dell'azionariato popolare, quando esso venga concepito con una visione più ampia che ponga l'accento sul suo contributo alla creazione di un nuovo ordine socio-politico. L'argomento è vasto e complesso, e di difficile individuazione concreta, per cui riesce difficile trattarlo con compiutezza e profondità. Tuttavia vorrei analizzare un aspetto del problema che, a mio avviso, è particolarmente significativo; e precisamente, l'influenza che l'azionariato popolare può avere nell'allargamento della base sociale dei gruppi di potere e di controllo.

Sembra ormai accettata l'opinione di molti che in questi ultimi 40 o 50 anni vi sia stato un sempre più diretto intervento dello Stato nella vita economica. Tuttavia questa constatazione non esprime e non esemplifica il processo di « politicizzazione » che è avvenuto all'interno stesso del sistema produttivo, laddove per politico, così come ha chiarito il Boulding, si intenda il coordinamento consci delle attività umane attraverso il sistema della rappresentanza, dell'autorità e della subordinazione, e dove per economico si intenda quello inconscio attraverso il sistema del mercato e il meccanismo del rapporto prezzo-profitto.

Molte delle limitazioni al nostro desiderio di trovare una teoria sociale che, senza arrivare ad estremismi di destra o di sinistra, sia più conforme alle nostre esigenze attuali, ci derivano, in buona parte, dalla nostra riluttanza ad ammettere che tutto il processo produttivo si svolge con un mix di coordinamento consci e di coordinamento inconscio, con certi processi che sono di mercato o certi processi che sono « politici », sia nel senso pubblico che nel senso privato. I limiti alla nostra visuale certamente ci vengono in buona parte dettati, specialmente a quanti di noi hanno fatto studi di economia, dalla tecnica economica che, ponendo l'enfasi sul coordinamento inconscio, ci presenta una struttura istituzionale dell'economia priva di centri di controllo, e di centri di coordinamento, come una struttura, cioè, atomisticamente coordinata dal meccanismo comune ed impersonale del mercato. In pratica, invece, tutto il tessuto economico non è altro che un sistema poliarchico, fornito, cioè, di una serie di centri di controllo e coordinamento che interagiscono tra loro e, a volte con compromessi, a volte con azioni predatorie, a volte con azioni di difesa, riescono in certo qual modo ad assicurare la continuità del processo produttivo e l'evoluzione stessa dell'economia.

Le recenti argomentazioni per una nuova teoria sociale sembrano indicare l'ottimo in una economia di mercato controllata; controllata nel senso di una azione volta, da una parte ad assicurare una adeguata evoluzione di determinate variabili macro-economiche (reddito, investimenti, ecc.), e, dall'altra, a contenere il potere delle varie organizzazioni, dei vari centri di controllo e di coordinamento. Questa azione di contenimento può essere svolta, così come viene da più parti suggerito, in due modi alternativi o congiunti: da un lato, si possono porre dei limiti alla concentrazione della proprietà e, quindi, anche alla concentrazione produttiva, dall'altra, si possono studiare delle limitazioni legali e costituzionali al potere di coloro, persone ed istituzioni, che sono in posizione di autorità.

In questa visione della struttura economica concorrono concetti cari ad un vasto ramo del pensiero economico, che vede nella molteplicità delle

imprese la condizione necessaria per ottenere la spinta concorrenziale capace di assicurare un continuo progresso economico, e del pensiero politico, che considera la pluralità delle istituzioni e degli ordinamenti, e, di conseguenza, il frazionamento del potere, come il tessuto connettivo e indispensabile per una effettiva democrazia politica.

Vi sono indubbiamente visioni dell'organizzazione economica e politica della società che meglio soddisfano l'attività razionante dell'uomo, o la sua posizione morale ed ideologica; alcune di esse tuttavia sono destinate a rimanere una semplice aspirazione, od un apprezzabile atto di fede perché concepite indipendentemente, se non in contrasto, con gli aspetti immanenti di alcuni processi irreversibili dell'evoluzione organizzativa della società.

La concentrazione produttiva trova una sua giustificazione, anche se non completa, in alcune necessità tecnologiche ed organizzative dell'impresa; la concentrazione del potere politico, oltre che essere legata alla congenita tendenza di uomini, gruppi ed istituzioni a monopolizzare ed espandersi, è il risultato di un complesso processo circolare di interazioni e di reazioni cumulative, le cui cause sono spesso o poco chiare, o mal definite.

Se noi scegliessimo, seguendo delle astratte teorie economico-politiche, la via delle limitazioni legali e costituzionali alla concentrazione produttiva e a quella del potere, noi rischieremmo di compromettere la vera ed essenziale natura funzionale dei vari centri di decisione, di coordinamento e di controllo.

Un tentativo più realistico per la soluzione di questo annoso problema richiede un'accettazione spregiudicata di certe espressioni funzionali ed organizzative, ed un loro attento e profondo esame per individuare quanto di esse è frutto degli interessi contingenti e particolaristici di uomini o gruppi, e quanto, invece, rispecchia l'adattamento a cause immanenti e a positive spinte evolutive. L'obiettivo, pertanto, non è esclusivamente quello di limitare, contenere e frazionare, ma piuttosto quello di agire sulla natura funzionale, sulla composizione interna, e sul movimento direzionale dei vari centri di decisione e di controllo così da assicurare la convergenza della loro indispensabile funzionalità con gli interessi della collettività.

E' a questo riguardo che l'azionariato popolare ci può interessare come strumento di una evoluzione strutturale del capitalismo, dove esso, interessando sempre più larghi strati della popolazione al controllo diretto delle attività produttive, crea le premesse sia per una nuova caratterizzazione

istituzionale dell'impresa, sia per ampliare la base sociale dei gruppi che presiedono al controllo ed al coordinamento delle attività produttive.

Non è da credere che questo risultato sia automatico perché la frammentazione della proprietà azionaria, quando essa non sia accompagnata da un opportuno inserimento del piccolo azionista nella vita aziendale, rafforza, anzichè influenzare, il potere dei gruppi di controllo attualmente esistenti.

E' evidente che se noi avessimo in mente obiettivi più ampi da raggiungere attraverso l'azionariato popolare, le riforme, alle quali dianzi accennavo, dovrebbero essere impostate con una angolatura ed una profondità sostanziale differenti.

VITTORIO LUCARELLI

*Roma, Università Internazionale per gli Studi Sociali.*

## BORSA VALORI E AZIONARIATO POPOLARE

Il mio intervento alla « Tavola rotonda sull'azionariato popolare » fu non solo improvvisato, ma anche imprevisto. Esso prese infatti le mosse dalle osservazioni del professor Demaria non tanto in ordine a una tematica economica che l'agente di cambio può facilmente sottoscrivere, quanto relativamente alle conclusioni di carattere tecnico cui l'illustre docente ritenne di poter pervenire.

In effetti il professor Demaria — e con lui altri oratori — sostenne alcune tesi di carattere economico finanziario che è opportuno ricordare per sottolineare quanto gli agenti di cambio — organi tecnici per eccellenza — concordino su esse.

Innanzitutto l'opportunità che siano semplificate e al tempo stesso chiarite le relazioni fra società e azionisti. E' un argomento molto dibattuto, ma che ancora oggi presenta possibilità notevoli di approfondimento sia sotto il profilo della conclamata chiarezza dei bilanci, sia sotto il profilo della tutela delle minoranze. L'agente di cambio non può che auspicare un sempre maggior studio del problema dato che la soluzione delle due accennate questioni comporta inevitabilmente semplificazione, snellezza, maggiore possibilità di svolgere con coerenza e serietà il compito tanto di esecuzione quanto e soprattutto di consulenza alla clientela privata che, considerata la specifica qualifica professionale, gli compete indiscutibilmente.

In secondo luogo, la regolamentazione delle cosiddette azioni privilegiate. Nessuno più dell'agente di cambio ha avuto tante occasioni di verificare che a questa forma azionaria, prevista dal codice in vigore, ma solo recentemente realizzata con notevole ampiezza, sono insiti notevoli pericoli: talchè, come è stato autorevolmente osservato proprio a Pavia, il privilegio contenuto in tali azioni minaccia spesso di tradursi in un privilegio negativo. Riflettendo alla sostanza del privilegio, sono sempre state oggetto di particolare studio tutte le pratiche relative ad azioni privilegiate che i Comitati direttivi hanno esaminato per esprimere un parere

sulla loro quotazione. Si può anzi dire che la linea di condotta adottata ha costantemente avuto — come del resto avrà in futuro — un preciso motivo ispiratore consistente nell'accertamento, di fatto e di diritto, di essere effettivamente di fronte alla esistenza non solo formale di un vero e proprio privilegio.

In terzo luogo la necessità, autorevolmente affermata da un decennio, che si proceda a una revisione legislativa che consenta il sorgere e lo svilupparsi di *investment trusts*. Si deve affermare coraggiosamente che in Italia non esistono *investment trusts* nel senso tecnico moderno. Si è al massimo passati da finanziari, che definirei di settore, a finanziari a rischio ripartito. Se si vuole effettivamente dotare il mercato mobiliare di uno strumento idoneo ai compiti che lo attendono, è necessario consentire la possibilità di costituire *investment trusts open-end*: solo in questa versione sarà infatti possibile avere un organismo dalle ampie possibilità di intervento in entrambi i sensi e offrire al vero risparmiatore-azionista un titolo che, pur nella incostanza dei corsi, rappresenti qualcosa di più della normale azione finanziaria soggetta a una specifica offerta e a una specifica domanda di mercato.

Infine, l'opportunità che con ogni mezzo si giunga a una maggiore conoscenza dell'istituto borsistico. Come avrà occasione di affermare più avanti, questo è forse il primo problema, anche in ordine di tempo, che si pone a chi auspica una sempre maggiore acquisizione di risparmiatori alla forma azionaria. Qui mi preme soprattutto sottolineare che sia da parte delle associazioni di categoria, sia da parte degli organi pubblici espressi dalla compagine degli agenti di cambio, molto si è fatto in questo senso. A puro titolo esemplificativo, mi sia consentito ricordare che questo « misterioso » salone delle borse valori è oggi aperto a scuole, a visitatori stranieri e italiani, a giornalisti, a tutti coloro insomma che per diversi motivi si mostrano cultori della tecnica di borsa o della legislazione borsistica; affermare che agenti di cambio e alti funzionari cercano di assistere con ogni mezzo coloro che per la prima volta si avvicinano all'istituto borsistico; preannunciare che, infine, dopo alcuni embrionali esperimenti attuati in passato, si è sul punto oggi di realizzare, a opera del Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano, pubblicazioni aventi lo scopo di illustrare al massimo grado le caratteristiche salienti del mercato mobiliare. A ciò si aggiungerà, analogamente a quanto fatto dalle altre maggiori borse del mondo, una relazione annuale in grado di fornire, attraverso un esame analitico dei fattori che hanno concorso a determinare particolari vicende borsistiche, una sintesi ad alto livello di ciò che rappresenta un anno di borsa valori nell'economia della nazione.

Ripeto che su tutti questi punti non si può essere che integralmente d'accordo. Non è però assolutamente consentito trarre da questa tematica economica una conclusione tecnica che si rivela sostanzialmente lesiva della professionalità dell'agente di cambio.

In particolare, mi pare assolutamente fuori luogo accusare la borsa di troppi rialzi e troppi ribassi, perchè se è vero, come è vero, che essa rappresenta il termometro economico-finanziario della nazione, non ha senso imputarle l'eccessivo caldo o il freddo intenso, totalmente trascurando le vere cause delle sue temperie. Del pari fuori luogo mi sembra l'affermazione secondo cui gli organi tecnici delle borse valori sono dei clan, misteriosi e chiusi, feudo riservato di quella categoria che adempie alle pubbliche funzioni di agente di cambio. Si potrà affermare — trovandoci in buona parte consenzienti — che le leggi fondamentali riguardanti l'istituto delle borse valori, contenendo talora disposizioni che, col passare del tempo, si sono rivelate tecnicamente anacronistiche, hanno parti caduche. Non si può però negare che l'attuale legislazione di borsa ha ancora vitalità e spirito informatore che la rendono ampiamente operante. Al riguardo desidero in modo particolare sottolineare che al di sopra dei Comitati direttivi — cui peraltro l'On. Pella nella sua replica ha dato atto di avere costantemente svolto i compiti loro affidati dalla legge — esistono organi quali le Deputazioni di borsa, le Camere di commercio, il Ministero del tesoro nei quali gli agenti di cambio, in quanto tali, non hanno parte alcuna. Essi infatti sono presenti, in assoluta minoranza, nella sola Deputazione di borsa che — si badi bene — è nominata direttamente dal Ministero del tesoro su proposta della Camera di commercio. Argomento prevalente deve comunque essere quello delle attribuzioni di tali organi: tecniche nei Comitati, disciplinari nelle Deputazioni, organizzative nelle Camere di commercio. E' solo nel Ministero del tesoro — e per esso nell'ispettore delegato alle singole borse valori — che si ravvisano quelle funzioni di controllo che il professor Demaria trova così carenti nelle attuali istituzioni. Auspicare quindi una riforma in questo particolare settore non può significare altro che negare la diretta e indiscussa partecipazione del Ministero del tesoro alla vigilanza delle borse valori e all'operato di quei loro strumenti essenziali che sono gli agenti di cambio. In effetti, attraverso l'azione degli ispettori delegati del Tesoro, il ministero competente, è, da un lato, costantemente informato dell'attività che si svolge nei mercati mobiliari, mentre svolge, dall'altro, funzioni ispettive sull'attività degli agenti di cambio che vi operano.

Pertanto se una conclusione è lecita trarre dal mio intervento alla Tavola rotonda sull'azionariato popolare, direi che tale conclusione può articolarsi in tre precisi punti:

- 1) gli organi tecnici sono favorevoli alla diffusione dell'azionariato popolare;
- 2) gli organi tecnici convengono sull'opportunità di studiare e risolvere i problemi che costituiscono una remora alla sua diffusione;
- 3) gli organi tecnici sono impegnati a fare il proprio dovere, come in passato.

\* \* \*

Sgombrato il campo dai motivi polemici, cercherò ora di impostare l'orientamento di massima che ispira (o quanto meno può ispirare) l'azione degli agenti di cambio nei confronti del problema dell'acquisizione di un sempre maggior numero di risparmiatori alla forma azionaria. Il problema ha dei riflessi di notevole portata anche in relazione allo sviluppo e al potenziamento dei mercati mobiliari (come — del resto — dimostrerà la mia esposizione necessariamente tecnica). Giova tuttavia insistere che esso va posto soprattutto in funzione di quell'armonico, graduale, inarrestabile processo economico che, iniziatosi alla fine del secolo scorso con la regolamentazione dell'« *anonima* » (peraltro « *inventata* » quasi quattro secoli or sono), vede oggi l'umanità impegnata in un colossale sforzo per il raggiungimento di mete veramente impensate, nel campo tecnico-scientifico e sociale. Tanto che non par lontana la realizzazione di quella società utopistica che tanto accosta il concetto economico di prosperità al concetto filosofico di felicità. Il problema che ci poniamo è dunque tecnico, ma implica gli stessi valori essenziali della vita.

Si è giustamente detto che questa acquisizione di un sempre maggior numero di risparmiatori alla forma azionaria si può articolare nelle tre particolari manifestazioni di azionariato operaio, azionariato popolare e azionariato diffuso.

Non ponendomi il problema né da giurista, né da economista, né da politico, ma esclusivamente nella veste di agente di cambio, non potrò inevitabilmente che prospettare vie o soluzioni valide esclusivamente nell'ambito delle due ultime manifestazioni. Altrettanto ovvio mi pare peraltro come ciò non significhi affatto, da parte mia o della categoria, preclusione alcuna verso la forma di azionariato operaio. Questo non solo ha ampio diritto di cittadinanza in economie che presentino peculiari strutture o infrastrutture, ma può anche essere, in uno specifico contesto sociale, la vera strada maestra per il raggiungimento dell'optimum. Solo si vuol dire che la sua attuazione, poggiando su presupposti giuridico-economici che implicano valutazioni d'ordine politico, non consente al tecnico di prospettare soluzioni che si esauriscano nel suo ambito.

Del pari ovvie, ma indispensabili, mi sembrano altre due premesse: una strettamente personale, la seconda di carattere generale. In questa materia ho la speranza, non la presunzione, di interpretare, specie su alcuni problemi, il pensiero di molti colleghi che con me dividono la complessa e difficile vita di borsa. E' evidente però che non esprimo un pensiero ufficiale; e anche ampiamente amo ammetto, pur auspicandolo, di poter non essere l'interprete dei punti di vista di tutti gli agenti di cambio. In secondo luogo un'analisi, soprattutto pratica, dei fattori che possono concorrere a un sviluppo dell'azionariato popolare o diffuso non può avere, se non in una particolare monografia, quel carattere di organica sistematicità che tanto conferisce alla soluzione di un problema.

Questo premesso, penso si possa categoricamente affermare, in prima approssimazione, che la questione di un azionariato di massa, nelle due particolari prospettive (popolare o diffuso) sopra enunciate, si ponga essenzialmente come problema di propaganda, di divulgazione, di preparazione. Non farò riferimento alle statistiche per suffragare quanto nozioni elementari, quali la differenza esistente fra un'azione e un'obbligazione, siano totalmente estranee a una gran massa di risparmiatori che hanno tutti i requisiti per avvicinarsi ai mercati mobiliari e in particolare alle borse valori; e nemmeno ricorderò come l'Italia, che pur vanta, in Milano, la quarta borsa del mondo, abbia un rapporto azionisti-popolazione di gran lunga inferiore a quello di altri Paesi. I pochi dati sull'argomento molto spesso non sono comparabili, stanti i diversi punti di partenza. Solo osserverò che ancora mancano gli strumenti essenziali per giungere a quella diffusione capillare della conoscenza dell'istituto borsistico che consente, analogamente a quanto avviene a New York, a Londra, a Parigi, a Zurigo, a Francoforte, di creare le condizioni valide per consentire ai mercati una maggiore elasticità e l'adempimento efficace della loro funzione di ponti lanciati fra il risparmio fatto capitale e i grandi complessi industriali della nazione, siano essi privati o a partecipazione statale, che dai mercati stessi traggono linfa costante.

In certo senso il circolo è vizioso perché la maggiore o minore elasticità del mercato borsistico non solo è effetto, ma anche causa della scarsa e non impegnata partecipazione del risparmio all'azionariato. Solo apparentemente, però. A questa remora un'adeguata legislazione, moderna, ben strutturata, può sicuramente porre rimedio. Essa deve essere ad ampio raggio. A parte la riforma della società per azioni, cui nessuno può fondatamente essere contrario, deve andare dalla già accennata possibilità di creazione di *investment trusts open-end* all'autorizzazione, analogamente a quanto avviene in altri paesi, alle compagnie di assicurazione,

agli enti previdenziali, alle casse mutualistiche a intervenire, entro limiti legislativamente ben delineati, nelle alterne vicende del mercato mobiliare. Essa deve provvedere alla riforma — anche fiscale — delle società finanziarie: insomma predisporre i mezzi atti a consentire tutte le possibilità di intervento, in entrambi i sensi, che un mercato sviluppato inevitabilmente richiede, pena, a lungo andare, la sua fine o quanto meno il suo declassamento.

A questo primo tessuto connettivo, che immancabilmente toglierà al mercato l'attuale marcata rigidità, bisogna unire, con il potenziamento dell'intervento del risparmio, un secondo, decisivo elemento che — pur nella mutabilità (inevitabile, ma anche provvidenziale) dei corsi — rappresenti stabilità e soprattutto equilibrio.

Parecchi anni fa già ebbi occasione di sottolineare, in uno scritto che aveva carattere ufficiale <sup>(1)</sup>, quanto si sarebbe rivelata utile l'azione di un organismo che, unendo le forze delle categorie economiche interessate allo sviluppo e al potenziamento dei mercati mobiliari, tendesse a concretizzare precise finalità di divulgazione e di diffusione dei valori mobiliari; arrivai, anzi, in quell'occasione, ad auspicare la creazione, a opera degli esponenti delle maggiori imprese italiane, dei dirigenti degli istituti di credito, degli agenti di cambio e dei commissionari di borsa, di un centro di diffusione dei mercati azionari effettivamente e validamente in grado di far conoscere e apprezzare i mercati stessi.

Onestamente devo riconoscere che, anche se non si è addivenuti all'auspicata creazione di tale centro, varie iniziative sono state prese in questi ultimi anni. Mentre le società per azioni nella loro grande maggioranza hanno cercato di intensificare i rapporti con gli azionisti — sia attraverso maggiori articolazioni di bilancio, sia attraverso la comunicazione periodica di notizie — istituti di credito, agenti di cambio e commissionari hanno sempre più sviluppato un'azione di penetrazione nei confronti del risparmiatore-azionista creando periodici, allestendo interessanti serie statistiche, cercando insomma di documentare il consiglio che sono chiamati a dare all'operatore. Questo compito si rivela particolarmente difficile di fronte a una clientela predisposta, soprattutto sul piano psicologico, prevalentemente a operazioni rialziste: l'esercente, la commissione e il mediatore devono saper assumere infatti una posizione di completa neutralità e di imparzialità tale da far loro porre, sullo stesso piano economico, con lo stesso peso specifico, un eventuale movimento rialzista e un eventuale movimento ribassista. Se si dovesse adottare uno slogan, non

(1) Relazione annuale della sezione di Milano dell'Associazione procuratori e agenti di cambio: esercizio 1955.

dovrebbe essere « comprate titoli in borsa », ma piuttosto « investite i vostri risparmi in borsa », presupponendo nel concetto di investimento anche la possibilità di una operazione al ribasso.

Queste affermazioni valgono essenzialmente più che per i cassetisti puri (ma dove finisce la cassetta e comincia la speculazione?), per quella forma di speculazione che per avere ben precise caratteristiche tecniche può definirsi « sana » e che pertanto ha ampio, incontrastato diritto di cittadinanza in borsa. Direi anzi che qui si pone il secondo lato fondamentale della questione: quello di togliere alla borsa l'alone creatole da una cattiva letteratura che, per i precedenti della legislazione napoleonica, incombe ancora oggi sull'opinione pubblica, dopo aver imperversato per oltre cento anni nel campo del diritto. (Si pensi, per esempio, alla giurisprudenza prevalente prima della chiara e precisa disposizione dell'articolo 47 della legge del 1913).

Sinceramente ritengo che non ci sia oggi più motivo alcuno che possa — come purtroppo accade — far ritenere le borse valori qualcosa di analogo alle case da gioco. In particolare, mi pare che sia doveroso nei confronti dell'opinione pubblica dare all'agente di cambio il riconoscimento professionale che non si nega a un medico o a un avvocato. Oggi si diventa agente di cambio con un concorso per titoli ed esami e solo disponendo di una adeguata preparazione culturale e professionale, cui è premessa obbligatoria il possesso di una laurea. Un organico sempre più efficiente è quindi a disposizione del pubblico per l'esercizio di un servizio pubblico: conseguentemente il risparmiatore-azionista deve sapere e potere avvicinarsi a questa categoria con la stessa fiducia con cui oggi varca la soglia di un'istituto bancario. Il particolare rapporto fiduciario, quasi *ad personam*, che viene a crearsi fra l'operatore e gli agenti di cambio può consentire veramente questa azione di penetrazione e di divulgazione. L'affermazione non parrà eccessivamente di parte se a essa ne farò seguire un'altra su un punto ulteriore che considero parimenti fondamentale agli effetti di questo sviluppo dell'azionariato popolare o diffuso: quello del definitivo chiarimento dei rapporti fra banche — o istituti di credito in genere — da un lato e agenti di cambio dall'altro.

Mi è capitato più di una volta di affermare con estrema franchezza come spesso fra banche e agenti di cambio esistano strane condizioni o situazioni di guerra fredda. Ebbene anche questa eredità di un passato recente deve essere sepolta e — nel quadro dei comuni interessi — non essere considerata un portato di esigenze storico-economiche, che non sussestono. Banche e agenti di cambio hanno, nel rispettivo ambito, precisi compiti da assolvere. Pertanto, quasi a sintesi di interessi di parte in un

superiore interesse generale, banche e agenti di cambio devono saper trovare un *modus* comune ai comuni problemi. Su questa strada — affrontate e risolte determinate questioni che oggi alle une e agli altri paiono determinanti ma che in sostanza hanno solo validità marginale — ritengo sarà possibile, facile addirittura, pervenire, d'intesa con le altre autorità o gli altri enti interessati, anche al problema di fondo della riforma delle borse valori, riforma che le reciproche diffidenze tendono ad accantonare. Stabilita l'attuale validità della legislazione fondamentale sulle borse valori, la loro riforma potrebbe forse parere inopportuna o intempestiva se non inquadrata in una strumentazione volta all'accrescimento costante del numero dei risparmiatori che si avvicinano alla forma azionaria. Ciò potrebbe implicare delle rinunce da entrambe le parti. Tuttavia personalmente ritengo che nessun prezzo sarà troppo elevato per il raggiungimento di questo fine.

Infine non si può prescindere dall'interessamento propulsivo che ai mercati mobiliari devono portare le autorità governative. Per quanto riguarda i mezzi, ritengo che in buona parte già esistano; sì da rendere molto probabilmente superfluo il ricorso a nuove forme di regolamentazione. Le innovazioni, sull'esempio di paesi borsisticamente molto sviluppati, potrebbero presumibilmente rivelarsi inopportune o intempestive per i mercati mobiliari italiani. Al proposito, vorrei ricordare un solo significativo problema: quello dei canali di finanziamento alle borse valori. Il fenomeno in altri paesi è disciplinato per legge; ma ritengo che l'attuale struttura del sistema bancario italiano, prevalentemente controllato in via diretta e in via indiretta dallo Stato, possa consentire di raggiungere le stesse finalità con maggior larghezza di concezioni. In concreto, vorrei dire che alle borse, intervenendo sulla leva monetaria, non dovrebbero più essere riservate giornate come quelle del 9 settembre e del 12 dicembre che tanto tipicamente caratterizzarono il recente 1960. In altri termini, fermo restando il principio, assolutamente indiscutibile, che alle borse devono essere costantemente assicurati i canali di finanziamento, alla stessa stregua con cui lo Stato vigila sul finanziamento all'industria, all'agricoltura, al commercio — penso che a determinati organi centrali e in particolare al Governatorato della Banca d'Italia debba essere riservato questo supremo compito di regolare, ora crescendolo, ora diminuendolo, quel flusso monetario che scorre entro i canali della borsa. Un'azione oculata in questo senso contribuirà a dare ai mercati quegli elementi di stabilità e di equilibrio che sono uno dei presupposti del problema di una più vasta partecipazione del risparmio al mercato azionario.

ERMANNO TAGLIORETTI

Milano, Borsa Valori.

## IMMANENZA DELLA DIFFUSIONE AZIONARIA NELL'EVOLUZIONE DELLE STRUTTURE ECONOMICHE

Da alcuni degli interventi già svolti in questa « Tavola Rotonda » ho riportato l'impressione — forse errata — che non sia stata sottolineata la spontaneità del fenomeno economico dell'ampliamento del numero delle persone che investono i loro risparmi in titoli azionari, fenomeno spesso indicato con il termine di azionariato popolare.

La mia osservazione è che questo fenomeno, in un sistema economico fondato sulle libere scelte da parte degli operatori economici, dei consumatori e dei risparmiatori, sia pure entro «indirizzi» ed «orientamenti» fissati dai pubblici poteri, ha una sua intima forza evolutiva scaturente dalle trasformazioni in atto nella formazione dei risparmi e nella struttura economica e finanziaria delle imprese.

Non mi pare quindi che ci si possa limitare a dire di essere favorevoli o contrari alla diffusione della proprietà azionaria; si potrà dire di essere favorevoli ad un sistema economico di tipo « occidentale » o di tipo « orientale », ma fatta la scelta e supposto che questa cada sul primo tipo, non si può che essere favorevoli a detta diffusione e semmai discutere sui più opportuni modi per guidare, « orientare », « indirizzare » lo sviluppo del fenomeno.

Fatta questa premessa, bisogna dimostrare le ragioni per le quali si amplia la diffusione della proprietà azionaria. Esse sono molteplici e interconnesse. Ritengo che una prima ragione vada ricercata nella accertata possibilità di riduzione dei costi dei prodotti quando in parte più o meno vasta le lavorazioni manuali possono, in grazia anche dei progressi realizzati dalla tecnica, essere sostituite da lavorazioni meccaniche.

La ripetizione, spesso ad alta velocità e con grande precisione, di operazioni uniformi, possibili con macchine sempre più perfette ed in molti casi autocontrollantesi, utilizzanti forme varie di energia, sempre più convenienti di quella umana, consente drastiche riduzioni di costi unitari e

spesso la fabbricazione di nuovi prodotti, ma implica due fatti economici di notevole rilievo e cioè: l'aumento dei capitali durevolmente investiti nell'impresa, il cui smobilizzo può essere solo graduale, a mano a mano che nel fluire degli anni si svolge il processo produttivo, e la necessità per l'impresa che meccanizza le lavorazioni di raggiungere ampi e possibilmente costanti livelli di vendita.

Non basta quindi, per l'impresa che intende meccanizzare le proprie produzioni, disporre di ampi capitali.

E' necessario che accanto ai capitali cosiddetti a breve, e solitamente ottenibili dal sistema bancario, l'impresa disponga anche di capitali a lunga scadenza ed a scadenza indeterminata, subordinanti il diritto di ricevere una rimunerazione al conseguimento di un utile. Diremo quindi che l'evoluzione della struttura economica dell'impresa richiede un aumento di disponibilità di « capitale proprio » o di « capitale di rischio ».

\* \* \*

Vediamo ora l'altro fatto: ampliamento dei volumi di vendita.

I volumi produttivi ottenibili dai moderni processi produttivi, largamente automatizzati, sono infinitamente superiori a quelli ottenibili con lavorazioni manuali. Ma tutta questa produzione deve essere venduta; e poichè per molti beni ogni singolo individuo raggiunge rapidamente un grado di saturazione, l'aumento delle vendite è solo possibile quando si consenta, attraverso aumenti del potere di acquisto di un numero sempre più ampio di consumatori, che una maggiore quantità di individui acquisti nuovi beni.

Ma aumento del potere di acquisto di un più grande numero di individui significa anche graduale modificazione della redistribuzione del reddito nazionale.

E poichè i risparmi hanno formazione attraverso l'accumulazione di quote di reddito non consumato, è evidente che questa più vasta cerchia di persone fra cui viene ripartito il reddito nazionale sarà chiamata a fornire direttamente od indirettamente alle imprese i « capitali propri » di cui esse hanno bisogno per sviluppare la loro attività produttiva.

E' questa una necessità che naturalmente comporta profonde modificazioni di ordine non solo economico, ma anche e soprattutto sociale.

La vecchia impresa creata dal singolo imprenditore, con l'investimento dei suoi risparmi e di quelli di pochi altri soci, spesso direttamente partecipanti alla gestione, non ha più che scarsi esempi.

Le dimensioni dei capitali occorrenti all'impresa sono aumentate e la politica di redistribuzione dei redditi nazionali ha limitato il numero delle

persone in grado di fornire a un'impresa di grandi dimensioni una sostanziale parte del capitale di rischio ad essa occorrente.

Lo strumento della società per azioni si è d'altra parte dimostrato assai utile per organizzare imprese con l'impiego di capitali di rischio raccolti da un sempre maggior numero di soci, i quali, sia per la limitatezza della quota di capitale da ciascuno di essi conferita, sia per la sempre maggiore necessità di affidare a tecnici specializzati la gestione dell'impresa, hanno assunto la nota figura di soci di capitali e, sempre meno, quella di soci di lavoro.

L'impresa assume così, a poco a poco, una sua autonomia economica riconosciuta anche dal diritto e ha una sua vita, indipendente da quella di coloro che ad essa conferiscono i mezzi finanziari e di coloro che ad essa dedicano il loro lavoro.

Nè, del resto, potrebbe essere altrimenti. Ampiezza e durata degli investimenti attuati nell'interno dell'impresa non possono più essere adattate all'energia e alle possibilità di vita residue di uno o pochi uomini.

\* \* \*

Accertato come la diffusione della proprietà azionaria sia fenomeno avente una sua intima forza di sviluppo che dipende dall'evoluzione in atto nelle strutture economiche sotto la spinta di fattori numerosi, uno dei quali è certamente il progresso tecnico, può essere utile vedere l'altra faccia del problema e cioè la convenienza per il risparmiatore a investire una parte delle sue disponibilità in azioni.

Invero, una volta investita una parte dei redditi risparmiati nell'acquisto dei mobili, della casa in cui abitare, nella formazione di un deposito bancario almeno sufficiente a compensare nel fluire del tempo gli alterni andamenti delle entrate e delle uscite monetarie del bilancio familiare, si pone la questione dell'impiego delle altre disponibilità.

Sono stati fatti numerosi studi per esaminare le prospettive di investimenti in aziende agricole, in titoli di Stato, in case da affittare, ecc., e non ripeteremo qui i lati positivi e negativi di queste forme di impiego dei risparmi.

Possiamo solo osservare che, se è vero, come è vero, che solo nelle imprese trovano utilizzazione, in adatte combinazioni sempre mutevoli, i fattori produttivi, e che è all'interno dell'impresa che ha formazione la più gran parte della nuova ricchezza, deve anche essere vero che, almeno nel lungo periodo, le forme di partecipazione al capitale ed al reddito dell'impresa devono rappresentare una conveniente forma di impiego dei risparmi.

mi. Le esperienze degli ultimi cinquant'anni sembrano confermare questo assunto.

Si può rilevare che l'attività produttiva svolta dalle imprese riserva per il capitale ivi investito un rischio economico più elevato di quello insito in altre forme di investimento, ma, in primo luogo, nel lungo periodo, il rischio trova copertura in più alti redditi e, in secondo luogo, come vedremo, nuove tecniche finanziarie tendono a consentire una ripartizione e quindi una attenuazione, per il singolo risparmiatore, dei rischi propri dell'investimento azionario.

Inoltre, fatto di non lieve peso, i mercati finanziari, quando organizzati secondo schemi altamente efficienti, consentono a questa forma di impiego un grado di liquidità certo superiore ad altri tradizionali investimenti.

Su questi mercati è infatti possibile, in ogni momento, trovare, a fronte di un risparmiatore che ha convenienza a riconvertire in forma monetaria il suo capitale investito in azioni, un altro risparmiatore che ha convenienza ad investire in azioni le sue disponibilità liquide.

\* \* \*

Scelta la forma dell'investimento azionario, il risparmiatore deve risolvere il difficile problema della scelta delle azioni.

Evidentemente ogni impresa ha i suoi sviluppi produttivi, ha i suoi redditi ed è davvero difficile prevedere l'andamento, di lungo periodo, del valore di un investimento azionario. Le difficoltà della scelta si accrescono quando il risparmiatore è persona il cui normale lavoro si svolge in campi lontani dall'attività economica e quando la sua preparazione culturale, oggi sempre più specializzata, non gli consente di penetrare i fenomeni del mondo economico in cui le imprese vivono e operano.

Una diffusione dell'investimento azionario che, come si è visto, è resa necessaria dall'evoluzione economica in atto, impone che un sempre maggior numero di persone possa direttamente seguire andamenti di mercato e di impresa. Il risparmiatore, in una visione della società futura, deve diventare un elemento attivo del mondo economico, un elemento che opera consapevolmente le sue scelte per il diretto investimento dei suoi risparmi come in una visione ideale della democrazia ogni elettore deve attuare con la maggior consapevolezza possibile le sue scelte politiche.

I problemi di evoluzione sociale richiedono, a un tempo, una più ampia cultura economica e politica.

Si dirà che per arrivare a scelte economiche consapevoli occorre modi-

ficare le forme dei bilanci delle società, le legislazioni fiscali, la funzionalità delle borse valori, ecc. Può essere che ciò sia vero, ma non si creda che tutto dipenda da queste « riforme ».

E' soprattutto il risparmiatore che deve prendere consapevolezza della sua funzione nell'odierno mondo economico, poichè è nelle sue mani che si forma la maggior parte dei nuovi capitali.

\* \* \*

In questa Tavola Rotonda si è detto da parte di taluni, che, se si vuole consentire la diffusione anche in Italia della proprietà azionaria, si deve arrivare all'emanazione di una legge regolante la costituzione e l'attività degli *investment trusts*.

Sono solo parzialmente d'accordo con queste posizioni di pensiero.

L'*investment trust* è certamente uno strumento il quale, raccogliendo da una grande quantità di persone piccole quote di risparmio e investendole per conto di esse in un vasto numero di differenti azioni e, qualche volta di azioni e obbligazioni, compie utile opera di ripartizione dei rischi anche attraverso una ragionata selezione degli investimenti e di ripartizione dei costi di amministrazione dei patrimoni mobiliari. Non v'è dubbio che l'aumento del numero di questi organismi nei mercati finanziari esteri sia dovuto all'utilità della funzione svolta.

Non vorrei però si ingenerasse l'illusione che, una volta varata una qualsiasi legislazione sugli *investment trusts*, fosse aperta la strada alla diffusione della proprietà azionaria.

Per le esperienze fatte all'estero, l'*investment trust* è un ottimo mezzo per far sì che nuove classi di risparmiatori si orientino a investire parte dei loro capitali in forma azionaria.

Con la sottoscrizione o l'acquisto di un certificato di partecipazione ad un fondo comune di investimento, il risparmiatore infatti incarica degli esperti di amministrare il suo risparmio e, soprattutto, di scegliere e acquistare quei titoli che possono, in un dato momento, apparire più convenienti.

Non è però pensabile che tutti i risparmiatori affidino i loro risparmi a *investment trusts*. In questa ipotesi si potrebbe creare una difficile situazione di illiquidità sui mercati, mentre mancherebbe la diretta partecipazione dei singoli risparmiatori alla vita delle imprese.

Quando il risparmiatore ha potuto gradualmente, attraverso l'*investment trust*, migliorare le sue conoscenze intorno alla forma dell'investimento azionario, è, invece, utile e conveniente che esso passi alla fase successiva, quella del diretto possesso delle azioni delle società produttive.

\* \* \*

Altro strumento assai diffuso all'estero per facilitare l'investimento in azioni da parte di piccoli risparmiatori è quello delle « obbligazioni convertibili ».

Con questo particolare tipo di titolo mobiliare, il risparmiatore prende gradualmente conoscenza dell'impresa in cui ha investito i propri capitali, ne può studiare i bilanci, la posizione sui mercati, può apprezzare l'efficienza dei suoi quadri direttivi, avendo assicurato il pagamento di un interesse annuo prefissato ed il rimborso del capitale. In seguito, quando ha acquistato fiducia nell'impresa, egli può, direi spontaneamente, arrivare alla posizione di compartecipe dell'andamento aziendale, convertendo in azioni, secondo norme prefissate, le sue obbligazioni convertibili.

La legislazione italiana, in materia di società, male si presta — come è noto — a consentire l'emissione di questo tipo di obbligazioni e d'altra parte, anche nei casi possibili, sono ad essa contrari, principalmente per motivi di ordine fiscale, i pubblici poteri. Ma anche in questo campo dovrà nel futuro imporsi la « forza delle cose ».

\* \* \*

Affinchè si possa sviluppare una diretta partecipazione di un'ampia massa di risparmiatori al finanziamento delle imprese, è però necessario raggiungere uno stato di alta efficienza dei mercati finanziari.

In un mercato caratterizzato da scarse negoziazioni, largamente sensibile ai movimenti speculativi, in cui mancano strumenti svolgenti un'attività di stabilizzazione degli alterni andamenti dei prezzi, difficilmente opera il risparmiatore.

Si può osservare che è dall'aumento del numero dei risparmiatori operanti sui mercati finanziari che dipende l'efficienza di questi. Ma ciò non è in tutto vero.

Un mercato finanziario organizzato che voglia dare un serio contributo allo sviluppo industriale deve essere composto di più organismi rappresentanti « ingranaggi » di un unico complesso.

Questi organismi, ove alle banche di credito ordinario è inibito l'esercizio del credito mobiliare, sono le « banche d'affari », le « case di emissione », i « dealers », gli « investment trusts », i « jobbers », i « brokers », le « compagnie per gli investimenti pianificati », ecc.

Ciascuno di questi organismi ha funzioni sue proprie, alle quali accenneremo molto brevemente, soprattutto per rilevarne i caratteri di comple-

mentarietà nella formazione di quell'unitario complesso economico che è definito come mercato finanziario.

Cominceremo con la banca d'affari, che assume nei differenti paesi le denominazioni di « banque d'affaires », di « Investment bank », di « merchant-banker », ecc. Questo tipo particolare di banca svolge — ove è possibile la sua costituzione e funzionalità — una insostituibile funzione per facilitare lo sviluppo industriale ed allargare la diffusione della proprietà azionaria. A fronteggiare le necessità di capitali occorrenti per l'ampliamento delle immobilizzazioni tecniche e delle dimensioni produttive delle imprese, non è infatti sufficiente, in molti casi, il credito che può essere concesso — sempre a breve scadenza — dal sistema delle banche di credito ordinario e destinato — almeno in teoria — a fronteggiare gli scostamenti di limitato periodo della gestione monetaria d'impresa.

La banca d'affari, la quale normalmente incetta i suoi mezzi finanziari mediante particolari tipi di depositi vincolati nel tempo nonché mediante ampie emissioni azionarie, onde avere una più elastica gestione economica e finanziaria, può attuare politiche di credito particolarmente adatte alle necessità finanziarie delle imprese industriali.

Spesso la banca d'affari, la quale aiuta lo sviluppo produttivo mediante la concessione di mezzi con vincolo di credito, poi converte questi in finanziamenti con vincolo di capitale e mobilita i suoi investimenti mediante il collocamento fra il pubblico delle azioni ricevute.

Naturalmente la banca d'affari, per difendere il suo prestigio, che nel campo creditizio è elemento indispensabile per operare, colloca generalmente azioni di imprese di cui ha potuto valutare la solidità economica e finanziaria. L'offerta di azioni da parte di questi istituti finanziari è quindi in genere favorevolmente accolta anche da risparmiatori che non hanno tempo o competenza per svolgere indagini sulla redditività dell'impresa emittente.

Le società finanziarie di tipo « holding » sono altri enti i quali, in sostanza, svolgono un'azione di coordinazione produttiva e finanziaria di più imprese legate da vincoli di complementarietà, e di cui detengono il controllo a mezzo di partecipazioni azionarie « di comando ».

Le politiche di ripartizione dei rischi attuate dalle « holdings » — di tipo però profondamente differente da quelle attuate dagli investment trusts — consentono loro l'emissione di azioni in genere ricercate dai risparmiatori.

Molti capitali di rischio, necessari a modeste imprese industriali in fase di sviluppo, non note o limitatamente note al pubblico dei risparmiatori, non potrebbero essere raccolti senza l'azione delle « holdings ».

Le case di emissione, assai sviluppate in altri mercati finanziari, mancano del tutto in Italia. Le nostre banche di credito ordinario svolgono — continuando un'attività assai ampia al tempo delle banche miste — un'azione in favore della pubblica sottoscrizione di nuove azioni. Ma la loro azione può essere solo in parte assimilabile a quella delle case di emissione.

E' infatti vero che — quando autorizzate dalla banca centrale — le nostre banche pongono a disposizione dei risparmiatori i loro « sportelli » per facilitare le operazioni di collocamento delle azioni, ma la loro attività è — direi — di tipo passivo non assumendo — nè potendo giustamente assumere — nessuna responsabilità per il « buon fine dell'operazione » e non potendo partecipare a sindacati di garanzia e collocamento.

Le case di emissione, invece, normalmente prendono parte attiva e responsabile nel « lancio » delle emissioni azionarie ed attraverso capillari organizzazioni di « dealers » normalmente arrivano ad offrire la sottoscrizione o l'acquisto dei nuovi titoli al domicilio del risparmiatore, al quale illustrano caratteristiche e qualità dell'investimento.

E' comune convinzione che le case di emissione abbiano avuto un ruolo assai importante negli Stati Uniti per diffondere in quel paese la proprietà azionaria.

Gli enti per l'acquisto rateale delle azioni per conto di privati risparmiatori hanno pure svolto opera attiva per la diffusione delle azioni. Normalmente qui le operazioni vengono attuate sulla base di contratti di mandato conferiti ad enti di natura fiduciaria per acquistare, periodicamente o meno, azioni prescelte o comprese in liste prestabilite, a fronte di somme che il risparmiatore si è impegnato a versare.

A volte il contratto prevede anche concessioni di credito per anticipare in parte gli acquisti dei titoli rispetto ai versamenti che il risparmiatore si è impegnato ad effettuare.

Possiamo infine accennare ai « jobbers » tipici del mercato finanziario inglese, la cui funzione di stabilizzazione degli andamenti dei corsi meriterebbe di essere — naturalmente non in questa sede — approfondita. Questi operatori si presentano infatti contemporaneamente compratori e venditori, a prezzi di tempo in tempo fissati, di gruppi prestabili di titoli, dei quali evidentemente conoscono a fondo le possibilità di reddito. Così agendo, questi « jobbers » riescono a contenere le oscillazioni, spesso dovute ad informazioni incontrollate e irresponsabili.

La stabilità dei corsi è infatti, come abbiamo detto, elemento che facilita l'avvicinamento dei risparmiatori all'investimento azionario.

\* \* \*

Vorrei concludere dicendo che, per aversi sviluppo economico in un regime di economia di mercato, è indispensabile favorire la diffusione del possesso azionario fra strati sempre nuovi di risparmiatori.

Per far sì che ciò avvenga è necessario riconsiderare la struttura del nostro mercato finanziario, la cui funzionalità è troppo limitata, anche per una legislazione fiscale che certo non favorisce l'opera di intermediazione finanziaria.

Ugualmente è necessario che siano evitate operazioni tali da turbare il possesso azionario, quali le ventilate nazionalizzazioni di intere imprese. Il risparmiatore che si trova, sia pure legalmente, spogliato delle sue azioni o che subisce perdite sugli investimenti azionari effettuati dopo molte perplessità, è indotto a perdere fiducia in forme di investimento che, invece, sono economicamente indispensabili e necessarie per lo sviluppo di una nuova società, in regime di libertà.

E reazioni negative di masse di risparmiatori al naturale moto di diffusione delle proprietà azionaria, provocate da operazioni di statizzazione di imprese, possono creare perturbamenti nella formazione degli investimenti, forse assai più dannosi di quanto possa a prima vista apparire.

RICCARDO ARGENZIANO

*Milano, Università Bocconi.*

## AZIONARIATO POPOLARE AZIONARIATO DEI DIPENDENTI E DIRITTO DI OPZIONE

1. — Può sembrare, e forse è una delle molteplici contraddizioni caratteristiche di questa nostra epoca di transizione, che accanto all'espandersi in misura imponente di un *azionariato di Stato*, viva e sentita sia l'esigenza di un *azionariato popolare*: che, almeno dal punto di vista giuridico, è certamente il suo contrario. Eppure l'indicazione contenuta nella formula dell'art. 47 capov. della nostra Costituzione, secondo cui la Repubblica « favorisce l'accesso del risparmio popolare » — oltre che alla proprietà dell'abitazione e alla proprietà diretta coltivatrice — « al diretto o indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese », è abbastanza univoca: è appunto nel senso di favorire l'azionariato popolare.

In quali più precise forme giuridiche codesta indicazione debba realizzarsi, la Costituzione non stabilisce, e forse non era opportuno stabilisse. Certo, dai lavori preparatori appare non dirò una sovrapposizione, ma però una parziale coincidenza tra il problema dell'azionariato operaio (o più esattamente dell'azionariato dei prestatori di lavoro) e il più vasto problema dell'azionariato popolare. Nell'elaborazione di quello che risultò poi l'attuale art. 46 della Costituzione, la partecipazione del lavoratore alla gestione dell'impresa avrebbe dovuto, secondo una autorevole corrente, rappresentata fra gli altri dall'On. Fanfani, essere « estesa all'amministrazione economica, alla conduzione tecnica, agli utili eccezionali delle imprese ed alla comproprietà delle imprese stesse ». All'opposto, la menzione della partecipazione agli utili, e dell'azionariato operaio, fu avversata dalle sinistre, forse nel timore di un imborghesimento della classe operaia, certo, e dichiaratamente, perché non venisse paralizzata l'azione sindacale dei lavoratori, in virtù — come fu detto — « di un mirifico miglioramento, che il più delle volte potrebbe rivelarsi puramente illusorio, ma che costituirebbe un mezzo efficace per sedare lo spirito di attività

sindacale delle masse lavoratrici, che verrebbero col tempo a trovarsi divise in due caste: una di lavoratori privilegiati, vera aristocrazia operaia, l'altra alle classi padronali, l'altra di lavoratori dimenticati e sfruttati ». Il compromesso tra le opposte tendenze fu agevolmente raggiunto, eliminando dall'art. 46 qualunque riferimento alla partecipazione agli utili ed alla compartecipazione al capitale. Peraltro l'investimento azionario « nei grandi complessi produttivi del Paese », e sia pure con riferimento non solo ai dipendenti, ma a tutti i cittadini, è indicato come obiettivo nell'art. 47: il cui spirito, come risulta dalla relazione dello Zerbi, è di volgarizzare « presso tutte le nostre classi popolari » quella forma di investimento che lo stesso relatore additava nell'azionariato operaio, attuato da talune grandi imprese con l'assegnazione di opzioni ai propri dipendenti, attraverso queste opzioni ammettendoli ad un sia pure limitato investimento dei loro risparmi nelle aziende stesse dove lavorano.

2. — Gli è che, a mio avviso, tra azionariato dei dipendenti ed azionariato popolare non v'è, a ben vedere, contrapposizione, ma vi è parziale coincidenza: in realtà l'azionariato dei prestatori di lavoro non è che un aspetto del più vasto problema dell'azionariato popolare. Occorre però essere bene in chiaro sui termini del problema.

Come è noto, il nostro codice civile contiene un articolo 2349 che, sotto la rubrica, « azioni a favore dei prestatori di lavoro » dispone: « In caso di assegnazione straordinaria di utili ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società, possono essere emesse, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, *speciali categorie di azioni* da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento e ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente ». Codesta norma — che prevede assegnazioni a titolo gratuito e, a differenza delle *actions de travail* della legge francese 26 aprile 1917, assegnazioni individuali, costituisce deroga all'art. 2442 al. 2 cod. civ., secondo cui le azioni gratuite devono essere assegnate agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute. E' disputabile se l'espresso riferimento alla « assegnazione straordinaria di utili » abbia un reale significato, o non sia invece un pleonasmico, trattandosi in realtà sempre di aumentare il capitale, imputando a capitale la parte disponibile delle riserve e dei fondi speciali iscritti in bilancio, come appunto prevede l'art. 2442 al. 1 cod. civ. per ogni ipotesi di emissione di azioni gratuite. Ed è disputabile se a codeste azioni a favore dei prestatori di lavoro debba trovare applicazione il D. L. 20 agosto 1947, n. 920, che ha aggiunto un quarto comma all'art. 2441 cod. civ.; opinione co-

desta che, sebbene assai autorevolmente sostenuta, ad es. dal De Gregorio, mi sembra radicalmente erronea, perchè l'art. 2441 cod. civ. si riferisce all'emissione di azioni a pagamento, e non all'emissione di azioni gratuite.

Ma da questi, ed altri problemi di indubbia rilevanza teorica, possiamo agevolmente prescindere. Perchè il rilievo più interessante che si può fare a proposito delle azioni a favore dei prestatori di lavoro, disciplinate dall'art. 2349 cod. civ., è che, dopo circa venti anni dalla innovazione legislativa, la prassi sembra continuare ad ignorare questo istituto, di cui non è agevole trovare applicazioni concrete da parte delle imprese italiane. Ed io credo che tra le molteplici ragioni di questa situazione — complessità del procedimento di deliberazione, caratteristiche delle azioni, con particolare riguardo al modo di trasferimento ed alla possibilità di voto limitato, preferenza del lavoratore ad una gratifica straordinaria in danaro, data la stretta funzione alimentare della retribuzione etc. — il motivo fondamentale sia da rinvenirsi in una errata impostazione del problema: che è informata ad una concezione paternalistica dell'imprenditore, mentre anzitutto il lavoratore aspira ad una partecipazione azionaria con parità di diritti rispetto agli altri azionisti, ed in secondo luogo deve essere incoraggiato alla partecipazione azionaria sotto forma di atto di previdenza o di risparmio, e non quale destinatario di una liberalità a discrezione del datore di lavoro. Gli è che « la provvida ed educatrice forma di risparmio », cui fa riferimento la relazione al codice, non sembra in armonia, ma in contraddizione, con una assegnazione potestativa a titolo di liberalità.

3. — Una via del tutto diversa, e di cui appare evidente il collegamento con le indicazioni della Costituzione, allora in corso di emanazione, è segnata dal già ricordato D. L. 20 agosto 1947, n. 920, che ha aggiunto all'art. 2441 cod. civ. un quarto comma del seguente tenore: « Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie dagli artt. 2368 e 2369 può essere escluso il diritto di opzione limitatamente ad un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte *in sottoscrizione* ai dipendenti della società. Una esclusione della opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata dalla maggioranza prescritta nel comma precedente », cioè da oltre metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di seconda convocazione.

Qui non si tratta più di un atto di liberalità, ma si tratta, veramente, di incoraggiare al risparmio: il beneficio economico per il lavoratore consiste nel valore dell'opzione, cui i soci rinunciano a favore dei dipendenti

della società. E in pari tempo il lavoratore è incoraggiato all'acquisto del titolo azionario dell'impresa in cui egli lavora, perchè l'azione ha caratteristiche identiche a quelle delle altre già in circolazione, e quindi gli assicura parità non solo negli utili, ma altresì nel voto e negli altri diritti di partecipazione e di amministrazione, rispetto agli altri soci. Il punto è essenziale: perchè, a mio avviso, il problema dell'azionariato popolare non è, come pure da molti si ritiene, quello di creare azioni aventi diritti diversi, ma consiste invece nel trovare opportune provvidenze che facilitino, e quindi diffondano, l'acquisto di azioni dotate di assoluta parità di diritti rispetto alle altre.

Non si obbietti che il lavoratore potrà sempre alienare l'azione: questo, che è il rovescio della medaglia, è fenomeno insito in ogni atto di previdenza, che deve pur consentire il realizzo, là ove il risparmiatore ne abbia necessità. Una esperienza interessante in proposito è offerta dalla Montecatini: che, dopo aver in passato distribuito gratuitamente azioni ordinarie (ma non azioni di cui all'articolo 2349 codice civile) ai propri dipendenti, facendole acquistare sul mercato per mezzo di un Istituto fiduciario, ha deliberato nell'assemblea del 28 luglio 1960 l'emissione di 1.500.000 azioni, facenti parte di un più ampio aumento di capitale, destinate *pro capite* al personale dipendente al valor nominale, aumentato di un sovrapprezzo di pari misura di quello delle azioni offerte in opzione ai soci. L'emissione è stata integralmente assorbita dal personale, e con questa ed altre operazioni (fra cui un azionariato per conto corrente: ogni dipendente può aprire un conto corrente per acquisto azioni, e la società concorre con il 20% del costo, quando il conto corrente è prossimo a corrispondere al prezzo di 10 azioni, che vengono acquistate per il dipendente) circa il 3% del capitale azionario appartiene ai lavoratori della Montecatini, e precisamente a circa tre quarti di tutto il personale impiegato dalla società.

Come si deve interpretare l'ultimo comma dell'art. 2441 cod. civ.? E' stato sostenuto che anche nel caso di offerta in sottoscrizione di azioni di nuova emissione ai dipendenti della società, occorre che « l'interesse della società lo esiga »: in quanto la deliberazione, di per sé, rispecchierebbe l'interesse dei lavoratori, e non quello dei soci, onde anche sarebbe aperta la via al controllo giudiziario circa la sussistenza del requisito dell'interesse sociale. Ma una così angusta visione non mi sembra corrispondere alla ratio della legge: che, nell'ultimo comma dell'art. 2441 cod. civ., non si limita a modificare le maggioranze richieste, ma considera espressamente come una giustificata causa di limitazione o addirittura di esclusione del diritto di opzione l'offerta in sottoscrizione ai dipendenti della società: l'interesse della società è, in questa ipotesi, *in re*

*ipsa*. Né saprei consentire con il progetto del compianto Ascarelli, che propone nell'art. 9 la soppressione dell'ultimo comma dell'art. 2441 cod. civ. : il che costituirebbe un grave ostacolo al diffondersi delle azioni destinate ai dipendenti.

4. — Non credo invece che la prescrizione liberale dell'art. 2441 al. 4 cod. civ. possa estendersi anche alla emissione di azioni offerte in sottoscrizione a destinatari diversi dai dipendenti, e così, ad esempio, agli utenti di un servizio di pubblica necessità, gestito dalla società che emette le azioni. Questo è certo da escludere *de jure condito*, data l'espressa previsione della legge, che parla di « dipendenti della società », ma direi che è del pari da escludere anche *de jure condendo*, non sembrando giustificato il sacrificio del diritto di opzione dei soci, se non ricorrono le altre condizioni previste dai primi tre comma dell'art. 2441 cod. civ. Meritano però di essere segnalate, come iniziativa di grande rilievo pratico, e più precisamente nel senso di un vero e proprio azionariato popolare, sia pure qualificato, le deliberazioni prese dalla Società Romana di Elettricità e dalla Società Elettrica Selt-Valdarno, che, con assemblee ambedue del 10 giugno 1960, hanno deliberato l'emissione di azioni a pagamento da riservarsi, tramite un Consorzio finanziario, ai sottoscrittori di piani quinquennali di investimenti Cofina « serie speciale utenti Romana di Elettricità » e « serie speciale utenti Selt-Valdarno ». In questo modo si passa dall'azionariato dei dipendenti all'azionariato degli utenti, che è una ben più vasta forma di azionariato popolare. Allorché sarà anche in Italia finalmente riconosciuto, con le necessarie agevolazioni anche fiscali, lo *Investment Trust*, il processo sarà compiuto. Ma è necessario sottolineare che nessuna forma di azionariato popolare sarà rispondente al fine, se non sia inquadrata in una più ampia riforma dell'istituto della società per azioni, in particolare per ciò che concerne la redazione e la diffusione del bilancio, il diritto di informazione del socio, la responsabilità degli amministratori e la funzione dei sindaci, e se alla riforma legislativa non si accompagnerà una evoluzione del costume, che porti gli azionisti-risparmiatori ad un reale interessamento alla vita dell'impresa, con una larga partecipazione alle assemblee. Pensiamo che in questo senso sia da avviare l'indirizzo dei nostri lavori.

CESARE GRASSETTI

Milano, Università degli Studi.

## MOMENTI E PROFILI GIURIDICI DELL'AZIONARIATO POPOLARE

1. — Che in Italia l'azionariato sia assai ristretto, e che quindi occorra — a ogni effetto e non solo a quello di trovare altre fonti di finanziamento e per es. anche a quello di legare e interessare le masse popolari alle imprese azionarie — allargarne la base, apparirà chiaro a chiunque scorra, nel volume *Indici e dati relativi a investimenti in titoli quotati nelle borse italiane 1948-1961*, edito dalla Mediobanca, la Tabella VI della parte II, p. 208 e segg. dedicata appunto ai « Dati sull'azionariato e sulle assemblee di bilancio ».

A parte le società in una mano, filiali di società estere (come la Esso e la Migas con un solo azionista, e la Shell e la IBM Italiana con due), a parte le società a struttura familiare (come la Manifattura Lane Marzotto, con nove), e tutte le società figlie di holding o finanziarie o subfinanziarie dove la struttura azionaria obbedisce a scopi del tutto particolari, la media delle altre non supera i duemila soci, o si raggruppa intorno ai 10-15 mila. Solo pochissime società (Assicurazioni Generali, La Centrale, Nazionale Sviluppo Imprese Industriali, Pirelli & C., Liquigas, Pibegas, Rumianca, Ilva, Generale Immobiliare) toccano i 20-25 mila azionisti, non più di tre ne hanno tra i 40 e 50 mila (Bastogi, Snia Viscosa, Teti), tre (Finsider, Meridelettrica, Cornigliano) toccano i 35 mila, quattro si collocau fra i 60 e gli 80 mila (Italiana Gas, Adriatica di Elettricità, Sip, Stet) una, la Fiat, tocca i 125.000, e una, la Montecatini, i 204.000!

Ancor più impressionante è il quadro se si guarda al numero degli intervenuti nelle assemblee di bilancio: a parte il numero delle azioni in mano a ciascuno di essi (problema che qui non possiamo affrontare) i soci partecipanti non sono nella generalità dei casi più di 20-40; poche volte sono cento-duecento; rarissimamente mille o più. La Finsider, con 35.000 soci, ne vede all'assemblea 55; la Bastogi, con 49.000, 61: la Stet con 70.000, 3.000; la Snia con 40.000, 250; L'Adriatica con 80.000, 90; la SIP con 75.000, 145; la Montecatini con 204.000, 557; la Fiat con 125.000, 540; e così via.

E siamo nel campo delle società con azioni quotate in borsa! Onde è chiaro che, accanto al problema dell'allargamento della base azionaria, si pone quello dell'interessamento dell'allargata base (una volta che lo sia) alla vita della società.

2. — Questo obbiettivo dell'allargamento in senso popolare della base azionaria delle società, o, meglio, dell'« accesso del risparmio popolare... al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese », è indicato come proprio della nostra Repubblica dall'art. 47 della Costituzione. E prima ancora, una legge ordinaria del 1947 (DLCP 20 agosto 1947 n. 920), con specifico riguardo al più ristretto problema dell'azionariato dei dipendenti, aveva, in deroga al diritto di opzione riservato agli azionisti nel primo comma dell'art. 2441 del codice civile, autorizzato l'assemblea dei soci, a prendere, con maggioranze, dirò, di favore, in caso di aumenti di capitale, delibere di esclusione di tale diritto d'opzione limitatamente ad un quarto delle azioni di nuova emissione « se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società » o anche con riguardo ad una proporzione maggiore di azioni, se le maggioranze arrivano a comprendere tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale.

Di « speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai *prestatori di lavoro* con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti », con corrispondente aumento del capitale sociale, parlava, poi, l'art. 2349 del codice civile del 1942 per il « caso di assegnazione straordinaria di utili ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società ».

Sicchè, rispetto al nostro odierno problema, tre prese di posizione esistono nel quadro del nostro ordinamento :

a) una programmatica aspirazione verso la diffusione dell'azionariato nel popolo attingendo, secondo l'art. 47 della Costituzione, appunto al « risparmio popolare »;

b) una norma attinente all'azionariato dei dipendenti delle varie e singole imprese delle cui azioni si tratta (art. 2441 ult. co. aggiunto con il DLCP del 30 agosto 1947);

c) una norma attinente all'azionariato dei prestatori di lavoro, o *lato sensu* operaio (l'art. 2349 c. c.) però basato su non meglio preciseate *categorie di azioni*, da emettere in corrispondenza di utili loro assegnati in tal modo, e con variazione in aumento del capitale sociale, quasi si trattasse, da questo punto di vista, di cooperative.

3. — In Italia, a parte le ricordate disposizioni degli artt. 2349 e 2441 (modificato) del codice del 1942, entrambe anteriori alla costituzione, nessuna norma di rilievo generale sembra sia stata, né prima né dopo la Costituzione del 1947, emanata per soddisfare alla pur sentita esigenza ora riflessa nella ricordata norma programmatica.

E forse una spiegazione di questa post-costituzionale carenza legislativa può trovarsi nel fatto che coloro stessi nel cui interesse la disciplina normativa dovrebbe intervenire mostrano di avere scarsa coscienza del problema e delle sue possibili soluzioni e di portarvi poco interesse, mentre i sindacati ed i partiti politici di sinistra non sembrano vedere di buon occhio — e per varie ragioni che qui non è luogo per ricordare — questa forma di partecipazione del lavoro al capitale delle imprese. E per converso il problema non è — anche sul terreno della tecnica normativa — di facile soluzione dato che deve toccare e spostare vari principi — che alcuni ritengono fondamentali — di diritto societario, o dominicale, o relativo alla appartenenza e devoluzione del profitto nelle imprese mettenti capo ad una società. Lasciando da parte i vari modi o progetti con cui si intendono far partecipare i dipendenti agli utili dell'impresa — che è problema diverso da quello nostro d'oggi — la storia dei conati legislativi o dottrinari per risolvere il nostro problema è presto fatta. Le acque furono mosse, da noi, in occasione de, e in relazione a, la legge francese del 26 aprile 1917, la quale creava un nuovo tipo di società detta « *società anonima a partecipazione operaia* » nella quale le azioni erano divise in due tipi: le solite e vere e proprie azioni di capitale e le azioni di lavoro, che erano attribuite ad una « *società-cooperativa di mano d'opera* » che fungeva da intermediaria tra la società e i lavoratori-azionisti. C'era un consiglio di amministrazione misto, e la creazione di una cooperativa permetteva di garantire la continuità del rapporto pur nel possibile variare dei lavoratori nell'impresa e dei membri della cooperativa.

Ed è appunto di riflesso da questa legge (che ebbe in Francia assai poco successo) che in Italia si ebbero un progetto legislativo Ruini (1918) basato su una forma di azionariato popolare a base collettiva (essendo anche qui le azioni attribuite non ai lavoratori *uti singoli* ma a una cooperativa di essi, la quale poi doveva essere rappresentata nel consiglio d'amministrazione) ed uno dottrinale del Vivante, che, ferma l'intermediazione della cooperativa di lavoratori, imponeva l'assegnazione ad essa, sotto forma di azioni, di una parte degli utili netti annuali.

Il problema tornò alla ribalta nel 1946 quando la commissione economica, ripreso da capo il problema, lo riesaminò a fondo e presentò alla Costituente un rapporto sostanzialmente negativo, qualificando questa

forma di collaborazione e partecipazione dei lavoratori alla vita e alla gestione della impresa come « storicamente superata » (già prima di avere una qualunque realizzazione) e comunque « senza grave significato ».

Un progetto legislativo del 1956 concedeva incentivi fiscali alle somme corrisposte ai dipendenti a titolo di gratifiche o di partecipazioni agli utili e convertite in azioni delle imprese stesse.

E nell'ottobre del 1960 veniva annunciato al Senato il proposito del governo di introdurre facilitazioni a favore dell'azionariato in questione.

Un progetto che si riallaccia all'idea centrale della l. francese del 26 aprile 1917, del progetto Ruini e di quello Vivante è quello preparato dall'ENDAS di Roma e reso pubblico nel dicembre del 1960 (¹), il quale prevede la conversione in azioni della società, da comprare sul mercato, della metà dei fondi « di indennità di liquidazione » e della percentuale di partecipazione del personale agli utili dell'impresa obbligatoriamente ad esso riservata; tali azioni dovrebbero essere intestate al nome congiunto del dipendente a cui sono attribuite e di una cooperativa da istituire ogni 1.000 dipendenti; queste cooperative nominano poi i loro rappresentanti nel consiglio d'amministrazione, un terzo dei posti del quale è riservato in tal modo « alla rappresentanza del personale dipendente ». Le azioni in questione, sarebbero « nominative, inalienabili, insequestrabili e non costituibili in garanzia o a cauzione ». Il relativo vincolo sarebbe scritto sul titolo. In caso di dimissioni, licenziamento, decesso o altro motivo di cessazione del rapporto di dipendenza, le azioni intestate all'uscente sarebbero trasferite al suo nome esclusivo o a quello dei suoi aventi diritto, e il vincolo tolto.

4. — Ma se scarsi o inesistenti sono stati gli interventi legislativi, e spesso caduti (o lasciati cadere) nel vuoto i vari progetti di soluzione del problema (eppure esso torna con sempre maggiore frequenza alla ribalta di congressi, discussioni, convegni ecc., e quello recente indetto dall'Istituto del lavoro — 19 aprile 1960 — e quello di oggi, venuto a distanza d'un anno, ne sono una riprova), non rari e notevoli invece, nella prassi societaria nostra e altrui, sono stati i casi di perseguitamento di scopi di diffusione delle azioni tra i propri dipendenti da parte di importanti società private o pubbliche (²). Tra i primi e più importanti esperimenti è quello attuato a partire dal 1946 dalla società Montecatini, che riservò più volte, sia a pagamento che gratuitamente, ai propri dipendenti azioni della so-

(1) Lo si veda nel periodico mensile *La voce dell'E.N.D.A.S.* del dicembre 1960.

(2) V. per queste notizie i vari articoli citati in calce a questo scritto, nella parte bibliografica, e specie quelli apparsi nel numero marzo-aprile 1961 della rivista *L'Economia*.

cietà in occasione di aumenti di capitale, ed in vari modi (rateizzazioni di pagamento, apertura di conti correnti ad alto tasso d'interesse i cui soldi sono destinati all'acquisto di azioni della società con contributi o premi integrativi da parte di questa; istituzione di servizi gratuiti di deposito e amministrazione dei titoli azionari e obbligazionari della società; estrazione di premi fra i possessori di azioni). Tanto che, in pubbliche dichiarazioni di provenienza degli organi amministrativi della società è stato comunicato che intorno a 40.000 su 60.000 circa dipendenti della Montecatini posseggono azioni della società per un totale di 2.500.000 azioni e un valore di circa il 3-4% dell'intero capitale sociale.

Ma non meno interessante è stato il caso della società Cornigliano (ora Italsider), controllata dalla Finsider e perciò impresa pubblica. In occasione della « privatizzazione » (vendita a privati) del 30% del capitale della Cornigliano, fu data ai 60.000 circa dipendenti del gruppo Finsider (Ilva, Cornigliano, Dalmine, Terni, ecc.) la possibilità di sottoscrivere un certo numero di azioni ciascuno, a un prezzo di favore (1350 L. l'una anzichè L. 1.800 come quotate in borsa) e con pagamento rateale. Undicimila dipendenti si avvalsero di questa possibilità per un complesso di 775.000 azioni, di cui 160.000 acquistate a rate.

Altro esempio consimile effettuato da azienda a prevalente partecipazione stabile è quello della Stet: il 60% dei dipendenti delle società da essa controllate (Stipel, Timo, Teti, Telve, Set) possiede azioni della società.

Infine hanno riservato azioni ai loro dipendenti in occasione di recenti aumenti di capitale, la Rinascente (con proprie azioni da essa acquistate *ex art. 2357* e la sottoscrizione di n. 1.546.584 azioni privilegiate nuove *ex art. 2441*), la Sarom (in occasione di un aumento di capitale i dipendenti hanno avuto la possibilità di sottoscrizione fino a cinque azioni nuove per ogni anno di anzianità maturata), la Pibigas (anche qui in occasione di un aumento di capitale di 1.100 milioni, 10 milioni di aumento, ossia 100 mila azioni nuove da L. 100, furono offerti in opzione alla pari ai dipendenti). Qui siamo sicuramente nell'ambito dell'azionariato dei dipendenti.

5. — Fuori d'Italia, il paese dove il fenomeno della partecipazione del personale al capitale azionario della impresa si manifesta per primo e con maggior imponenza, sono Stati Uniti d'America.

I casi della Sears Roebuk and Co., della Eastman Kodak Co., della Procter and Gamble, della American Telephone and Telegraph, della General Electric, della General Motors, e di numerose altre imprese americane grandi e medie sono ben noti e comunemente ricordati.

Ma non insisterei troppo, ai nostri scopi odierni, su di essi, perchè in America il fenomeno è legato a presupposti di costume e di struttura industriale e sociale che invano si cercherebbero qui da noi: esso è intriso di elementi di partecipazione agli utili, di pensionamento, di assicurazione sociale, che da noi sono perseguiti o assicurati in altro modo; è reso possibile da un diritto societario, che permette alla società di operare con molto maggiore elasticità e larghezza che non le nostre con l'elemento del capitale e della sua sottoscrizione.

Ci accontenteremo quindi di fare qualche cenno di ciò che è avvenuto in paesi più vicini o meno lontani dal nostro per struttura industriale e societaria.

Così in Francia sono da ricordare: il caso della Pechiney che, con 10.000 dipendenti circa, ha attribuito gratuitamente al personale, in funzione della sua anzianità e posizione gerarchica, un numero di azioni gratuite variante da 1 a 7, in occasione di un aumento di capitale, e previa rinuncia da parte dei vecchi azionisti del loro diritto di opzione; quello delle Aciéries et Forges de Firminy, che, in occasione di un aumento di capitale hanno riservato al personale 28.000 azioni da 5000 franchi ciascuna e contribuito con un premio speciale di complessivi 184 milioni di franchi per agevolare questa sottoscrizione (dopo 6 anni dalla sottoscrizione circa la metà di tali azioni era ancora nelle mani dei dipendenti che le avevano sottoscritte); quello della Cassa di Risparmio di Tolosa, che offre ogni anno al proprio personale una azione da 5000 franchi per ogni cinque anni di anzianità (la quotazione di borsa delle azioni della Cassa è di sette volte tanto) e attraverso una cassa di capitalizzazione consente prestiti sulle azioni e provvede alla distribuzione; quello della Télémécanique, i cui azionisti hanno rinunciato, nel 1948, in occasione di un aumento di capitale, a parte dei diritti d'opzione loro spettanti a favore del personale (cui sono state offerte da 5 a 55 azioni a seconda della posizione gerarchica), che ha così sottoscritto circa la metà dell'emissione, e tuttora possiede circa il 20% del capitale sociale.

In Germania sono ben noti i casi della Siemens, della Farbenfabriken Bayer, della Mannesmann. La prima ha offerto ai propri dipendenti, nel 1951, in occasione del centenario dalla fondazione, le proprie azioni all'8% del loro valore nominale. Nella seconda più volte sono state offerte, a condizioni favorevoli e purché non venissero vendute per un certo periodo, azioni della società; il numero dei dipendenti che in tal modo sono diventati azionisti della società è venuto continuamente aumentando, e attualmente non meno del 3% del capitale della società è in mano di dipendenti, che sono, per il 20% circa del loro numero, azionisti. La Mannesmann

ha invece offerto al personale parte della gratifica di fine d'anno sotto forma di una azione della società, e riservato ad esso, allo stesso prezzo fatto agli azionisti, la sottoscrizione di parte di un aumento di capitale: onde il 50% circa dei suoi dipendenti è ora socio della società.

Per l'Inghilterra sono da fare avvertimenti analoghi a quelli che abbiamo fatto a proposito degli Stati Uniti circa le differenze di costume, struttura, legislazione. Tuttavia tre esempi vanno almeno ricordati per nome: quello della Imperial Chemical Electric Industries (I.C.I.), quello delle Associated Electric Industries e quello del Rugby Portland Cement.

6. — Tornando ora all'Italia e riprendendo il discorso dai casi di azionariato operaio di cui abbiamo discorso poco fa, ricorderò gli esperimenti compiuti dalle due società elettriche Selt-Valdarno e Romana di Elettricità che deliberarono, in occasione di recenti aumenti di capitale, di riservare una parte di essi (1 milione su 2.5 milioni di azioni d'aumento) non già ai dipendenti, ma agli utenti della società, previa rinuncia al diritto di opzione da parte degli azionisti. La sottoscrizione è stata poi combinata con c. d. piani quinquennali di investimenti COFINA, ma di questo non è il caso di occuparci ora qui.

Sta di fatto, che questi due esempi si staccano da quelli di azionariato dei dipendenti, per avvicinarsi a quelli di azionariato popolare vero e proprio, benchè si distinguano anche da questi per l'elemento di qualificazione particolare (essere iscritti fra gli utenti della società e quindi avere stipulato con essa un contratto di somministrazione, e usare delle sue forniture) che si richiede al potenziale azionista. Sicchè, e sia detto in via d'inciso, è molto dubbio se possa applicarsi, in questo caso, il 4° comma (aggiunto) dell'art. 2441 c. c.

7. — Nessun caso può, invece, addursi da noi di azionariato popolare vero e proprio perchè in nessun caso si è avuto da noi un esempio di distribuzione a terzi estranei non altrimenti qualificati, e con sacrificio del diritto degli azionisti, di azioni in caso di aumenti di capitale, oppure di azioni proprie nel possesso della società *ex art. 2357*, o di azioni nelle mani dell'unico o maggiore azionista.

Esempi cospicui si sono avuti invece in Germania con la « privatizzazione » di due grandissimi complessi industriali di proprietà federale, la Preussag (Preussische Bergewerks- und Hütten A. G.) di Hannover, e la V. W. Werk (Volkswagenwerk Gesellschaft m. b. H., preliminarmente trasformata, a tale scopo, in una società per azioni).

Nel caso della grande impresa siderurgico-mineraria, che ha più di

20.000 dipendenti, la « privatizzazione » è avvenuta attraverso un aumento di capitale, cui si accompagnò — dato il successo dell'operazione — la cessione a privati di circa due volte tante azioni di proprietà federale. Difatti, essendosi deliberato nella primavera del 1959 un aumento di capitale di 30 milioni di marchi (il capitale doveva essere portato da 75 a 105 milioni di marchi), ed essendosi proceduto alla sua offerta sul mercato a condizioni e con modalità particolari (ogni persona — dipendente o no dell'impresa — che avesse un reddito annuo inferiore ai 16.000 marchi poteva sottoscrivere fino a 5 azioni, di nominali 100 marchi, al prezzo di 145 marchi l'una), il successo dell'operazione fu tale, che non 30 milioni di marchi ma quasi tre volte tanto risultarono sottoscritti in breve tempo. E il governo federale, sull'ala appunto della privatizzazione sentita come un imperativo politico-sociale, decise di mettere a disposizione dei sottoscrittori oltre i 30 milioni di aumento anche 53 milioni di azioni sue — così che 83 milioni su 105 di capitale risultarono alla fine in mano privata, e cioè circa il 78%, e il governo federale aveva — volontariamente e consapevolmente — alienato la maggioranza del capitale. Le azioni in questione, benchè chiamate « popolari » (*Volksaktien*), erano in tutto identiche alle altre.

E quella che doveva essere una operazione di diffusione popolare di azioni attraverso aumento di capitale (che è ciò che normalmente avviene in tali casi), si atteggiò ad operazione di « popolarizzazione » (se così posso dire) a tipo misto, e cioè con alienazione di azioni (il che avviene, di solito, solo quando l'alienante è lo stato o un ente pubblico, che persegua particolari scopi politici). Le azioni così diffuse tra il popolo furono circa 825.000; e i nuovi azionisti più di 210.000. Un'analisi circa il loro ceto sociale mostrò che accanto ai non pochi dipendenti della Preussag che avevano partecipato all'operazione c'erano, tra gli altri, operai, impiegati privati e statali, professionisti, pensionati, artigiani, donne di casa. E' da notare che, in questo periodo di quasi tre anni, non più del 20% di quelle azioni popolari ha cambiato di mano, benchè le loro quotazioni siano salite, rispetto al prezzo di sottoscrizione, di circa 100 punti (3).

E poichè l'evidente pericolo di un azionariato tanto diffuso è la sua *instabilità*, e quindi la possibilità di una sua concentrazione in una o poche mani, così lo statuto della Preussag è stato modificato a vietare, oltre certi limiti, il cumulo del diritto di voto. In particolare, nell'ambito dell'art. 114 della legge sulle società, è stato stabilito che il diritto di voto sia limitato a un millesimo del capitale sociale: il che significa che nessun

(3) V. GRUSSENDORF, *Grundlagen und Formen der Privatisierung*, Colonia, 1960, p. 36-37.

azionista può disporre in assemblea di più di 1.050 azioni su 1.050.000. Questa regola vale anche per lo stato che ha concentrato la sua residua partecipazione azionaria nella Preussag di 22 miliardi di marchi nella da lui posseduta al 100% società VEBA (Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks A. G.). E a evitare che in futuro questa regola sulla limitazione del diritto di voto possa essere tolta o mutata, si è statutariamente stabilito che lo statuto possa essere cambiato soltanto col voto favorevole dei nove decimi dei presenti all'assemblea.

E' notevole che questo cospicuo esempio di azionariato popolare in senso proprio sia stato attuato e regolato senza bisogno di provvedimenti legislativi, col solo gioco di delibere assembleari e modifiche statutarie. Invece alla legge, e più precisamente a due leggi del 16 marzo 1960 entrate in vigore il 28 luglio 1960, è stata affidata la « privatizzazione » della VwWerk (Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft m. b. H. in private Hand).

Qui non si operò col mezzo tecnico dell'aumento di capitale; ma con quello della trasformazione di società, in quanto una società a responsabilità limitata venne trasformata in società per azioni e in tal modo si ebbero disponibili i « nuovi » titoli, le nuove *Volksaktien* su cui operare. Il capitale nominale della trasformata società fu fissato in 600 milioni di marchi, il 20% del quale fu conservato dal governo federale, e un altro 20% riservato al Land della Bassa Sassonia. Il resto e cioè il 60% di 600 milioni di marchi fu diviso in *Kleinaktien* da 100 marchi l'una, e offerto in sottoscrizione popolare.

Potevano acquistare azioni VwW soltanto persone con un reddito annuo non superiore a 16.000 marchi. Si potevano acquistare non più di 5 azioni, o non più di 10 se si trattava di dipendenti della società i quali avevano anche la precedenza su ogni altro nell'acquisto. Era previsto che nel caso non fosse possibile collocare l'intera « emissione » presso le persone qualificate come sopra, l'eccedenza potesse essere venduta in borsa a chiunque e senza limitazione di numero. Ma il successo dell'operazione fu tale, che furono sottoscritte più azioni di quelle disponibili. Furono concessi anche speciali sconti dal 10, al 20, al 25 per cento a seconda del reddito e della composizione della famiglia del sottoscrittore con la condizione per altro che le azioni così acquistate non venissero vendute per almeno un biennio a pena di doverli (gli sconti) rimborsare; e fu prevista la possibilità di pagamenti rateali.

E poiché anche qui, come nel caso della Preussag, le azioni erano al portatore, e si è voluto evitare il concentramento di potere in poche mani, si è stabilito, analogamente a quanto fatto per la Preussag, una limita-

zione nel diritto di voto, che qui fu fissata in un massimo di 600 azioni (il limite non vale qui per il *Bund* e il *Land*). E anche la possibilità per le banche di votare con azioni ricevute in deposito è limitata ad un massimo del 2% del capitale. La procura deve essere in ogni caso data per iscritto, e deve contenere istruzioni sul modo di votare sui singoli argomenti all'ordine del giorno.

L'operazione fu un successo in ogni senso; non solo perchè le sottoscrizioni superarono quasi del doppio il numero di azioni disponibili e dovettero essere decurtate entro quei limiti; non solo perchè si ebbero in complesso circa un milione e mezzo di nuovi azionisti; non solo perchè le azioni, non appena presentate alle quotazioni di borsa salirono rapidamente di prezzo da 750 a 1.000 marchi; ma anche per la categoria sociale di appartenenza dei sottoscrittori (il 30% impiegati privati, il 7% operai, il 6% artigiani, l'1% agricoltori, e poi funzionari, professionisti o donne di casa ecc.); per il numero di essi che poterono usufruire degli sconti sociali; per il basso quoziente di vendite intervenute nel frattempo di azioni popolari.

8. — Per completare l'esame della fattispecie è da dire che non di rado si è parlato, a proposito dell'azionariato popolare, degli *investment trusts*, dei piani Cofina, e di altri modi tecnici di diffondere l'azionariato tra il pubblico, ripartendone il rischio su vari titoli, rappresentati nel loro insieme da titoli emessi dalla società che fa il piano e lo amministra.

Ma qui siamo fuori dal nostro problema: che non è tanto quello di stimolare l'afflusso di risparmio attraverso la limitazione del rischio con la sua ripartizione in titoli diversi, quanto quello di determinare un interessamento, una partecipazione, una solidarietà di interessi tra lavoratori e imprese societarie, tra pubblico e organismi produttivi, estendendo anche al mondo del lavoro e del risparmio popolari il gusto dell'investimento in imprese azionarie.

9. — Allo stesso modo, se pure per tutt'altre ragioni, vanno separati dal nostro problema quelli della partecipazione diretta dei lavoratori agli utili dell'impresa in cui lavorano, ripartizione da fare in contanti anzichè in azioni della società.

Come espressamente diceva l'art. 86 del codice di commercio dell'82 « la partecipazione agli utili concessa agli impiegati o ad altri dipendenti della società, per rimunerazione totale o parziale dell'opera loro, non attribuisce per sè sola ad essi la qualità di soci ».

E invece azionariato operaio, azionariato popolare, azionariato diffuso

hanno tutti per comune presupposto quello di legare alla società come azionisti l'operaio, l'impiegato, la donna di casa, il pensionato, il risparmiatore, il professionista.

10. — E questo legar costoro alla società vuole essere fatto non con il dare loro delle azioni delle « speciali categorie » di cui parla l'art. 2349. Ma proprio e solo comuni e normali azioni, uguali alle altre, e che danno gli stessi diritti e le stesse facoltà di tutte le altre. Salvo stabilire (ma io dubito che sia utile o necessario) qualche freno o qualche maggiore elemento di vischiosità nella loro iniziale libertà di circolazione, onde frustrare gli scopi particolari per cui l'accesso al capitale azionario sia stato reso possibile o più facile, e salvo stabilire se e in che modo ciò possa essere fatto e fatto risultare dal titolo stesso; e salvo stabilire, ancora, qualche limite nelle possibilità di cumulo di azioni e di voto, diretto o per delega, in assemblea, onde evitare la riconcentrazione nelle mani di pochi di ciò che si è voluto si diffondesse nelle mani di molti.

11. — Completata così l'analisi (rapida) degli atteggiamenti e delle soluzioni che la fattispecie ha avuto in concreto, vediamo ora di inquadrarla entro schemi giuridici.

Chi si accosta a questa materia per trattarla con gli strumenti giuridici e dunque formali, non può non constatare che mentre l'espressione « azionariato diffuso » non vuol dire alcunchè esprimendo al più una situazione di fatto, è invece subito e preliminarmente necessario distinguere tra azionariato operaio e azionariato popolare.

Il primo, l'*azionariato operaio* (per dirla coi sindacalisti) o l'*azionariato dei prestatori di lavoro* (come dice il nostro codice all'art. 2349) o l'*azionariato dei dipendenti* della società (come dice lo stesso codice all'art. 2441, 4° comma aggiunto) delle cui azioni si tratta, esprime, tra i suoi presupposti in senso tecnico, che la relazione azionaria ha da stabilirsi e sussistere tra la società imprenditrice e i suoi propri dipendenti (salvo poi vedere se *debba* sciogliersi nel caso che tale situazione cessi, o se osti alcunchè a che lo possa ad iniziativa e beneplacito dell'ex dipendente). Questa relazione mette in rilievo, come suo dato costitutivo e caratteristico, una circostanza che può altrimenti essere irrilevante (come se un dirigente o un dipendente di una società possiede anche delle azioni di essa). E quindi gioca nel senso che la relazione azionaria possa (e debba) costituirsi contro il diritto o l'aspettativa che altrimenti spetta (o hanno) ai vecchi azionisti in quanto tali e che sia costituita con loro (sia in caso di aumento di capitale *ex art. 2441*, che di alienazione di azioni della società nel possesso di essa *ex art. 2357*).

Il secondo, *l'azionariato popolare*, esprime invece che la relazione si instaura e sussiste tra la società e uno chiunque tra il popolo, questo chiunque non essendo altrimenti qualificabile che attraverso il dato della sua ricchezza, e quindi attraverso il suo reddito, o la professione o il mestiere che fa (in quanto a date professioni si accompagna nell'*id quod plerumque accidit* un reddito noto e nei limiti della previsione *plafond*). L'essere anche dipendente della società non rileverà se non in quanto risolva di per sé, data la qualifica, il problema della sua ricchezza o del suo reddito.

E sarà irrilevante l'essere o meno già azionista (a meno che non venga stabilito — cosa che non mi consta sia mai avvenuta — che ogni socio, vecchio o nuovo, non possa avere in tutto più di un certo numero di azioni). Sarà inoltre elemento della qualificazione e condizione di essa che non si può sottoscrivere, quella volta (v. l'osservazione fatta in parentesi subito poco fa) che un numero di azioni limitato nel massimo: e ciò sia allo scopo di permettere l'accesso alla sottoscrizione al più grande numero possibile di persone, sia allo scopo di evitare concentramenti azionari di partenza.

E' chiaro che la relazione tra i due termini azionariato popolare e azionariato operaio è quella di genere a specie, l'azionariato popolare comprendendo in sè anche l'altro, operaio, o del dipendente, o del prestatore di lavoro, che dir si voglia. Tra i due può, volendo, inserirsi anche l'*azionariato degli utenti* (caso Romana di Elettricità e Selt-Valdarno), che è certo ancora una *species* del *genus* azionariato popolare, mentre non ha che occasionali rapporti e parziali coincidenze con l'altra *species*, quella cioè dell'*azionariato operario*, o del *dipendente*, o del *prestatore di lavoro*.

Tutti sono, poi, aspetti concreti della possibile realizzazione dell'esigenza della maggiore diffusione dell'azionariato. Ma questa è un'esigenza, o un problema politico-sociale, non propriamente giuridico. L'essere l'azionariato più o meno diffuso, sarà, come dicevo, una circostanza di fatto, non certo una categoria giuridica, né una espressione tecnico-giuridica. Mentre lo sono, e per questo ne parliamo qui, le altre di azionariato popolare, o di azionariato operaio, o di azionariato degli utenti.

12. — Chiarito, così, anche terminologicamente il nostro problema, vediamo qualcuno dei suoi profili o momenti giuridici più interessanti.

Distinguerò il momento genetico da quello funzionale.

13. — E circa il primo, il problema di fondo è innanzitutto quello di vedere se l'azionariato operaio e quello popolare siano o meno legati ad una particolare vicenda della vita della società che li condizioni (l'aumento

di capitale o la *trasformazione* della società da un tipo non azionario ad una società per azioni), o se possano darsi anche fuori da quegli eventi, e trovar posto ed alimento anche nel normale gioco della domanda ed offerta di azioni (in borsa, o fuori di essa).

L'esame degli esempi sopra visti di realizzazione di diffusione di azioni tra i dipendenti o gli utenti ci mostra che nella maggior parte dei casi essi sono legati ad aumenti di capitale (a loro volta favoriti dallo svilimento progressivo delle monete), combinati o meno con distribuzioni gratuite di azioni.

Qualche volta, tuttavia, ci fu anche distribuzione di proprie azioni in portafoglio (la Rinascente), combinata, per altro, con aumenti; mai, che io sappia, si è dato acquisto in borsa in massa di azioni da distribuire. Parrebbe, quindi, doversi escludere che l'azionariato operaio (e anche quello popolare, del resto, di cui subito dirò) sia, nel suo momento genetico, un fenomeno di circolazione azionaria (abbiamo visto che l'acquisto di titoli di *investment trusts* o la partecipazione a piani Cofina sono fuori del nostro problema).

E anche quando ci fu possibilità di pagamento di azioni a rate, ciò fu però con sottoscrizione attuale e mai differita entro l'anno nel quale gli amministratori potevano richiamare *tranches* o decimi *ex art. 2443 c. c.* Nè può farsi riferimento, come ho già detto, alle esperienze americane dove il concetto di *authorized capital* falsa, rispetto ai nostri criteri, il problema. Senza contare che l'acquisto in massa di azioni in circolazione, quale dovrebbe essere quell'acquisto che volesse provvedere alle esigenze dell'azionariato operaio o peggio ancora di quello popolare, ne determinerebbe un tale aumento di quotazione che il raggiungimento dello scopo diverrebbe impossibile.

Ne deriva che la realizzazione di scopi di azionariato operaio o popolare deve inserirsi in un fatto tecnico

- a) o di aumento di capitale
- b) o di alienazione di proprie azioni in portafoglio
- c) o di trasformazione di società da non (totalmente) azionaria a società per azioni.

14. — Per vero fenomeni analoghi a quelli che si verificano nel caso dell'aumento di capitale si possono verificare quando una società di persone venga trasformata in una società per azioni. E non diversa è la situazione quando la mutazione intervenga nell'ambito stesso della società di capitale per esempio da una società a responsabilità limitata a una per

azioni, o nell'ambito stesso delle società azionarie quando una accomandita per azioni venga cambiata in una società per azioni. Qui il problema sarà parziale, comprenderà cioè solo la parte degli accomandatari; ma sarà della stessa natura e tipo.

15. — In ogni caso deve vertere su azioni *nuove*, o su *azioni tecnicamente non in circolazione* (art. 2357) o azioni dello stato o di altro ente pubblico.

Anche i due soli casi noti di vero e proprio azionariato popolare, quelli tedeschi della Preussag e della Volkswagen, hanno operato così, la prima attraverso un aumento di capitale (cui si aggiunse e si accompagnò lo spossessamento da parte dello stato di una parte delle sue azioni per soddisfare alla inaspettatamente grande domanda di azioni da parte di persone qualificate) e l'altra attraverso una trasformazione da società a responsabilità limitata a società per azioni.

16. — Ne deriva ancora che il numero delle azioni da impiegare a tale scopo deve essere predeterminato e disponibile. Sarebbe, come abbiamo visto, un non senso economico e giuridico non solo acquistare in borsa le azioni necessarie e farle così salire a spirale nelle loro quotazioni, ma anche non limitarne l'ammontare e fare una sottoscrizione per così dire aperta, quasi la società fosse a capitale variabile.

17. — Ed è certo, in quarto luogo, che non avrebbe senso parlare di azionariato popolare od operaio in società che si costituissero adesso. Per le società di nuova costituzione la raccolta di capitale in larghe cerchie di pubblico è tecnicamente qualificata come « costituzione per pubblica sottoscrizione » (art. 2333 e segg. c. civ.) nè potrebbe, d'altro lato, parlarsi per essa di azioni da diffondere tra i dipendenti che ancora non ha.

18. — E' da dire, in quinto luogo, che se è possibile, e si è molte volte verificato, che azionisti rinunciassero ad opzioni loro spettanti su azioni da emettere in aumento di capitale (2441); se si è dato talvolta che essi votassero nel senso di ammettere i dipendenti a partecipare all'acquisto di azioni della società esistenti nel portafoglio di questa (2357); se non sono ignoti casi in cui l'unico azionista abbia donato in vita o lasciato in morte ai propri operai le azioni rappresentanti l'intero capitale di una società titolare dell'impresa in cui essi lavoravano, mai si è dato che *privati* alienassero le loro azioni per scopi di azionariato popolare. Gli unici esempi noti di vero e proprio azionariato popolare sono quelli tedeschi

della Preussag e della Volkswagen, dove a spossessarsi delle sue azioni a favore del « popolo » fu lo stato, nel perseguitamento di scopi di politica economico-sociale.

Ripeto: si capisce che ciò possa avvenire nei confronti ed a favore dei dipendenti, non lo si capisce, invece, per dei privati, nè lo si può imporre loro, a favore di terzi estranei. Mentre diverso può essere il discorso per lo stato che voglia in tal modo ridistribuire ai suoi cittadini le ricchezze che in fondo si potrebbe dire che loro appartengono attraverso di esso, o che, come era il caso per lo stato tedesco, desideri snazionalizzare, privatizzare le industrie e cercare di farne partecipe in forma diretta quella collettività che già ne era, a suo mezzo, partecipe in forma indiretta. Allora, da quel punto di vista (i tedeschi parlano di *soziale Marktwirtschaft* come di uno scopo da raggiungere e di una nuova forma di mercato) nessuno potrà lamentarsi di una tale misura. Mentre moltissimi sarebbero i soci dissenzienti che impugnerebbero una delibera fatta secondo il 2441 quarto comma, presa non a favore dei dipendenti, o almeno degli utenti dei servizi della società, ma addirittura fatta a favore di « chiunque ». Come potrebbe un privato, un consiglio di amministrazione, giustificare una simile elargizione, quella cioè di mettere, con sacrificio dei soci, a disposizione di terzi estranei delle azioni che appartengono ai soci e che quindi non si può pensare che possano essere distribuite alla collettività? In realtà il problema dell'azionariato popolare in tanto si concepisce in quanto parta da una impresa pubblica cioè da una impresa che appartenga per totalità o in maggioranza allo stato o a un altro ente pubblico, e colpisca le azioni di questi; e lo si concepisce in quanto la politica del governo sia quella di disfarsi delle partecipazioni azionarie, che ha in determinati organismi produttivi, a favore del pubblico. Lo stato, ripeto, lo potrà certo fare, ma applicare questo stesso criterio, questo stesso istituto, nell'ambito dell'azionariato popolare realizzato gravando sull'impresa privata come tale, è assai più difficile e, se non rivoluzionario, certo espropriativo. Nè da questo punto di vista saprei trovare, nell'armamentario del diritto costituito e vigente, il mezzo o lo strumento, se non la volontà totale della assemblea, per attuarlo.

19. — Potrà sorgere un problema di prova circa la legittimazione del candidato azionista. Esso problema sarà facilmente risolvibile, nel caso dell'azionariato dei dipendenti dalla società stessa, attraverso l'ispezione dei suoi libri di lavoro. Attraverso di essi si risolveranno anche quelle questioni — dipendenti da quella prima — che attengano alla qualifica o all'anzianità, quando da esse derivi una diversità di conseguenze circa

il numero delle azioni concesse o l'utilizzazione di possibili facilitazioni disposte dalla società. Lo sarà, del pari, nel caso dell'*azionariato degli utenti*, attraverso un controllo degli elenchi di essi che la società stessa potrà fare. Lo sarà meno nel caso dell'azionariato popolare vero e proprio, e specie nei paesi come il nostro (in altri il proprio reddito si potrebbe attendibilmente provare attraverso la copia della propria dichiarazione fiscale annua o un estratto o un documento dell'ufficio imposte) dove l'occultamento dei redditi e l'evasione fiscale sono purtroppo all'ordine del giorno.

Ed è invece qui, e cioè proprio nell'accertamento dei requisiti di qualificazione dei terzi come « popolo » (nel senso visto sopra), che possono sorgere contestazioni da parte dei vecchi azionisti rimasti soccombenti nelle delibere di cui all'art. 2441 comma aggiunto, o in quelle di cui all'art. 2357 (alienazione di azioni proprie esistenti nel portafoglio della società).

20. — Nessuno speciale problema sollevano sotto l'angolo più generale dal quale ci siamo messi, le agevolazioni particolari che la società faccia, in occasione di aumenti di capitale, o di trasformazione della società in azionaria : rateazioni, sconti, premi, facilitazioni varie.

Il problema può sorgere, se mai, se tali facilitazioni, che si risolvono chiaramente in oneri per la società, sono disposte non già nell'ambito dell'azionariato operaio o dei dipendenti, ma nell'ambito dell'azionariato popolare vero e proprio, e per quella parte di esso che si rivolge a terzi estranei.

Anche qui, critiche e impugnative potrebbero non mancare agli amministratori o all'assemblea, che attuassero, o decidessero, tali provvidenze a favore di estranei. Nè vedrei difficoltà nel condizionare risolutivamente tali benefici al mantenimento, per un certo tempo, della proprietà azionaria da parte di colui che di essi ha goduto. Ma di questo a tra poco.

21. — Passando ora al momento funzionale dirò che il problema che più ha preoccupato le società quando compivano esperimenti di azionariato operaio — e la Germania nei suoi esperimenti di azionariato popolare — fu quello che i neoazionisti non avessero a disfarsi delle azioni appena acquistate, approfittando di una qualunque congiuntura, o cedendo a un qualunque bisogno di denaro.

Dirette a ovviare a questo ultimo pericolo o inconveniente (e così a combattere il male in uno dei suoi sintomi) sono le misure, attuate da varie società, volte a sovvenzionare su azioni i propri « piccoli azionisti » dipendenti.

In un altro ordine di idee, ma sempre volte ad agevolare oggettivamente o psicologicamente il permanere della relazione azionaria, sono le misure previste per es. dal governo tedesco per difendere i corsi delle azioni delle imprese « privatizzate », o quelle prese da varie società per custodire e amministrare le azioni dei dipendenti, staccarne e reinvestirne le cedole, curare gli aumenti di capitale, ecc.

Ma verso una medicina più propriamente eziologica e non solo sintomatica sono volte quelle misure giuridiche che mirano a rendere più rischiosa, quando non impossibile, almeno per un certo tempo, la risoluzione del rapporto.

In Germania si discusse a lungo se introdurre, per queste azioni polari od operaie, la nominatività, differenziandole così dalle altre, identificandone il proprietario, e controllandone le vicende.

E non solo non se ne fece nulla, ma i fatti hanno mostrato che ben più dello strumento giuridico può la consapevolezza che il nuovo azionista ha del proprio interesse, e la coscienza azionaria che in lui si sviluppa specie a fronte dei primi risultati.

Comunque, da noi, dove il presupposto nominativistico è già realizzato almeno in parte (e dico « in parte » perchè le azioni quotate in borsa circolano, se non nei confronti della società almeno nei rapporti tra le successive parti, come titoli al portatore, col beneplacito della giurisprudenza della Corte Suprema), l'essere le azioni al nome non sembra mutare gli aspetti del fenomeno quali si presentano altrove.

E in definitiva, se questo azionariato dei dipendenti o del popolo ha da essere un fatto sociale, non mi sembra il caso di sottoporre queste azioni a vincoli particolari, un po' perchè sono d'accordo con coloro che credono che queste azioni popolari o operaie han da essere azioni come tutte le altre, un po' perchè non ho molta fiducia negli ostacoli o divieti che solo eccitano tra noi il gusto dell'inventiva dell'aggravamento, un po' e più perchè questo azionariato popolare o operaio o è consapevole e volontario, o viene preso come un'angheria e detestato e quindi fallisce il suo scopo.

Altra cosa è se, essendosi proceduto all'acquisto con sconti, agevolazioni o benefici a carico della società o dello stato, questi debbano essere mantenuti anche se l'azione cambia di mano. Qui può forse convenirsi che, come si è fatto in Germania per le azioni Volkswagen, il beneficio possa andare perduto (benchè non sia facile vedere come). Ma in ogni caso io non vedrei con favore che si mettessero limiti alla libera circolazione delle azioni.

E certo, nelle azioni operaie, dovrebbe essere libero di vendere, ma

non obbligato a farlo, quel dipendente che lasciasse l'impiego o il lavoro. Allo stesso modo, qualora si consentisse col progetto di investire in azioni una parte dei fondi di previdenza, bisognerebbe permetterne e garantirne lo smobilizzo in caso di risoluzione del rapporto.

22. — Ho parlato di azioni come tutte le altre. Ciò non toglie che esse, senza che per questo diventino azioni diverse dalle altre ammesse dal nostro ordinamento, possano essere dotate di particolari privilegi nella ripartizione degli utili o nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, secondo quanto permettono, per le azioni in genere, gli artt. 2348, comma 2º, 2350 e 2351 comma 2º c. c.; o che si stabilisca per esse una garanzia di dividendo o di minimo di dividendo, cui provvedere magari con riserve o fondi speciali *ad hoc* o che si concedano ad esse e su esse, acconti-dividendo; e simili.

E non toglie neppure che si potrebbe per esse fare, pur nel sistema nostro attuale, qualcosa ancora, che ne tuteli la genesi particolare e la particolare funzione; come per esempio rendere non applicabile ad esse il divieto di cui all'art. 2358 (il che del resto certe società, che hanno emesso azioni per dipendenti, fanno già oggi attraverso finanziarie o collegate da esse controllate); o escludere che in alcun caso sia loro tolto il diritto d'opzione *ex art. 2441*.

E si potrebbero foggiare particolari sgravi o agevolazioni fiscali nell'acquisto, nel godimento e perfino nella (pur legittima, secondo quanto ho detto sopra) alienazione e specie ora che si torna a parlare del ripristino dell'imposta cedolare.

23. — Ma dove è da andar molto cauti è nel momento o fase del voto.

In Germania, e lo si è visto, nei due casi di azionariato popolare realizzati, si sono stabiliti dei limiti quantitativi al voto. Ma si tratta di limiti generali, che comprendono cioè tutte le azioni e non solo quelle popolari (in un caso, addirittura anche quelle dello stato). E difatti la riforma sul voto dovrebbe essere, se mai, generale, comprendere cioè tutte le azioni esistenti: che è cosa impossibile allo stato delle cose.

Eppure, una grande diffusione dei nostri tipi di azionariato, minaccerebbe, dato il disinteressamento e l'assenteismo di cui mi lamentavo in principio, di rinforzare vieppiù il potere dei gruppi (anche di minoranza) di controllo della società.

E poiché non si potrebbe pensare a forme di voto per referendum (contrario alla struttura delle nostre società come sono ora), nè è detto che servirebbe, ecco che il problema del voto è veramente importante.

Una remora agli abusi potrebbe pensarsi stare in un divieto di cumulo di deleghe secondo il sistema attuato nelle due società tedesche privatizzate, la Preussag e la Volkswagen. Ma anche questo potrebbe giovare solo in parte.

24. — Ed ecco che il problema dell'azionariato popolare od operaio finisce con il toccare la struttura e la riforma stesse del diritto delle società.

Già si corre il rischio, da un lato, di dare corpo e fondamento a quella che voleva essere, nell'intento del suo brillante autore, una constatazione di fatto, secondo la quale i soci delle grandi società sarebbero da dividere in due gruppi, soci amministratori e soci invece risparmiatori, ai primi dei quali, api operaie, sarebbe dato il controllo e l'amministrazione della società, e agli altri invece (api regine a rovescio) soltanto una garanzia di accesso agli utili patrimoniali della gestione <sup>(4)</sup> che è la negazione del nostro problema (a questa stregua i piccoli risparmiatori preferiscono il risparmio postale, cui sono abituati, o i buoni del tesoro, o i libretti delle casse di risparmio). Ma poi, lungi dal fare questi piccoli azionisti consapevoli ausiliari del finanziamento delle maggiori società, si mantiene e aggrava il loro stato di sospettosa estraneità rispetto a quello che non può apparire che un chiuso e munito e nemico fortilizio inaccessibile se non si modifica il sistema dei rapporti società-soci.

Ed è qui che il problema suppone risolto quello della pubblicità dei bilanci, quello della loro verità e trasparenza, quello della loro analiticità e chiarezza; quello del diritto dell'azionista all'informazione, che ha da essere informazione della e sulla verità (e qui vengono alla mente gli uffici che le grandi società americane attrezzano per mantenere rapporti amichevoli verso i propri azionisti e il pubblico in genere; e le *Quarterly letters to the stockholders* che sogliono diffondere tra i soci e fuori sull'andamento della società e i suoi risultati e le sue prospettive); quello della riforma del collegio sindacale, da togliere da dentro la società e da collocare invece al di fuori, all'uso, ancora, americano, con revisori dei conti che sono dei pubblici funzionari, con particolari responsabilità e poteri; quello della costituzione di un organo di controllo, come la Security Exchange Commission, ancora una volta americana, che per altro viene a ogni più sospinto invocata a orecchio, mentre suppone una ben profonda riforma interna per poter funzionare e svolgere i suoi gravi e pesanti poteri;

(4) G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. delle società*, 1961, p. 177 ss., a p. 185; e v. le critiche di G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela delle società per azioni*, *ivi*, 1961, p. 361 ss.

quello della riforma delle assemblee in senso più democratico e meno oligarchico.

Il tutto condizionato a che si liberino le nostre società dall'incubo fiscale: ma intesa, questa espressione, non già nel senso, che piacerebbe a molti, di liberazione dal fisco, ma nel senso, assai meno popolare, di liberazione dalla menzogna fiscale, e di instaurazione del costume della lealtà fiscale: a patto della quale soltanto si può sperare nella chiarezza e verità dei bilanci, nell'utilità di un diritto d'informazione, nell'efficacia di organi prossimi o remoti di controllo, nel ristabilimento della fiducia anche dei piccoli verso la società, che non apparirà più allo sprovvveduto azionista come una specie di antro di alchimie finanziarie giustificabili col fatto dell'incubo e dei pericoli fiscali, ma un luogo, un'impresa di rischio sì comune, ma i cui dati sono noti e resi intelligibili a tutti nelle loro premesse e nelle conseguenze che ne derivano (\*).

REMO FRANCESCHELLI

Milano, Università degli Studi.

(\*) BIBLIOGRAFIA: Sull'azionariato operaio e sull'azionariato popolare si vedano, oltre gli scritti citati nel testo, del GRUSSENDORF, *Grundlagen und Formen der Privatisierung*, Colonia, 1960:

a) gli scritti seguenti, tutti pubblicati nel numero marzo-aprile del 1961 della rivista *L'economia*, dedicata appunto all'azionariato popolare ed operaio: V. LUCARELLI, *Prospettive e problemi dell'azionariato popolare*, p. 5 e segg.; F. COESTER, *La diffusione della proprietà e l'azionariato popolare nella Repubblica Federale tedesca*, p. 27 e segg.; « DICTUM », *Proprietà popolare delle azioni nel Regno Unito*, p. 55 e segg.; E. MARINI, *La Costituzione italiana e l'azionariato popolare e operaio*, p. 79 e segg.; A. GIGLIOLI, *Azionariato popolare e relazioni umane*, p. 87 e segg.; A. GUGLIELMI, *L'azionariato popolare ed operaio in Italia*, p. 27 e segg.; e, a cura del Centro di Studi Economici e Sociali, la parte dello studio su *Esperienze straniere in tema di azionariato popolare ed operaio*, pubblicata a p. 109 e segg. di tale rivista, dedicata agli Stati Uniti, all'Inghilterra, alla Francia, alla Germania e all'Austria; inoltre:

b) F. BALLARINI, *L'azionariato popolare*, Roma, 1960; BRUCCULERI, *Il capitalismo di massa*, in « Civiltà cattolica », n. 2575, 1957, IV, p. 34 e segg.; G. CAPO, *Luci*

*ed ombre dell'azionariato del lavoro*, in « MEC il Mercato Comune », 1961, nn. 3-4, p. 30 e segg.; M. CASTELLANI, *Titoli industriali e risparmio della classe media negli U.S.A.*, in « Rivista italiana di politica economica », 1959, n. 12; C. CASTELLANO, *L'azionariato popolare*, in « Aggiornamento sociale », n. 12, dic. 1960, rubr. 360, p. 1 e segg.; F. FERRIA, *Le relazioni con gli azionisti e la diffusione della proprietà azionaria*, in « Mondo economico », 1957, n. 17; J. FINET, relazione sull'azionariato di massa al Convegno di Torino dell'ottobre 1961 delle Borse Valori dei paesi della CEE; P. GIUSTINIANI, *L'Europa alle soglie del capitalismo di massa*, in « Rivista italiana di politica economica », 1960, n. 4; P. GIUSTINIANI, *Capitalismo europeo di massa e capitalismo americano*, in « Operare », 1960, n. 3; G. LUME, *Capitalismo popolare*, in « Stato sociale », 1960, n. 5; G. L. OSTI, *Azionariato operaio e democrazia economica*, in « Fattore umano », 1960, n. 6-7, 323 e segg.; G. C. RAVAZZI, *L'azionariato popolare*, in « Il mulino », ottobre 1960; G. TEDESCHI, *Azionariato operaio e azionariato popolare*, in « Realtà nuova », 1962, 27 e segg.; D. VILLE, *Actionariat ouvrier*, Parigi, 1960; Sede di Pavia della Banca Provinciale Lombarda, *Azionariato popolare* (brochure), Pavia, 1961; Ufficio Studi de « La Centrale », *L'azionariato popolare*, brevi note (brochure), Milano, 1961.

Questa rivista s'è soffermata sull'argomento con una nota redazionale e un articolo di E. KULHAVY - H. WITHALM, *La riprivatizzazione delle imprese statali attraverso le « Volksaktien »*, febbraio 1957.

## LE « IMPLICAZIONI » GIURIDICHE DELL'AZIONARIATO POPOLARE

Il mio intervento mirerà soprattutto a eliminare il grosso equivoco che, a mio avviso, ha dominato tutte le discussioni degli economisti, discussioni che — sempre a mio avviso — fuoriescono dal tema del convegno, nell'ambito del quale rimangono invece le due « relazioni » dei miei colleghi giuristi, Grassetti e Franceschelli, che hanno lungamente parlato prima di me.

Senza attardarmi in considerazioni preliminari, ricordo che l'amico Ferri ci ha convocati per discutere, seduti attorno a questa grande tavola, dell'« azionariato popolare ». Ma che cosa s'intende, propriamente — e cioè in senso tecnico — per « azionariato popolare »? Io ho l'impressione netta, precisa, che qui non si sia d'accordo sul significato delle parole; che, anzi, l'espressione sia stata usata durante la mattinata in un certo senso; durante il pomeriggio, invece, in un altro senso, che è poi quello tecnicamente corretto. Ho l'impressione — anzi la certezza — che qui si stiano svolgendo *due* convegni, non un convegno solo. Dei quali due convegni, l'uno (quello della mattinata) è stato dedicato all'azionariato popolare in senso profano (a quello che più propriamente potrebbe chiamarsi « azionariato diffuso », che dà vita ad una specie di « capitalismo di massa »); l'altro (quello del pomeriggio) è stato dedicato, invece, all'azionariato popolare in senso tecnico.

Purtroppo, nel campo degli studi sociali, equivoci del genere sono tutt'altro che infrequenti. Molto spesso noi, cultori di quelle discipline che vengono chiamate « morali », lavoriamo soltanto con le parole; e le parole, si sa, hanno il loro fascino, la loro magia, la loro forza di suggestione. Si spiega quindi perché gli economisti, giunti a un certo punto, abbiano capito che non potevano più fidarsi delle sole parole ed abbiano fatto ricorso al metodo matematico: perché le formule sono lì, aride se si vuole, ma chiare e precise, e sbarrano la porta agli equivoci. E poi, chi non sa che le parole, e specialmente gli aggettivi, sono spesso polivalenti?

Prendiamo un esempio notissimo, consideriamo la parola « democratico »: ebbene è risaputo che regimi politici dei più diversi orientamenti si definiscono « democratici » tutti quanti, e tutti quanti a buon diritto. Evidentemente si tratta soltanto di intendersi prima sul significato da attribuirsi alla parola « democratico »!

Oggi è in ballo la parola « popolare » e, si sa, tutti sanno, che, se c'è un'espressione che si presti all'equivoco (soprattutto nel campo della politica, ma anche come si vedrà, nel campo degli studi sociali in genere), questa è davvero la parola « popolare ». Sarà facile dimostrarlo, anzi ri-dimostrarlo in relazione proprio a quanto si è detto stamane.

Stamane infatti — ove si faccia eccezione per qualche sporadico accenno che ricorderò fra breve — si è parlato non già delle azioni popolari in senso tecnico, bensì del modo di rendere... popolari le azioni e di diffonderle tra il popolo: si è parlato, insomma, delle varie maniere con le quali si può dar vita a quello che in altra sede è stato detto « azionariato diffuso », e che si può altrimenti chiamare « capitalismo di massa »: che sarebbe poi un aspetto del « neo-capitalismo ». E' tanto vero quel che io dico, che uno dei numerosi oratori della mattinata ha detto senza mezzi termini che il nostro convegno doveva trattare, sì, della diffusione anche fra il popolo delle azioni, ma che doveva trattarsi di azioni « senza aggettivi ».

Una volta impostato in questa maniera quello che secondo gli oratori della mattinata doveva essere — ma a mio avviso non è — il tema del convegno, abbiamo sentito parlare dei più vari argomenti, tutti inconferenti, se mi è lecito usare quest'espressione. Così abbiamo sentito dire ancora una volta che bisogna riformare l'istituto dei sindaci e introdurre nuovi mezzi di controllo delle società per azioni, perché solo così i risparmiatori potranno avere maggiore fiducia nelle società e, quindi, comprare azioni. Si è sentito proclamare con foga che bisogna riformare la legislazione sulle borse; soprattutto, che bisogna regolamentare gli *investment trusts*, e agevolarne la funzione, che sarebbe specialmente quella di incanalare verso gli investimenti azionari larghe masse di risparmiatori. Si è addirittura chiesto che mediante opportuni corsi d'istruzione — da affidarsi magari alla Televisione — i ceti popolari vengano illuminati sui vantaggi che potrebbe loro offrire l'acquisto di azioni.

Sia ben chiaro che io non nego affatto l'utilità di considerare siffatte proposte perché non nego affatto l'utilità, anche nel nostro Paese, di un azionariato diffuso. Però, dopo avere ripetuto che in tal caso, se stessimo a continuare il discorso, dovremmo dar vita ad un *altro* e ben diverso convegno, voglio subito dopo aggiungere che sono molto scettico, oggi come

oggi — e si tratta di un « oggi » piuttosto lungo — in ordine ai risultati positivi di iniziative del genere ove esse non siano accompagnate da quelle condizioni di speciale favore, delle quali parlerò fra breve. E' stato opportunamente messo in evidenza, proprio stamane, che, se pure è vero che c'è l'offerta, non c'è però la domanda di azioni. Ebbene io preciserò e svolgerò questo concetto ricordando che i nostri ceti popolari (e non solo quelli) impiegano la maggior parte dei loro risparmi al massimo in beni di consumo durevole: non mi risulta (se si fa eccezione per qualche settore particolare, più evoluto e qualificato) che gli operai comprino non dico azioni, ma anche soltanto obbligazioni. Compreranno, faranno ogni sforzo gli operai, anche modesti, per acquistare un comodo appartamentino, e questo è già un progresso tutt'altro che piccolo; ma più in là non vanno e non andranno, a mio parere, se... se non si ricorre all'azionariato popolare in senso tecnico.

Perché questo voglio dire chiaro e netto: nell'espressione « azione popolare » — formata da un sostantivo e da un aggettivo — quel che conta non è il sostantivo, bensì l'aggettivo. Quindi non è affatto vero che il nostro convegno debba trattare delle azioni « senza aggettivo » di sorta: esso deve trattare invece di azioni con l'aggettivo; con un aggettivo, che è appunto l'aggettivo « popolare »; ma questo aggettivo, sia ben chiaro, deve essere inteso in senso tecnico.

Dirò allora che, quando parliamo di azioni popolari in senso tecnico, noi giuristi intendiamo alludere ad azioni che vengono emesse, per così dire, a condizioni di favore. Ancora una volta bisogna intendersi sul significato proprio di quest'ultima espressione, che può anch'essa venire intesa nel senso più lato possibile (potrebbe darsi, ad esempio, che costituisca « condizioni di favore » anche il semplice pagamento rateale). Se l'espressione « condizioni di favore » viene assunta (come si deve) in senso tecnico, allora bisogna avere il coraggio di affermare che il vantaggio per i nuovi sottoscrittori — appartenenti a determinate categorie oppure a determinati ceti — si verifica con il sacrificio dei soci: proprio quel che accade (o può accadere) nell'ipotesi prevista nell'ultimo comma dell'articolo 2441 c. c., dove viene previsto il c. d. azionariato operaio (anzi, con formula più generica, l'azionariato dei dipendenti).

Avevano dunque perfettamente ragione i colleghi giuristi quando, pur differenziando l'azionariato popolare dall'azionariato operaio (*recte*: dei dipendenti), hanno però collocato l'uno e l'altro sullo stesso piano; mentre avevano chiaramente torto i molti oratori della mattinata che hanno negato quest'ovvia verità; e l'hanno negata semplicemente perché essi

non si riferivano alle vere e proprie azioni popolari, bensì alle azioni... diffuse nel popolo, magari per effetto della propaganda televisiva.

Soffermiamoci allora, sia pure per un solo istante, sull'ultimo comma dell'art. 2441, dove è detto che, entro certi limiti (più o meno ampi, a seconda dei casi), può essere escluso il diritto d'opzione spettante ai soci nel caso di aumento di capitale; e ciò a vantaggio dei dipendenti, che così sottoscrivono i nuovi titoli a condizioni di favore giacché fruiscono anch'essi di quanto è stato realizzato in un'epoca durante la quale essi non erano soci. Grassetti ha rilevato che, in tal caso, per escludere il diritto d'opzione, non bisogna dare la prova che l'esclusione viene deliberata perché « l'interesse della società lo esige », così come invece viene disposto dal terzo comma dell'art. 2441. Esatto! ma io aggiungerei che, nel comma riguardante le sottoscrizioni dei dipendenti, l'« interesse sociale » viene presunto *iuris et de iure*. In altri termini, il legislatore pensa che possa essere interesse della società quello di sacrificare i soci quando si tratti di avvantaggiare i dipendenti.

Non mi fermerei qui e continuerei così: è risaputo che in Italia, dove, nonostante tutto, domina tuttora una concezione contrattualistica della società per azioni (e dove la legislazione è ancora, quasi sempre, ispirata a siffatta concezione), l'interesse sociale viene di solito concepito come « interesse comune dei soci ». Questa concezione viene applicata anche nell'ipotesi normale regolata dall'art. 2441, in quella prevista dal terzo comma. Mi sembra invece più difficile applicarla anche nell'ipotesi prevista dal quarto comma, giacché in quest'ultima il sacrificio dei soci non è seguito da alcuna contropartita economica in favore della società. Senza prendere posizione sul delicato argomento, ma limitandomi ad un invito a discuterlo, mi domando, e domando agli altri se, nell'ipotesi in cui il diritto d'opzione venga escluso perché ne profittino i dipendenti, non si tuteli, anziché l'interesse comune dei soci (tutti quanti sacrificati... senza contropartita), l'interesse della società, o come si dice traducendo dal tedesco, l'interesse dell'« impresa in sé ».

Se si accetta questa spiegazione, è chiaro che l'ultimo comma — aggiunto, si badi, qualche anno dopo l'emanazione del codice — costituisce, anche sul piano della teoria, una grossa innovazione. Direi anzi che esso è una vera frattura del sistema contrattualistico e, quel che più conta, una frattura operata dal legislatore. Desidero precisare questo punto giacché un'altra frattura è stata operata recentemente dalla pratica. Così esprimendomi, alludo al caso ricordato poco fa dal collega Grassetti nella sua nitida relazione: a quel caso che adesso io mi sforzo d'inquadrare in una più larga prospettiva. E' risaputo che, or non è molto, vi sono state so-

cietà le quali hanno parzialmente escluso il diritto d'opzione spettante ai loro soci riservando una parte delle nuove azioni da sottoscriversi agli utenti della società stessa: si badi, agli *utenti*, non già ai dipendenti. Grassetti, basandosi sull'ultimo comma dell'art. 2441 — dove si parla, appunto e soltanto, di dipendenti — ritiene che, in tal caso, l'esclusione sia illegittima. Io, in questa sede, non mi pronuncio, anche perché vorrei meglio esaminare il congegno dell'operazione. Posso però dire fin da ora che quest'operazione costituisce un'altra e più grave frattura nel sistema c. d. contrattualistico della società per azioni. Infatti a me sembra chiaro che, in questo caso più che nell'altro (dell'azionariato dei dipendenti), il diritto d'opzione venga escluso non già nell'interesse comune dei soci, bensì nell'interesse della società in sé e per sé considerata; a me sembra chiaro che in questo secondo caso il concetto di *comunità* sociale viene ulteriormente allargato, ricomprendersi, oltre ai dipendenti, anche gli utenti della società.

Veniamo adesso a parlare dell'azionariato popolare in senso tecnico. Se volgiamo l'occhio ai recenti ed imponenti esempi tedeschi, illustrati anche in questa sede, stamane, dal dott. Matzke, esempi che si sono verificati in occasione della recente « privatizzazione » (o « riprivatizzazione ») di alcune grosse industrie, vedremo che le azioni di queste industrie sono state offerte — e, s'intende, sempre in numero limitato — a condizioni di favore (cioè, per parlar chiaro, ad un prezzo inferiore al loro valore reale) a certe categorie di persone, p. es. a chi fruiva soltanto di un basso reddito o a chi era ammogliato con prole e cosí via. Appar chiaro, dunque, che il sacrificio è stato compiuto non già nell'interesse della impresa in sé, ma nell'interesse della collettività, nell'*interesse generale*, che esigerebbe un azionariato diffuso.

E' stato giustamente osservato che, nei casi accaduti di fresco in Germania, erano enti pubblici o enti in mano pubblica quelli che distribuivano le « azioni popolari »; e che in tali casi si giustifica il rilievo dato all'interesse generale. Esatto! però, anche se nessuno può fare il profeta, oso dire che non ci si fermerà a casi del genere; oso dire che assistiamo ad un *trend* irresistibile, al quale sarebbe vano opporsi.

Giorno verrà, io penso, in cui anche le società private vorranno riservare a speciali categorie di cittadini parte delle azioni di nuova emissione, comprimendo ancor più il diritto d'opzione spettante ai soci, e cioè sacrificando all'interesse generale non soltanto l'interesse comune dei soci, ma anche l'interesse dell'impresa in sé. Naturalmente quel giorno bisognerà prevedere e regolare legislativamente l'operazione: come?

Bisogna allora parlare chiaro e netto. Stamane, in una delle rare volte in cui si è parlato in senso tecnico dell'azionariato popolare, si è detto che si sarebbe potuto introdurlo mediante una « piccola riforma » del nostro diritto societario e cioè — preciso io — aggiungendo magari un altro comma all'art. 2441.

« Piccola riforma »? Ancora una volta sono costretto a dire che bisogna intendersi sul significato, quanto meno sulla portata, dei termini; ché, a mio avviso, quelle parole vengono usate per la suggestione di un recente esempio tedesco. Infatti, con riferimento alla nuova legge tedesca che disciplina l'aumento di capitali « con mezzi propri della società », la pratica e la dottrina germanica parlano correntemente di « *kleine Aktienrechtsreform* », di « piccola riforma delle società per azioni » (ed è sintomatico il fatto che — se ben ricordo — quella legge contenga anche una norma che, in deroga alle disposizioni generali, consenta alla società di acquistare azioni proprie, sempreché queste azioni siano destinate a passar nelle mani dei dipendenti).

Orbene, dico chiaro e netto che, se si vorrà introdurre, anche nel campo delle società private, la possibilità di emettere azioni popolari in senso tecnico (comprendendo ulteriormente il diritto d'opzione spettante ai soci), saremo di fronte non già ad una piccola, bensì ad una *grande* riforma delle società per azioni, perché le basi attuali del nostro sistema di diritto societario saranno addirittura capovolte; perché si sarà andati ancor più in là di un sistema a base istituzionale quale è quello tedesco (mentre il nostro è ancora a base contrattuale). Ho bisogno di ricordare che le riforme più rivoluzionarie sono spesso quelle che il legislatore non avverte nemmeno? Il legislatore introduce una piccola norma, con l'intento di regolare un caso particolare, e non si accorge che quella norma provoca una reazione a catena, un'esplosione che fa saltare concezioni radicatissime. Tanto per fare un esempio a me caro, ricorderò quel che è accaduto recentemente con l'introduzione del secondo comma dell'art. 147 l. fall. (nel codice di commercio mancava la norma corrispondente): stabilita la responsabilità del socio occulto di società palese, ne discendeva la responsabilità anche del socio occulto di società occulta; ossia anche della società occulta e di ogni imprenditore occulto in genere. E ciò significava che una concezione radicatissima veniva abbandonata; che la c. d. « *spendita del nome* » non era più necessaria per diventare imprenditore.

Bisogna dunque che il legislatore sia consapevole di quello che fa: bisogna che egli conosca tutte le « implicazioni » (che brutta parola!) contenute in un'eventuale « piccola riforma » del tipo accennato. Bisogna,

meglio ancora, che questa piccola riforma egli la inquadri nell'ambito di una più vasta riforma, ché altrimenti essa striderebbe all'interno di un sistema orientato sulla base di principî nettamente diversi.

Il mio monito è dunque molto semplice e molto chiaro: si sappia quel che si vuole; e, soprattutto, si sappia quel che verrà quando si sarà ottenuto quel che si sarà voluto. Quindi, nessuna « piccola riforma » avvenuta; ma, caso mai, una riforma organica e coerente.

WALTER BIGIAVI

*Bologna, Università.*

## SUMMARIES - ZUSAMMENFASSUNGEN

### ROUND TABLE CONFERENCE ON MASS STOCKHOLDING

A Round-Table Conference on Mass Stockholding was held at Pavia University on November 11th, 1961 in the main hall of the Department of Political Science. The whole-day meeting had been called by the same Department and by its Dean, Prof. Carlo Emilio Ferri.

Prof. Giuseppe Pella, Italian Minister of the Budget was Chairman of this meeting attended both by the best-known experts in Economics and Law and by outstanding representatives of Italian economy and finance, as well as by the Rector of Pavia University and the main city authorities.

What follows is a short summary of the discussions.

Prof. C. E. Ferri opened the meeting pointing out that the development of the Italian economic system is a good premise to the general expansion of stockholding through an increase in mass stockholding. In fact neo-capitalism, as mass production, involves mass consumption as well as mass investment without which a production system is doomed at first to stagnation, then to inevitable involution. Mass stockholding represents indeed the sharing in the risk capital on the part of small-income producers and in particular of holders of labour incomes who, up to now, ignored this form of investment. Mass stockholding is in a certain way implied by the structural modification of the capitalistic system, but the process cannot be left to itself, nor to the so-called spontaneous forces of economy; on the contrary it must be stimulated, controlled and directed towards social aims. Here, Prof. Ferri pointed out the necessity of getting over the obstacles hampering or delaying this movement. The regulations on joint-stock companies must be adjusted to these new needs; the working of the stock exchanges requires an adjustment to the aims of a market of sound shares; investment trusts must be favoured in order to reduce the investment risks of private investors. Finally the face value of shares and their purchase and sale must be adjusted to the particular psychology of the new savers.

Prof. Pella followed, emphasizing the importance of the problem for the immediate future of Italy, and mentioned the Government's intention to favour the expansion of mass stockholding. The Government aims are based on three considerations: the expansion of mass stockholding is a very important phenomenon as a factor of social stability; it also stimulates the good habit of saving, finally it is a factor influencing middle and long-range investment planning. Then, Prof. Pella raised the following questions: to what extent mass stockholding differs from workers' stockholding; the ways to increase mass stockholding observing however the principle of voluntary saving and avoiding forced saving; the opportuneness and conveniency of direct rather than indirect investment towards single firms or groups of firms; whether there are great taxation obstacles to be removed and what are the possible ways of removing them; whether or not tax exemptions or facilities are to be granted; whether it is necessary to rely on organizations defending popular savers and whether subscriptions are to be directed towards command or preference shares; to what extent the reform of joint-stock companies will be able to exhaust the problems of mass stockholding or further revisions of the inherent civil law will be necessary. « The economy of classical

capitalism — said Prof. Pella — is being replaced by a managerial system where ownership must be divided into a larger and larger number of savers ».

The first speaker, Dr. Otto Matzke, commercial attaché of the German Federal Republic in Rome, referred on German experiences in this field and stated that the basic principles of mass stockholding in Germany is strictly tied to the concept of « soziale Marktwirtschaft », that is a social market economy which, by definition, allows great freedom to private initiative, although emphasizing the social aspects of economic policy. The idea that mass stockholding may represent a suitable tool to let the lower classes share in economic development, represents, according to him, only one side of the problem. A small-income producer cannot buy his first shares at high Stock-Exchange quotations; on the contrary he must be able to buy such shares at favourable conditions. Such a possibility can only be provided with the help of the State which in Germany owns a certain number of firms for a real value, of about 5 billion marks, equal to about 750 billion lire.

Prof. Giordano Dell'Amore, Professor of Banking at Bocconi University, Milano, and President of the Italian Savings-Bank Association, first of all approved of the Government's intention to favour mass stockholding only through forms of voluntary saving. Any form of forced saving — he said — is highly undesirable. As regards mass stockholding Prof. Dell'Amore stated the necessity of courageous reforms in the present law regulating joint-stock companies and added however that juridical innovations will only be pre-conditions for stockholding expansion.

Such expansion is to be reached not only through various kinds of taxation, but also through the patient and methodical education of savers in order to accustom them to face directly or indirectly entrepreneurial risks. First of all, it will be necessary to rely especially on indirect shareholding through appropriate investment trusts; secondly, direct participation of mass stockholding will be aimed at. This participation will be favoured by bank credit permitting the instalment payment of purchased shares, but all this would fail to be sufficient if the Government should not adopt those manifold measures which may moderate the fluctuations in the market value of shares. Prof. Dell'Amore denied the necessity to create special shares different from the ordinary ones issued by the same company, in order to reach the aim of mass stockholding.

Such discrimination would cause a plurality of shares limiting their comparative market, giving rise to greater price variations and turning away many savers interested in profitable but not too risky investments. Therefore he suggested the issue of small-value shares, accessible also to small savers. This innovation in fact would not limit the efficiency of the stock market. Among the measures suggested to reduce fluctuations in stock prices, he also appealed to a discipline of self-financing, which is a sound policy only if restrained within natural limits whereas it may cause higher fluctuations when exceeds them.

Prof. Giovanni Demaria, Professor of Political Economy at Bocconi University, Milano, emphasized the importance of workers' stockholding besides mass stockholding, although recognizing that it is still too early to face this question. The main problem to be solved to reach widespread mass stockholding is that of guarantees. Prof. Demaria differed from Prof. Ferri on the necessity of first developing investment companies. In fact — he said out of psychological reasons the low-class stockholder would be induced to expect a stability in stock prices whereas large fluctuations due to technical conditions in the Stock Exchange and the general economic situation are inevitable. According to him, shareholders do not buy shares in order to have a secure income; but in order to gamble

a little or to speculate. North-American practice shows that in spite of the very high fluctuations of recent years the number of shareholders has increased by over 100 per cent reaching the high figure of 15 millions. This shows what progress could be achieved in this field as in Italy shareholders of joint-stock companies quoted at the Stock-Exchange amount to very few hundred thousands only. Stressing the polemical aspects of the problem, Prof. Demaria definitely rejected the suggestion of Prof. Dell'Amore that the banking system should put a certain amount of credit at the disposal of mass shareholders to be used for instalment purchases. This, first of all, might modify the savers' psychology transforming an uncertain operation into secure investment; moreover this amount of credit at the disposal of the Stock-Exchange or banks could not be stable, and therefore the fluctuations deriving therefrom would be prejudicial to mass stockholders.

Dr. Renato Lombardi, President of the Italian Joint-Stock Company Association, after mentioning a few reasons making the expansion of stockholding economically, socially and politically desirable, reviewed its main subjective and objective obstacles as well as the most suitable ways to overcome them. Dr. Lombardi pointed out the substantial difference in aims and implications between widespread and mass stockholding, and stated how the joint-stock institute, with due adjustments, is doubtlessly the most suitable and efficient instrument for the spreading of stock investment for small and middle savers.

Prof. Vittorio Lucarelli, Professor at the International University for Social Studies in Rome, viewing the development of mass stockholding in relation to that of new capitalism, pointed out how mass stockholding may be considered from two different viewpoints: one — a « restricted » angle — considers mass stockholding simply as a way to spread the enjoyment of the financial results of the production process to a wider range of social classes; the other one, — a broader angle — considers mass stockholding as an instrument fit to widen the social basis of the present decision and economic control groups. Prof. Lucarelli suggested a few necessary measures for the spreading of mass stockholding: a limited reform of joint-stock companies; a reform of the legal regulations of the stock market; the granting of tax exemption to small shareholders; and a wide educational program in order to increase savings and their investment in stocks.

After Dr. Ermanno Taglioretti and others had spoken, Professor Riccardo Argenziano of Bocconi University underlined how the spreading of shareholding is the consequence of an evolution in the economic structures of countries with non-centralized political economies, where for their development enterprises require larger and larger amounts of risk capital which — owing to the phenomenon of the division of national income on a large basis — are more and more purchased by the new saving classes.

Therefore the spreading of stockholding is not something to be stimulated, but a progressing and developing phenomenon due to the present evolution of economic systems. Economists locate and point out the phenomenon. The men of law should find in their systems the most suitable ways to regulate it.

Professor Cesare Grasatti, Professor of Civil Law at Milan State University, developed his report on the legal aspects of the problem and pointed out the difference between workers' or employees stockholding and mass stockholding. He started from Arts. 46 and 47 of the Italian Constitution and mentioned, among others, what Signor Fanfani had said when the Constitution was being planned. He sharply analysed the relation between the right of option to which all shareholders are legally entitled and the

possibility for shareholders to surrender, completely or partially, their right of option to the company employees. He then examined the recent decision of Montecatini, Selt-Valdarno, Romana di Elettricità and other companies, aiming at broadening stockholding by offering shares to workers or public services consumers, and he showed the opportunity of reforms in joint-stock company law.

Also Dr. Remo Franceschelli, Professor of Commercial Law at Milan State University, looked at the problem from the legal point of view. He observed, first of all, that stock is generally held by a very limited number of people in our companies and still fewer of them attend meetings and take part in the life of companies. Notwithstanding, Art. 47 of the Constitution states that the Italian Republic favours the admission of the lower classes to direct or indirect investment in the stock of the largest enterprises in the country. There are three ways to it: workers' stockholding (Arts. 2349 and 2441 Civ. Cod.), mass stockholding, consumers' stockholding. After defining these three forms, the author considers the following problems: payment accomodations, initial slowness in circulation, assistance in information, defence of the vote, publicity and reliability of balance sheets; guarantee on a minimum dividend; reduction of taxation as regards the purchase and holding of shares.

However also a reform in the morals and habits of the life of companies can but favour the lower classes' access to these forms of investment, now only very slow and cautious.

Professor Walter Bigiavi, Dean of the Faculty of Economics and Commerce at Bologna University, pointed out that the term « mass stockholding » does not mean a general diffusion of shares among the public, but the selling of shares on special conditions. Then he stressed that although the present Civil Code does not provide for such grants, they might however become more frequent. Finally he warned against the so-called « small reforms » of the law which sometimes risk upsetting the whole structure of juridical institutes.

The Round Table Conference ended with a speech by Professor Pella who concluded: « The problem of mass stockholding is included in the program of economic policy set forward some time ago by the Government which firmly intend to realize a social market economy where economic development and social needs must find their fruitful combination and speedy development: the aim of mass stockholding is to spread personal property as much as possible, just as in the past efforts were made to spread real estate property. This means the presence of wider and wider masses among shareholders, that is among the co-owners of Italian companies. Besides it means the achievement of the principle stated by Art. 47 of the Constitution.

The spreading of mass stockholding implies different tasks: the creation of a favourable psychology, the overcoming of obstacles and suspicions, the realization of facilities and incentives ».

Prof. Pella explained the necessity of a connexion between the policy of mass stockholding and the improvement in the juridical institute of joint-stock companies, especially as regards the defense of small shareholders, the clearness and reliability of balance sheets, the frequency and thoroughness of information regarding company life, the reform of the auditors institute at present very inefficient. He considered also — from the technical point of view — what instruments could be adopted to stimulate investment in stocks, specially in the field of credit and taxation policy. « We should — he said — create a large mass of small stockholders, specially during the present decade (1960-70) which must be the decade of growing and speedy welfare for all, the

decade where those who have been able to practice the virtue of saving may have the satisfaction of being in the forefront in the development of Italian enterprises. The Government will have to choose a policy according to which, through better and better distribution of our increasing national income, the possibility of saving may represent a reality for all those who will leave poverty to enter the domain of welfare. Mass stockholding therefore does not only represent an economic and financial fact: it must above all be a social fact ».

Most of the reports presented at the Conference and revised by the authors themselves are published in this number of our Review and particularly:

C. E. Ferri: *The Round Table Conference*.

C. E. Ferri: *Basic Points on Mass Stockholding*.

G. Pella: *Mass Stockholding: Problems and Questions*

O. Matzke: *Popular Stockholding in Germany*.

G. Dell'Amore: *Conditions and Developments of Mass Stockholding*.

R. Lombardi: *Factual Determinants of Mass Stockholding*.

V. Lucarelli: *Neo-capitalism and Mass Stockholding*.

E. Taglioretti: *A Stockbroker Faces Mass Stockholding*.

R. Argenziano: *Mass Stockholding as a Consequence of the Evolution of Economic Structures*.

C. Grassetti: *Mass Stockholding, Employees' Stockholding and Right of Option*.

R. Franceschelli: *Legal Aspects of Mass Stockholding*.

W. Bigiavi: *Legal Implications of Mass Stockholding*.

The next issue will include: C. E. Ferri: *Investment Trust at International Level as a Tool of Mass Stockholding*, G. Pella: *Mass Stockholding as Pattern of Market Social Economy*, C. Faina: *Workers' Stockholding in the Experience of a Big Italian Company* and G. Manca: *Past and Recent Experience as Regards Profit-Sharing in the U.S.A.*

---

#### « ROUND - TABLE » - DISKUSSION ÜBER DIE VOLKSAKTIE.

Über Initiative der Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität in Pavia und ihres Direktors, Professor Carlo Emilio Ferri, hat am 11. November 1961 in der Aula Magna dieser Fakultät eine « round-table » - Diskussion über das Volksaktientum stattgefunden.

Die Arbeiten beanspruchten den ganzen Tag und wurden vom Bilanzminister, On. Giuseppe Pella geleitet; sie fanden in Anwesenheit der qualifiziertesten Vertreter der juristischen und wirtschaftlichen Disziplinen statt und es waren prominente Vertreter der Wirtschafts- und Finanzwelt des Landes, der Rektor der Universität Pavia und die wichtigsten Vertreter der lokalen Behörden zugegen.

Wir geben nachstehend eine kurze Zusammenfassung der Arbeiten.

Prof. C. E. Ferri hat einleitend hervorgehoben, dass in den Entwicklungsprozessen des italienischen Wirtschaftssystems die Voraussetzungen für die Erweiterung des Aktienbesitzes mittels der Volksaktie gegeben sind. Der Neokapitalismus als Massenproduktion führt zu Massenkonsum und Masseninvestition, ohne die das produktive

System zuerst zur Stagnation und später zum Niedergang verurteilt ist. Mit der Volksaktie wird die Beteiligung des Sparkapitals der kleinen Einkommensträger am Risikenkapital ermöglicht, und im besonderen die Beteiligung von Arbeitseinkommen, die bisher dieser Anlageform ferngeblieben sind. Das Volksaktientum ist in einem gewissen Sinn in den Strukturänderungen des kapitalistischen Systems inbegriffen, aber der Prozess kann nicht sich selbst, den sogenannten spontanen Kräften der Wirtschaft überlassen werden: im Gegenteil, er muss ausgelöst, angeregt, kontrolliert und auf soziale Zielsetzungen gelenkt werden. Zu diesem Zweck hat Prof. Ferri die Notwendigkeit herausgestrichen, Hindernisse zu beseitigen, die dieser Bewegung entgegenstehen oder sie verzögern. Die Normen bezüglich der Aktiengesellschaften müssen diesen neuen Erfordernissen angepasst werden; die Arbeitsweise der Börsen verlangt eine Erneuerung, um den Zielsetzungen eines gesunden Wertpapiermarktes zu entsprechen; die Anlagegesellschaften (Investment Trusts) müssen gefördert werden und eine rechtliche Regelung erhalten, um die Anlagerisiken für die einzelnen Aktionäre zu vermindern. Schliesslich muss die Aktienstückelung, der Preis der einzelnen Aktie sowie der An- und Verkauf dieser an die besondere Mentalität der neuen Aktiensparer angepasst werden.

Minister Pella hat die Bedeutung des Arguments für die nächste Zukunft Italiens unterstrichen und an die Absicht der Regierung erinnert, die Verbreitung des Volksaktientums zu begünstigen. Das Vorhaben der Regierung beruht auf drei Erwägungen: die Verbreitung der Volksaktie ist ein Phänomen mit grosser Tragweite, da sie die soziale Stabilität sichert; sie ist auch ein Mittel zur Förderung der Spartugend; schliesslich ist sie ein Faktor, der die mittel- und langfristigen Investitionen beeinflusst. Der Redner hat dann ein langes Verzeichnis mit Fragen vorgelegt: in welchem Masse unterscheidet sich die Volksaktie von der Arbeiteraktie; welche Wege gibt es, um das Volksaktientum zu erweitern, ohne das Prinzip zu verletzen, freies Sparkapital zu bilden und Zwangssparen zu vermeiden; ob direkte oder indirekte Investitionen in einzelnen Unternehmen oder Unternehmungsgruppen vorteilhafter sind; ob es grosse steuerliche Hindernisse zu beseitigen gibt und welche steuerliche Begünstigungen möglich sind; ob steuerliche Begünstigungen geschenkweise zugestanden werden müssen oder nicht; ob es notwendig ist, sich auf Institutionen zur Verteidigung der Volkssparer zu stützen und ob man sich auf die Zeichnung stimmberechtigter Aktien oder von Vorzugstiteln einzustellen hat; inwieweit die Reform der Aktiengesellschaften die Materie der Volksaktie lösen kann oder ob weitere Reformen rechtlicher Natur erforderlich sind. «Der klassische Kapitalismus,» sagte Pella abschliessend, «überlässt das Feld einer Manager-Wirtschaft, in der das Eigentum auf eine grössere Zahl von Sparern aufgeteilt wird sein müssen».

Der erste Referent, Dr. Otto Matzke, Handelsrat der Deutschen Bundesrepublik in Rom, hat in seinem Bericht über die gegenständlichen Erfahrungen Westdeutschlands bestätigt, dass das grundlegende Prinzip des Volksaktientums in Westdeutschland eng an das Konzept der «sozialen Marktwirtschaft» gebunden ist, also an eine soziale Marktwirtschaft, die in ihrer Definition der privaten Initiative weiten Spielraum lässt, wenn sie auch besondere Aufmerksamkeit den sozialen Aspekten der Wirtschaftspolitik entgegenbringt. Der Gedanke, dass die Volksaktie ein geeignetes Instrument für die Beteiligung der weniger besitzenden Schichten an der Expansion der Wirtschaft ist, stellt nach dem Redner nur eine Seite des Problems dar. Der kleine Einkommensbezieher kann nicht seine ersten Aktien zu den hohen Börsenkursen erwerben; er muss sie vielmehr unter günstigen Bedingungen kaufen können. Diese Möglichkeit wird

nur mit der Intervention des Staates gegeben, der in Deutschland eine gewisse Anzahl von Unternehmungen zu einem gegenwärtigen Wert von ungefähr 5 Mrd. Mark, das sind rund 750 Mrd. Lire, besitzt.

Prof. Giordano Dell'Amore, Ordinarius für Banktechnik auf der Universität Bocconi und Präsident der Vereinigung der italienischen Sparkassen, hat seiner Freude über die Zusicherung Minister Pellas Ausdruck gegeben, dass die Regierung nicht die Absicht habe, das Volksaktientum über Formen des Zwangsparens voranzutreiben.

Zur Volksaktie selbst hat Prof. Dell'Amore einleitend festgestellt, dass es notwendig sei, mutige Reformen am gegenwärtigen Aktienrecht und dem Institut der Bilanzprüfer vorzunehmen, wobei er jedoch hinzufügte, dass diese juristischen Neuerungen nur die Voraussetzungen für einen verbreiteten Aktienbesitz sind.

Um eine solche Verbreitung zu erreichen, sind jedoch nicht nur steuerliche Massnahmen verschiedener Natur, sondern eine geduldige methodische Erziehung der Späher notwendig, um sie daran zu gewöhnen, im Interesse der Wirtschaft des Landes, auf direktem oder indirektem Wege auch das Unternehmerrisiko zu übernehmen. Zunächst wird man sich vor allem den indirekten Beteiligungen über die sogenannten Investmentgesellschaften zuwenden müssen, um später dann zu direkten Beteiligungen der Volksaktien überzugehen. Solche Beteiligungen werden auch durch Bankkredite begünstigt werden können, um die Ratenzahlung der erworbenen Titel zu ermöglichen; dies alles aber würde nicht genügen, wenn man sich nicht bemühen sollte, vielseitige Vorschreibungen zu treffen, die geeignet sind, die Kursschwankungen der Aktientitel zu mildern.

Prof. Dell'Amore hat dann in Abrede gestellt, dass zur Verwirklichung des Volksaktientums die Einführung von besonderen Wertpapiertypen, die sich von anderen Aktien der Gesellschaften unterscheiden, nützlich sei.

Diese Diskriminierung würde eine Vielfältigkeit von Wertpapieren und somit eine Marktaufsplitterung zur Folge haben, was zu stärkeren Preisschwankungen führen und damit viele Späher abhalten würde, die zwar gewinnbringende aber nicht besonders gefährliche Anlagen suchen. Er empfiehlt daher die Ausgabe von Aktien mit niedrigem Nennwert, die auch vom Kleinspäher erworben werden können und nicht die Umlaufsfähigkeit der Titel des Wertpapiermarktes beschränken.

Prof. Giovanni Demaria, Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bocconi, hat nicht nur die Bedeutung der Volksaktie, sondern auch die der Belegschaftsaktie hervorgehoben, wenn auch die Einführung dieser jetzt noch zu früh erscheint. Das grundsätzliche Problem, das zur Erweiterung des Volksaktienbesitzes gelöst werden muss, ist die Garantiefrage: der Redner ist nicht der Ansicht, dass man znerst die Investment-Gesellschaft entwickeln müsse, da der Volksaktionär aus psychologischen Gründen dazu neigt, die Kurse der Aktientitel als stabil zu betrachten, während diese aber ihrer Natur nach, den börsentechnischen Bedingungen und der allgemeinen wirtschaftlichen Lage gemäss, weiten Schwankungen unterworfen sind. Der Redner glaubt auch nicht, dass der Späher Aktien kauft, um sich eine ruhige Einkommensquelle zu verschaffen: wenn er seine traditionellen Gewohnheiten wechselt, so gerade deshalb um an Gewinnen auch als Spieler oder Spekulant teilzunehmen. Die nordamerikanische Praxis hat die Erfahrung gemacht, dass trotz den stärksten Kursschwankungen in den letzten zehn Jahren die Zahl der Aktionäre sich zweieinhalb Mal, auf ungefähr 15 Millionen vergrössert hat. Diese Zahl zeigt, welch ein langer Weg noch in Italien gegangen werden muss, wo die Zahl der Aktionäre der auf den Börsen kotierten Gesellschaften nur wenige Hunderttausend beträgt. In Fortsetzung der polemischen Aspekte hat der Redner seine vollkommen verschiedene Ansicht zu dem von Prof. Dell'Amore

vorgezeigten Weg dargelegt, wonach das Bankensystem ein gewisses Kreditvolumen für die Finanzierung von Ratenkäufen der Volksaktionäre zur Verfügung stellen müsste. Dieser Vorschlag bärge die Gefahr in sich, die Mentalität der Sparer zu schwächen, da eine Transaktion, die natürlicher Weise mit einem Risiko verbunden ist, in eine Ruhe-Investition umgewandelt würde und in zweiter Linie, weil dieses Kreditvolumen, das der Börse oder den Banken zur Verfügung gestellt würde, nicht auf einer konstanten Höhe gehalten werden könnte und daher die daraus folgenden Schwankungen sich ungünstig auf die Volksaktionäre auswirken würden.

Ing. Renato Lombardi, Präsident der Vereinigung der italienischen Aktiengesellschaften, hat kurz an einige der Motive erinnert, die vom wirtschaftlichen, sozialen und politischen Standpunkt her die Verbreiterung des Aktienbesitzes wünschenswert erscheinen lassen und hat die prinzipiellen subjektiven und objektiven Einwendungen, genannt, die ihr entgegenstehen und sie behindern; hierauf erwähnte der die geeigneten Mittel, um sie zu überwinden. Ing. Lombardi hat schliesslich den wesentlichen Unterschied der Zielsetzungen und Schwierigkeiten zwischen Verbreitung des Aktienbesitzes und Volksaktientum aufgezeigt und festgestellt, dass das Statut der Gesellschaft mit entsprechenden Handhaben zweifellos das geeignete und wirksamste Instrument für die Verbreitung der Aktieninvestition bei den kleinen und mittleren Sparern darstellt.

Prof. Vittorio Lucarelli, Dozent an der internationalen Universität für soziale Studien in Rom, hat die Entwicklung der Volksaktie mit der des Neokapitalismus dargestellt und herausgestrichen, dass man zwei verschiedene Ansichten vertreten kann: eine « restriktive », welche in der Volksaktie einfach ein Mittel sieht, um immer weitere Bevölkerungsschichten am Genuss der finanziellen Ergebnisse des Produktionsprozesses teilhaben zu lassen; die andere « weitere » Auffassung betrachtet die Volksaktie als Instrument für die Erweiterung der sozialen Basis der Gruppen, die derzeit die Entscheidung und wirtschaftliche Kontrolle innehaben. Nach einer Prüfung der Probleme, die im Zusammenhang mit der « restriktiven » Ansicht stehen, hat der Redner einige für die Verbreitung der Volksaktie notwendigen Interventionen genannt: eine kleine Aktienrechtsreform; eine Reform der rechtlichen Disziplin des Börsenhandels; Zugeständnis steuerlicher Begünstigungen für die Kleinaktionäre; ein weites Erziehungsprogramm, um den Sparwillen zu stärken und das Sparkapital zur Aktieninvestition hinzuleiten.

Nach den Diskussionsbeiträgen von Dr. Ermanno Taglioretti und anderen hat Prof. Riccardo Argenziano hervorgehoben, dass die Verbreitung des Aktienbesitzes eine Folge der gegenwärtigen Evolution der wirtschaftlichen Struktur der Länder mit Wirtschaftspolitiken ist, die auf dezentralisierten Entscheidungen beruhen, wo die Unternehmungen für ihre Entwicklung immer grössere Massen an Risikokapital benötigen, das durch die Aufteilung auf einen weiten Anteil des Nationaleinkommens in steigendem Ausmass wachsen und von neuen Sparerschichten erworben werden muss.

Die Verbreitung des Aktienbesitzes ist also weniger ein Faktum, das gefördert werden muss, sondern ein Phänomen, das vorwärts dringt und sich aus der Evolution der heutigen Wirtschaftssysteme entwickelt.

Die Wirtschaftswissenschaft hat dieses Phänomen herausgestellt. Die Juristen müssen nun im Rahmen der bestehenden Rechtsordnungen seine vorteilhafteste Regelung finden.

Prof. Cesare Grassetti, Ordinarius für ziviles Recht an der Mailänder Universität hat in seinem Referat über die juristischen Aspekte die Unterschiede zwischen Beleg-

schäfts- und Volksaktie aufgezeigt. Der Redner hat, ausgehend von den Artikeln 46 und 47 der Verfassung unter anderem an die Intervention des On. Fanfani zur Zeit der Ausarbeitung der Verfassung erinnert. Er hat in einer genauen Analyse die Beziehungen zwischen dem Bezugsrecht, welches das Gesetz allen Aktionären gewährt, und der Möglichkeit erklärt, dass dieselben Aktionäre ganz oder teilweise auf ihr Bezugsrecht zugunsten der Arbeitnehmer der Gesellschaft verzichten.

Der Vortragende hat dann die letzten Beschlüsse der Montecatini, der Selt Valdarno, der Romana di Elettricità und anderen Gesellschaften geprüft, die auf die Ausweitung der Aktienbasis mittels Anbot von Aktien an die Arbeiter und die Personen gerichtet sind, die ihre Dienstleistungen in Anspruch nehmen und hat abschliessend die Notwendigkeit von Reformen aufgezeigt, die in einer weiteren Ordnung der Aktiengesellschaften durchgeführt werden müssen und die sittliche Evolution zu berücksichtigen haben.

Prof. Remo Franceschelli, Ordinarius für Handelsrecht an der Mailänder Universität, hat sich desgleichen mit der juristischen Seite dieses Problems beschäftigt. Er ist von der Feststellung ausgegangen, dass die italienischen Aktiengesellschaften eine sehr enge Aktienbasis haben und dass von den eingetragenen Aktionären nur die wenigsten an den Versammlungen und am Leben der Gesellschaft teilnehmen. Auch der Artikel 47 der Verfassung sagt, dass die Republik den Zutritt zur direkten oder indirekten Aktieninvestition im grossen Produktionskomplex des Landes begünstigt. Nun gibt es drei Mittel: die Belegschaftsaktie (nach den Art. 2349 und 2441 des Codice Civile), die Volksaktie und die Benutzer- oder Konsumentenaktie. Nach der Definition und Unterscheidung der drei Fälle sind es die folgenden Probleme, die in Erwägung zu ziehen sind: Erwerbserleichterungen; anfänglicher Anreiz für den Umlauf, Assistenz in der Information, Schutz des Stimmrechts, der Publizität und der Bilanzwahrheit; Garantie einer Mindestdividende, steuerliche Erleichterungen beim Ankauf und auf den Gewinn.

Auf jeden Fall ist es sicher, dass eine Reform auch in moralischer und sittlicher Hinsicht des Gesellschaftslebens die Beteiligung des Volkes an diesen Investitionsformen nur begünstigen kann, während man sich jetzt diesen Investitionen nur mit grösster Vorsicht und Misstrauen zuwendet.

Prof. Walter Bigiavi, Präs des Fakultät für Wirtschafts- und Handelswissenschaften der Universität Bologna, hat festgestellt, dass man unter Volksaktientum nicht die allgemeine Verbreitung des Aktienbesitzes im Publikum verstehen darf, sondern dass es sich um die Überlassung von Aktien zu Vorzugsbedingungen handelt. Überdies hat er unterstrichen, dass man in Codice Civile, wenn er auch nicht die Anwendungsformen dieser Aktienart vorsieht, immerhin eine merkbare Tendenz zu ähnlichen Verbreitungsformen feststellen kann; abschliessend hat er vor den sogenannten kleinen Reformen gewarnt, mit denen man eine Verzerrung dieser Institutionen riskiert.

Die Diskussion ist mit einer Ansprache des Bilanzministers, On. Pella, beendet worden, der abschliessend folgende Feststellungen getroffen hat:

« Das Problem der Volksaktie schaltet sich in das Programm der Wirtschaftspolitik ein, das seinerzeit von der Regierung in der festen Absicht verkündet worden ist, eine soziale Marktwirtschaft zu verwirklichen, in der wirtschaftliche Entwicklung und soziale Forderungen die fruchtbarste Vereinigung und den stärksten Impuls erfahren.

Die Volksaktie will dem Erfordernis entsprechen, auch den Aktienbesitz in höchstem Masse zu verbreiten, so wie man in den vergangenen Jahrzehnten für die breite Streuung des Immobilienbesitzes gearbeitet hat. Die Existenz einer immer weiteren Masse von

Aktieninhabern, also von Miteigentümern italienischer Unternehmungen bildet überdies die Verwirklichung des Prinzips, das im Artikel 47 der Verfassung festgehalten ist.

Der einzuschlagende Weg verlangt verschiedene Erfordernisse: die Schaffung einer günstigen psychologischen Einstellung, Überwindung der Hindernisse und des Misstrauens, die Schaffung von Erleichterungen und Anregungen ».

Minister Pella hat dann weitgehend die Notwendigkeit einer Verbindung zwischen der Politik für die Volksaktie und einer besseren rechtlichen Disziplin für die Aktiengesellschaften dargelegt, vor allem was den Schutz der Minderheiten, die Klarheit und Richtigkeit der Bilanzen, die Häufigkeit und Weite der Informationen über die Entwicklung der Gesellschaft, die Reform der Normen bezüglich der Bilanzprüfer, die gegenwärtig eine sehr bescheidene Funktion ausüben, anlangt.

On. Pella hat weiterhin auf technischer Ebene die Frage untersucht, welche Mittel eingesetzt werden könnten, um die Investition in Aktien zu ermutigen, vor allem auf dem Gebiet der Steuer- und Kreditpolitik. « Es geht darum, — so meinte er abschliessend — eine grosse Schar vor Kleinsparern in Aktienwerten zu schaffen, vor allem in dem jetzt begonnenen Jahrzehnt, das ein Dezennium rasch wachsenden Wohlstandes für alle sein muss, in dem jeder, der zu sparen weiss, die Genugtuung haben kann, der Schar der Protagonisten der Entwicklung der italienischen Unternehmungen anzugehören. Die Regierung wird eine Politik verwirklichen müssen, in der eine immer bessere Verteilung des ständig wachsenden Nationaleinkommens erzielt wird und die Möglichkeit zu sparen für alle gegeben ist, die aus der Armut in die erste Zone des Wohlstandes eintreten. Die Volksaktie ist daher kein ausschliessliches Wirtschafts- und Finanzierungsinstrument: sie muss einen sehr wichtigen sozialen Faktor repräsentieren ».

Der grösste Teil dieser Interventionen, in erweiterter und genauer Form, wird in diesem Heft wiedergegeben, und zwar :

C. E. Ferri: *Der « Runde Tisch ».*

C. E. Ferri: *Anhaltspunkte für das Volksaktientum.*

G. Pella: *Probleme und Fragen der Volksaktie.*

O. Matzke: *Die Volksaktie in Deutschland.*

G. Dell'Amore: *Bedingungen und Entwicklungsarten des Volksaktientums.*

R. Lombardi: *Bestimmende Faktoren des Volksaktientums.*

V. Lucarelli: *Neokapitalismus und Volksaktie.*

E. Taglioretti: *Börsenmakler und Volksaktie.*

R. Argenziano: *Die Verbreitung des Aktienbesitzes in der Evolution der wirtschaftlichen Strukturen.*

C. Grasatti: *Volksaktie, Belegschaftsaktie und Bezugsrecht.*

R. Franceschelli: *Rechtliche Momente und Merkmale des Volksaktientums.*

W. Bigiavi: *Die rechtlichen Grundlagen des Volksaktientums.*

In nächstem Heft werden folgende Beiträge wiedergegeben sein :

C. E. Ferri: *Ein Investment-trust auf internationaler Basis als Instrument des Volksaktientums.*

G. Pella: *Die Volksaktie als Paradigma einer sozialen Marktwirtschaft.*

Carlo Faina: *Die Belegschaftsaktie in der Sicht der Erfahrungen einer grossen italienischen Gesellschaft.*

Gavino Manca: *Alte und neue Erfahrungen bezüglich der Gewinnbeteiligung in den Vereinigten Staaten.*

# BANCA POPOLARE DI NOVARA

Presieduta dal Cavaliere del Lavoro Sandro Sozzetti — Presidente e Amministratore Delegato — si è svolta domenica 11 corrente mese l'Assemblea ordinaria e straordinaria dei Soci della Banca Popolare di Novara.

Essendo stata data per letta dai — 3.237 — soci convenuti la relazione del Consiglio di Amministrazione, il cui testo in fascicolo a stampa era già stato, come di consueto, largamente diffuso nei giorni precedenti l'Assemblea, il Presidente ha sintetizzato le note più salienti della relazione stessa, soffermandosi sui dati di gestione che in particolare misura hanno caratterizzato l'andamento dell'esercizio 1961.

L'aumento dei depositi e correlativamente quello degli impieghi sono stati oggetto di particolare esame soprattutto in riferimento alla dinamica espressa dalla congiuntura economica generale alla cui espansione la Banca Popolare di Novara ha dato un concreto contributo.

Anche le maggiori prospettive aperte agli operatori economici dal progressivo consolidamento del Mercato Comune Europeo hanno trovato pronta adesione ed utile sostegno nell'ambito del particolare ruolo che le attività bancarie sono chiamate a svolgere in un regime di più larga integrazione economica.

In tale direttrice le cure della Banca Popolare di Novara sono recentemente culminate con lo stabilimento di propri Uffici di Rappresentanza a Londra ed a Francoforte sul Meno, non solo quale chiara dimostrazione delle sue possibilità operative anche al di fuori del territorio nazionale, ma soprattutto quale affermazione della sua precisa volontà di contribuire efficacemente a realizzare il necessario substrato economico comunitario su cui concretamente erigere la nuova Europa prevista, nelle sue alte finalità, dal Trattato di Roma.

Nell'interesse della Clientela che sempre più numerosa si volge al credito a medio termine onde adeguare impianti ed attrezzature all'impulso innovativo della scienza e della tecnica, significativo sviluppo hanno assunto le relazioni con gli Istituti dei quali la Banca Popolare di Novara è partecipante — Centrobanca — Efibanca — Mediocredito Piemontese — e, per quanto attiene alle particolari esigenze del ceto agricolo, con l'Istituto Federale di Credito Agrario per il Piemonte e la Liguria.

Si è inoltre proseguito alla ulteriore realizzazione del programma edilizio con la costruzione di immobili per altre nove dipendenze, mentre numerosi cantieri sono in piena attività per portare a termine altri edifici residenziali di importanti filiali.

Il Presidente-Amministratore Delegato ha quindi rivolto al Direttore Generale, ai Membri della Direzione Generale, ai Dirigenti, ai Funzionari ed al Personale tutto il più vivo elogio

per l'intelligente ed assidua opera svolta, in stretta armonia di intenti, per il conseguimento dei risultati che in modo così confacente con le tradizioni dell'Istituto hanno concluso l'anno novantesimo della sua fondazione.

Calrose espressioni di omaggio il Presidente-Amministratore Delegato ha infine rivolto al Governatore della Banca d'Italia — S. E. Dott. Guido Carli — supremo moderatore delle attività creditizie; al Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana — S. E. Avv. Stefano Siglienti; al Presidente dell'Associazione Nazionale « Luigi Luzzatti » fra le Banche Popolari — M. O. Prof. Oddone Fantini, ed al Presidente dell'Istituto Centrale delle Banche Popolari — Cavaliere del Lavoro Rag. Giorgio Marani.

Apertasi la discussione hanno preso la parola i Signori Prof. Dott. Ignazio Cerri, Comm. Giulio Goehring, Comm. Luigi Illario, Avv. Alberto Scocchera, Avv. Dott. Piero Agostoni, Dott. Giovanni Arduin i cui interventi hanno posto in luce le notevoli realizzazioni conseguite dalla Banca al termine dei suoi novant'anni di vita operosa al servizio del progresso economico nazionale ed in misura oltremodo di rilievo in questo dopoguerra per l'eccezionale dinamismo impresso alle attività aziendali dal Cavaliere del Lavoro Gr. Uff. Sandro Sozzetti, verso la cui persona unanime si è manifestato l'applauso dell'Assemblea.

Agli oratori intervenuti ha risposto il Presidente-Amministratore Delegato, rilevando l'elevato tono delle discussioni e sottolineando come i consensi ed il plauso espressi all'opera del Consiglio di Amministrazione, della Direzione Generale e del Personale tutto, suonassero incitamento per proseguire con immutato fermo impegno sulla via del potenziamento delle strutture e dell'organizzazione aziendale in vista delle nuove mete che attendono la Banca, massimo esponente del credito popolare in Italia e nel mondo, nell'ambito delle prospettive, unanimemente condivise, sulle possibilità di una sempre più ampia integrazione economica occidentale.

L'Assemblea ha quindi approvato all'unanimità il bilancio, il rendiconto ed il riparto utili dell'esercizio 1961, e dopo aver consentito di anteporre alle nomine consiliari l'esame delle modifiche statutarie, ha proceduto all'approvazione del proposto nuovo testo degli articoli dello Statuto sociale concernenti il potenziamento funzionale e rappresentativo del Consiglio di Amministrazione, l'espansione territoriale delle dipendenze in Italia ed all'estero ed il conferimento di maggiori facoltà al Consiglio stesso in ordine alle procedure ipotecarie.

Preso poscia atto delle dimissioni da Presidente del Collegio Sindacale del Cavaliere del Lavoro Ing. Dott. Guido Canalini e da Consigliere di Amministrazione dell'Avv. Roberto Di Tieri, l'Assemblea ha dato inizio alle votazioni per il rinnovo parziale del consiglio a norma di Statuto, votazioni conclusei con la nomina delle sullodate personalità rispettivamente a Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione ed a Presidente del Collegio Sindacale. In base allo scrutinio finale sono stati altresì nominati, quali nuovi Consiglieri di Amministrazione, i Signori Boroli Dott. Achille e barone Dott. Ernesto de' Ghislanzoni.

Il Consiglio di Amministrazione è pertanto attualmente così composto:

Presidente: Cavaliere del Lavoro Gr. Uff. Rag. Sandro Sozzetti; Vice Presidenti: Gallo Rag. Quinto e Cavaliere del Lavoro Ing. Dott. Guido Canalini; Consiglieri: Belletti Dott. Giuseppe, Bertolone Cavaliere del Lavoro Dott. Ing. Pietro, Boroli Dott. Achille, Cantoni Dott. Giuseppe, de' Ghislanzoni barone Dott. Ernesto, Duc Prof. Dott. Camillo, Fassio Vittorio, Gola Dott. Ing. Luigi, Guasti Dott. Not. Alessandro, Macchi Dott. Ing. Natale, Maggia Cavaliere del Lavoro Dott. Guido, Monti Cavaliere del Lavoro Rag. Riccardo, Piras Avv. Quintino, Stoppani Avv. Giovanni, Tallia Rag. Aldo.

I componenti il Collegio Sindacale sono i Signori:

Avv. Roberto Di Tieri - Presidente, Balossini Prof. Avv. Cajo Enrico, Bandi Rag. Francesco, Ricevuti Dott. Rag. Alberto, Tarchetti Dott. Ing. Francesco - Sindaci.

Il novantesimo bilancio, chiuso al 31 dicembre 1961, si compendia nelle seguenti cifre:

### ATTIVO

Cassa, fondi e depositi presso la Banca d'Italia ed il Tesoro . . . . .	L. 114.992.100.509
Portafoglio - Cambiali . . . . .	102.736.673.291
Sovvenzioni contro pegno di valori . . . . .	35.701.579.686
Riporti attivi . . . . .	5.792.659.145
Beni immobili . . . . .	4.209.769.454
Valori dell'Istituto:	
Buoni Tesoro ordinari . . . . .	38.086.730.000
Tit. di Stato e diversi . . . . .	14.002.614.130
Conti correnti:	
con Banche . . . . .	31.853.157.075
con filiali . . . . .	4.874.022.754
diversi e con garanzie . . . . .	164.374.141.103
Mutui e conti correnti a Enti pubblici . . . . .	1.493.635.447
Partecipazioni . . . . .	1.935.774.813
Mobilio, casseforti, cassette . . . . .	1
Effetti e debitori per effetti all'incasso . . . . .	22.908.818.222
Partite varie . . . . .	16.051.850.567
Ricevitorie, esattorie . . . . .	2.232.433.829
Titoli del Fondo indennità di licenziamento . . . . .	3.574.115.800

L. 564.820.075.826  
Conti impegni e rischi . . . . . 121.578.007.496  
Conti d'ordine . . . . . 304.378.583.266  
L. 990.776.666.588

### PATRIMONIO SOCIALE

Capitale - Azioni N. 4.053.381 . . .	L. 2.026.690.500
Riserve (legali e straordinaria) . . . . .	» 10.670.247.852
Fondi:	
per eventuale svalutazione crediti . . . . .	» 2.600.000.000
per oscillazione valori . . . . .	» 390.000.000
per ricostituz. ed ammort. stabili . . . . .	» 650.000.000
	L. 16.336.938.352

### PASSIVO

Deposito fiduciari	
L. 237.472.100.004	
Banche e Corrispondenti	
L. 243.931.196.062	
	L. 481.403.296.066
Creditori per effetti all'incasso . . . . .	» 25.573.158.687
Assegni ordinari . . . . .	» 7.465.000
Assegni circolari . . . . .	» 6.999.193.958
Partite varie . . . . .	» 17.888.614.821
Ricevitorie, esattorie . . . . .	» 2.214.366.632
Fondo per indennità di licenziamento . . . . .	» 9.805.977.170
Fondo impersonale di Previdenza . . . . .	» 754.610.072
Risconto dell'attivo . . . . .	» 1.807.586.000
Utile netto dell'esercizio da assegnare . . . . .	» 2.028.869.068

L. 564.820.075.826  
Conti impegni e rischi . . . . . 121.578.007.496  
Conti d'ordine . . . . . 304.378.583.266  
L. 990.776.666.588

*Il dividendo di L. 300 per azione è pagabile presso tutte le Filiali della Banca.*

*lino*  
*canapa*  
*cotone*

**il più  
rinomato assortimento  
di telerie**

**bassetti**

BANCA  
COMMERCIALE  
ITALIANA

BANCA DI INTERESSE NAZIONALE

CAPITALE SOCIALE L. 20.000.000.000 - VERSATO L. 16.490.000.000  
RISERVA L. 6.500.000.000

*Al servizio del risparmio italiano  
per l'attuazione di un*

**AZIONARIATO POPOLARE**

**COFINA**

**PIANI DI INVESTIMENTO PLURIENNALI  
ASSISTITI DA COPERTURA ASSICURATIVA**

**COMPAGNIA FINANZIARIA INVESTIMENTI AZIONARI**

**Piazzetta Bossi 2 - MILANO**

# CREDITO AGRARIO BRESCIANO

BANCA AGENTE PER IL COMMERCIO DEI CAMBI

FINANZIAMENTI A MEDIO TERMINE  
ALLE MEDIE E PICCOLE INDUSTRIE  
FINANZIAMENTI AGLI ARTIGIANI  
PRESTITI SUL FONDO DI ROTAZIONE  
CREDITO AGRARIO DI ESERCIZIO

SOCIETÀ PER AZIONI - CAPITALE SOCIALE E RISERVE (1961) L. 656.000.000  
SEDE SOCIALE IN BRESCIA - VIA TRIESTE, 8 - TEL. 51.161  
55 AGENZIE: 6 in città, 47 in provincia di Brescia e 2 in provincia di Trento  
Uffici di Rapp. in MILANO - Galleria De Cristoforis, 1 - Telef. 780.034 - 705.752

ANNO DI FONDAZIONE 1883



sul vostro cammino in tutta ITALIA **Jolly Hotels**





La fortuna è per metà arbitra  
delle nostre azioni: ma ci assale  
dove non abbiamo costruito ar-  
gini e ripari.

*Niccolò Machiavelli (1469-1527)*

Nessun uomo pratico negherà che molto, negli affari umani, dipende dalla fortuna; tuttavia, dipendono da noi i limiti che mettiamo alla sua potenza. Alla fortuna avversa l'uomo oppone il suo coraggio; ma non può resistere se non ha predisposto la necessaria organizzazione.

Il segreto dell'uomo moderno sta tutto nella sua capacità organizzativa; si trova qui la ragione dei suoi immensi successi; qui è il fondamento della sicurezza di sé che egli ha saputo conseguire.

L'industria moderna è probabilmente il campo in cui le attitudini organizzative umane si rendono più evidenti. Quanto meno, è questo il campo in cui organizzazione è la sola parola magica capace di dischiudere la porta del successo. Organizzare, prevedere, prevenire: ecco il motto delle industrie che realmente si impegnano a progredire.

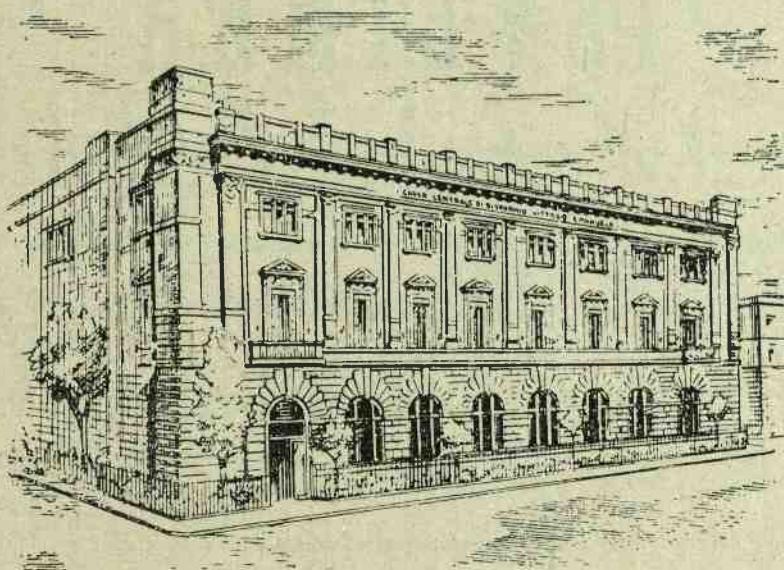
# **CASSA DI RISPARMIO DI VERONA VICENZA E BELLUNO**

## **ISTITUTO INTERPROVINCIALE**

**DEPOSITI 105 MILIARDI  
PATRIMONIO 4 MILIARDI E MEZZO  
110 DIPENDENZE NEI PRINCIPALI CENTRI  
DELLE PROVINIE DI VERONA, VICENZA,  
BELLUNO E MANTOVA**

**TUTTE LE OPERAZIONI E I SERVIZI DI BANCA**

**CASSA CENTRALE DI RISPARMIO V. E.**  
**PER LE PROVINCIE SICILIANE**



**PRESIDENZA E DIREZIONE GENERALE: PALERMO**  
Fondata nel 1861

*188 DIPENDENZE IN SICILIA  
CORRISPONDENTI IN TUTTA ITALIA*

**TUTTE LE OPERAZIONI DI BANCA**

*CREDITI SPECIALI: AGRARIO - ALBERGHIERO - ARTIGIANO - PESCHERECCIO  
PIGNORATIZIO - INDUSTRIALE D' ESERCIZIO*

Banca Agente per le operazioni di commercio con l'Estero e la negoziazione  
di valuta Estera

*La Cassa rilascia libretti denominati "Risparmio per l'abitazione,, e "Risparmio  
Assicurativo,, con particolari agevolazioni*

ISTITUTO PER LO SVILUPPO ECONOMICO DELL'ITALIA MERIDIONALE

# ISVEIMER

Fondi di dotazione e patrimoniali L. **25.004.757.751**

Ente di diritto pubblico per l'esercizio del credito a medio termine nel Mezzogiorno Continentale.

- Operazioni di mutuo a condizioni di favore con ammortamento entro il periodo massimo di 15 anni, dei quali 5 di preammortamento, per la costruzione, il rinnovo o l'ampliamento di impianti industriali.
- Sovvenzioni cambiarie, con rimborso in 5 anni, per l'acquisto o il rinnovo dei macchinari.
- Finanziamenti per l'apprestamento, il rinnovo o l'ampliamento di impianti commerciali, con ammortamento in 10 anni.

#### Principali caratteristiche dei finanziamenti ISVEIMER :

- tasso d'interesse del 4% in ragione d'anno, riducibile al 3% col contributo del Ministero dell'Industria e Commercio;
- esenzione di tasse, imposte e tributi per tutti i provvedimenti, atti e formalità relativi alle operazioni di finanziamento;
- percentuali di concorso, di massima fino al 70%, rispetto all'intero fabbisogno, per l'attuazione del progetto che si intende realizzare.

Impianti industriali finanziari al 31 dicembre 1961 :

N. 1832 per L. 246.366.298.000

Per ogni informazione circa le condizioni e le modalità dei finanziamenti i Sigg. Clienti possono rivolgersi a :

ISVEIMER - Servizio Sviluppo - NAPOLI - Via S. Giacomo, 19 - Tel. 325.475.

- Ufficio di Rappresentanza per l'Alta Italia - MILANO - Via Meravigli 12 - 14 - Tel. 875.188.
- Ufficio di Rappresentanza - COSENZA - Corso Telesio, 17 - Telefono 41.362.
- Ufficio di Rappresentanza - BARI - Corso Vittorio Emanuele, 52 - Tel. 14.435.
- Ufficio di Rappresentanza - POTENZA - Via Pretoria ( Palazzo Assicurazioni Generali ).

# CREDITO ITALIANO

SEDE SOCIALE: GENOVA                    DIREZIONE CENTRALE: MILANO  
CAPITALE L. 15.000.000.000 — VERSATO L. 12.350.000.000  
RISERVA L. 3.700.000.000

ANNO DI FONDAZIONE 1870

275 FILIALI IN ITALIA

RAPPRESENTANTI A

BUENOS AIRES

FRANCOFORTE s/M - LONDRA - NEW YORK

PARIGI - SÃO PAULO - ZURIGO

BANCA DI INTERESSE NAZIONALE

# Banca Popolare di Milano

*Società Cooperativa a r. l.*

FONDATA NEL 1865

Sede Centrale **M I L A N O** - Piazza F. Meda, 4

Sede di **R O M A** : Via Tomacelli, 140

BUSTO ARSIZIO - GALLARATE - LISSONE  
- MONZA - SEREGNO - VARESE

Agrate Brianza - Arosio - Bellusco - Besnate -

Bresso - Caronno Pertusella - Cassano Magnago

- Cavaria - Cernusco sul Naviglio - Cerro Maggiore - Cormano - Cusano Milanino - Gerenzano

- Lentate sul Seveso - Limbiate - Macherio - Magenta - Magnago - Mariano Comense - Meda

- Muggiò - Novate - Paderno Dugnano - Rho

- Saronno - Sesto S. Giovanni - Settimo Milanese - Usmate-Velate - Vanzago - Varedo -

Villasanta - Vittuone

# CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE

*FONDATA NEL 1823*

DEPOSITI RACCOLTI DALL'ISTITUTO  
E CARTELLE IN CIRCOLAZIONE  
**950 MILIARDI DI LIRE**

RISERVE: 34 MILIARDI  
287 DIPENDENZE



TUTTE LE OPERAZIONI DI BANCA  
CREDITO AGRARIO - CREDITO FONDIARIO  
FINANZIAMENTO DI OPERE PUBBLICHE

QUALUNQUE OPERAZIONE CON L'ESTERO

# BANCO DI NAPOLI

ISTITUTO DI CREDITO DI DIRITTO PUBBLICO FONDATO NEL 1539

*Fondi patrimoniali e riserve : L. 19.545.941.443*

*Riserva speciale Cred. Ind. : L. 8.147.238.823*

DIREZIONE GENERALE - NAPOLI

**OLTRE 400 FILIALI IN ITALIA**

**TUTTE LE OPERAZIONI ED I SERVIZI DI BANCA**

**Credito Agrario - Credito Fondiario - Credito Industriale e all'Artigianato**

ORGANIZZAZIONE ALL'ESTERO

*Filiali : Asmara - Buenos Aires - Chisimaio - Mogadiscio - New York - Tripoli.*

*Uffici di Rappresentanza : New York - Londra - Zurigo - Parigi - Bruxelles - Francoforte s/M - San Paolo del Brasile.*

**Corrispondenti in tutto il Mondo**

## Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde

### **Fondo per il premio "Alcide De Gasperi"**

La Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde allo scopo di degnamente onorare la memoria dell'*On. Alcide De Gasperi* e di ricordare l'opera di ricostruzione del Paese, in particolare quella di risanamento monetario, dovuta ai Governi da Lui presieduti, ha istituito nel 1954 un fondo per la concessione di un premio intitolato al nome dell'insigne statista, da assegnare annualmente alla migliore tesi di laurea che illustri i problemi economici, finanziari e sociali dell'Europa.

Al concorso sono ammessi studenti di ogni nazionalità, purché laureati presso una qualsiasi facoltà di università lombarda.

L'ammontare del premio, in linea di massima indivisibile, è di L. 500.000 ed il conferimento verrà effettuato, a seguito di pubblico concorso, dalla Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde.

Il concorrente dovrà comprovare di aver conseguito la laurea in una sessione dell'anno accademico 1961-1962.

I partecipanti al concorso per l'assegnazione del premio dovranno presentare o far pervenire alla Cassa di Risparmio (Milano - Via Monte di Pietà, 8) la domanda di ammissione accompagnata da sei copie della tesi di laurea entro il 31 maggio 1963.

L'esame dei titoli presentati è demandato ad una Commissione nominata dalla Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde e presieduta dal suo Presidente.

La proclamazione del vincitore sarà fatta dalla Commissione Centrale di Beneficenza amministratrice della Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde.

Nessuna responsabilità viene assunta dalla Cassa di Risparmio in ordine al ricevimento, alla conservazione ed alla restituzione dei lavori presentati.

Qualora il concorso andasse deserto, oppure la Commissione esaminatrice non ritenesse meritevole del premio alcun concorrente, l'importo sarà accantonato per gli anni successivi, a sensi dell'art. 7 dello Statuto del Fondo.

Prezzi di emissione e rendimento dei Fondi di investimento del  
**GRUPPO AXE-HOUGHTON, NEW YORK**

Fondi di investimento del GRUPPO AXE-HOUGHTON	Prezzi di emissione		Distribuzioni 1961		Incremento di capitale	Incremento totale compreso « cap. g. »	
	2.1.61	2.1.62	\$	Dividendo	Cap. gain.		
	\$						
<b>Axe-Houghton Fund « A »</b>	5.66	6.13	0.18	0.22	0.47	0.69	12.20
<b>Axe-Houghton Fund « B »</b>	8.94	10.37	0.23	0.31	1.43	1.74	19.45
<b>Axe-Houghton Stock Fund</b>	4.08	4.14	0.09	0.34	0.06	0.40	9.80
<b>Axe Science &amp; Electronics Corp.</b>	12.28	13.35	0.20	0.40	1.07	1.47	11.95
<b>Axe-Templeton Growth Fund of Canada Ltd.</b>	9.97	11.80	capitalizzate		1.83	1.83	18.35

Lo specchietto indica che, nello spazio di un anno, l'incremento totale medio, tenendo conto dei « capital gains », è stato del 14,25%.

Ai portatori di parti AXE è riconosciuto il diritto di procedere, in ogni momento, al trasferimento dei capitali investiti da un Fondo all'altro, con il solo pagamento di \$ 5.- di spesa fissa, evitando così le commissioni di compra vendita dei titoli medesimi.

I Fondi sono diretti dalla E. W. AXE & CO. di New York, la quale al 31 dicembre 1961 amministrava capitali per oltre \$ 650.000.000.

Chiedete il materiale informativo a :

**CORNER BANCA S. A. LUGANO**

rappresentante esclusiva per la Svizzera, l'Italia e la Città del Vaticano  
che accetta le sottoscrizioni senza nessuna spesa.

# **BANCO DI SICILIA**

## **ISTITUTO DI CREDITO DI DIRITTO PUBBLICO**

Patrimonio

**L. 15.814.148.800**

Riserva speciale Credito industriale L. **4.000.000.000**

### **Presidenza e Direzione Generale in PALERMO**

Sedi in AGRIGENTO, BOLOGNA, CALTAGIRONE, CALTANISSETTA, CATANIA, ENNA, FIRENZE, GENOVA, MESSINA, MILANO, PALERMO, RAGUSA, ROMA, SIRACUSA, TERMINI IMERESE, TORINO, TRAPANI, TRIESTE, VENEZIA.

Succursali in MARSALA e PALERMO.

### **PIÙ DI 225 AGENZIE**

UFFICI DI RAPPRESENTANZA:

**BRUXELLES - COPENAGHEN - LONDRA  
MONACO DI BAVIERA - NEW YORK - PARIGI - ZURIGO**

FILIALE ALL'ESTERO:

**TRIPOLI d'Africa**

Forme speciali di credito attraverso le seguenti Sezioni:

**SEZIONE DI CREDITO AGRARIO E PESCHERECCIO**

**SEZIONE DI CREDITO FONDIARIO**

**SEZIONE DI CREDITO MINERARIO**

**SEZIONE DI CREDITO INDUSTRIALE**

**SEZIONE AUTONOMA PER IL FINANZIAMENTO DI OPERE PUBBLICHE E DI IMPIANTI DI PUBBLICA UTILITÀ**

Le cartelle fondiarie, le obbligazioni e i buoni fruttiferi emessi dalle Sezioni speciali del Banco rappresentano un sicuro e vantaggioso investimento.

Corrispondenti in tutte le piazze d'Italia e nelle principali del mondo.

**TUTTE LE OPERAZIONI DI BANCA E DI BORSA**

# BANCA POPOLARE DI SONDRIO

Società Cooperativa per Azioni  
**FONDATA NEL 1871**

Capitale sociale Lire 61.021.500

Fondi di riserva Lire 1.062.570.314

## TUTTE LE OPERAZIONI DI BANCA

Sede centrale in SONDRIO

Sportelli nei 13 centri principali della Provincia

# CASSA DI RISPARMIO DELLA PROVINCIA DI MACERATA

**FONDATA NEL 1844**

Patrimonio . . . . . L. 564.886.950

Depositi e Conti Correnti al 28 Febbraio 1962 » 21.326.200.000

## TUTTE LE OPERAZIONI DI BANCA

Banca autorizzata al rilascio di denunce-benestare per l'esportazione.

Operazioni di Credito Artigiano.

Rappresentanza dell'Istituto Federale di Credito Agrario per l'Italia Centrale.

Rappresentanza dell'Istituto di Credito per il Finanziamento alle Medie e Piccole Industrie delle Marche.

Direzione locale dell'Istituto di Credito Fondiario della Regione Marchigiana.

Servizio cassette di sicurezza.

Servizio distribuzione valori bollati.

# BANCO DI ROMA

*Banca di interesse nazionale*

CAPITALE SOCIALE L. 12.500.000.000 - VERSATO L. 10.200.000.000  
RISERVA L. 5.900.000.000 - ANNO DI FONDAZIONE 1880

SEDE SOCIALE E DIREZIONE CENTRALE IN ROMA

OLTRE 225 FILIALI IN ITALIA

FILIALI ALL'ESTERO

TURCHIA: Istanbul, Izmir - LIBANO: Beirut, Saida, Tripoli - ERITREA: Asmara, Assab., Massaua  
LIBIA: Bengasi, Tripoli - SOMALIA: Merca, Mogadiscio

UFFICI DI RAPPRESENTANZA

LONDRA - FRANCOFORTE SUL MENO - NEW YORK - BUENOS AIRES - ADDIS ABEBA

BANCHE ESTERE AFFILIATE

BANCO DI ROMA (FRANCE): Parigi, Lione, Monte Carlo - BANCO DI ROMA PER LA SVIZZERA: Lugano, Chiasso

BANCO DI ROMA (BELGIQUE): Bruxelles

CORRISPONDENTI IN TUTTO IL MONDO

E D I Z I O N I   C E D A M - P A D O V A

## RECENTISSIME

**ARDAU GIORGIO — Teoria giuridica dello sciopero.** (Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Cagliari. Serie prima (giuridica). Volume secondo). 1962. 8°, pp. XVI-275 L. 2200

**CUNEO ADOLFO — Appalti pubblici e privati.** Sesta edizione. 1962. 8°, pagine VII-838 L. 6000

**DE' STEFANI ALBERTO — La dinamica patrimoniale nell'odierna economia capitalistica ed altri scritti.** (Raccolta di scritti a cura dell'Istituto di studi economici finanziari e statistici dell'Università di Roma. Serie seconda. Volume I). 1961. 8°, pp. XXXVII-225 con 77 tavole L. 3000

**LEZIONI SUL COMMERCIO ESTERO — Problemi e prospettive economiche africane e l'azione italiana.** — Corso di specializzazione (6 aprile - 17 maggio 1961). A cura della Facoltà di Scienze Politiche dell'Università e della Camera di Commercio, Industria e Agricoltura di Padova. 1962. 8°, pagine XVI-451 con numerose tavole di cui una fuori testo L. 3500