

CAPITOLO VIII

IL MERCATO FINANZIARIO

Le borse valori in Italia.

§ 1. — *Le borse valori e le emissioni di valori mobiliari.* — La borsa valori è il mercato dei valori mobiliari: attraverso le numerose contrattazioni, di cui soltanto una parte si conclude con la consegna effettiva dei titoli, le borse adempiono alla funzione di facilitare la circolazione e la trasformazione dei capitali, ed il frazionamento degli investimenti.

Per l'accentramento e la fluidità delle domande e delle offerte di capitali, i prezzi reali e rappresentativi che ne risultano, e la diffusa pubblicità delle notizie relative alle operazioni ed a quanto con esse ha attinenza, la borsa costituisce il tipo di mercato concreto che più si avvicina al modello del mercato perfetto.

Alla borsa ricorrono per le loro necessità finanziarie lo Stato, le province, i comuni ed altri Enti pubblici; le imprese industriali e commerciali, che di solito cedono i titoli da collocare ad una banca o ad un consorzio costituito tra banche, che li assumono appunto per la facilità con cui si possono realizzare in borsa.

A soddisfare le richieste di capitali affluiscono alle borse mezzi finanziari provenienti da nuovo risparmio, dai depositi bancari reali e fittizi, dalla vendita di titoli e da altri disinvestimenti.

Per interessare al mercato finanziario i risparmiatori di ogni ceto, vengono emessi titoli di piccolo e grosso taglio e, sotto l'aspetto qualitativo, azioni che rappresentano quote di capitale delle imprese, ed obbligazioni che rappresentano crediti.

Perchè i titoli diventino negoziabili in borsa devono essere: facilmente trasferibili; in quantità tale da consentire la formazione di un mercato regolare e continuo; fungibili e quindi uniformi per quanto riguarda il valore, il tasso, la garanzia, l'epoca di emissione e di scadenza, le modalità di rimborso. La rapidità e la sicurezza delle contrattazioni sono garantite dalla semplicità degli ordini, dalla scadenza tipica dei contratti e dagli usi comuni che regolano le operazioni di borsa.

Nella contrattazione dei valori mobiliari nelle borse si hanno due fasi: la prima riguarda il collocamento dei titoli subito dopo la loro creazione; la seconda riguarda la vita dei titoli dopo la loro introduzione

nel mercato finanziario. La prima fase, interessa principalmente la speculazione, mentre la seconda interessa più particolarmente il risparmiatore. Lo sviluppo della seconda fase, però, è subordinato al regolare svolgimento della prima, che è la fase più importate e più delicata, perchè in quel periodo si forma il mercato del nuovo titolo.

In tempi normali ed in regime di mercato libero, la speculazione di borsa è largamente finanziata dalle banche, mediante l'operazione tipica del «riporto». Attraverso queste operazioni si stabilisce uno stretto legame fra il mercato monetario e il mercato finanziario. Le disponibilità liquide del mercato monetario, raccolte nei depositi bancari, affluendo alla borsa, assicurano il finanziamento transitorio delle emissioni di nuovi titoli che non trovano immediato collocamento presso i diretti risparmiatori. Il saggio dei riporti riflette le variazioni del saggio dello sconto e regola l'afflusso dei mezzi monetari al mercato finanziario. È ovvio che la facilità con la quale le banche finanziano la borsa può servire ad alimentare pericolose ondate di speculazione, le quali tralignano dalla funzione fisiologica del finanziamento transitorio per divenire semplice gioco al rialzo o al ribasso, ma se un tempo i riporti borsistici nel nostro Paese hanno consentito eccessi di speculazione in borsa, oggi si lamenta addirittura la mancanza o la insufficienza del concorso delle disponibilità bancarie anche al normale finanziamento della borsa.

Le emissioni di valori mobiliari e la loro ammissione alla quotazione ufficiale, sono regolate da speciali norme legislative che si riassumono brevemente.

Fino al 31 dicembre 1946 sono subordinate alla preventiva autorizzazione del Ministro per l'Industria e Commercio, di concerto col Ministro per il Tesoro, le costituzioni di società commerciali con capitale di oltre 100 milioni, gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni che superino 100 milioni di lire. Sono sottoposti in ogni caso ad autorizzazione gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni delle società, le cui azioni sono ammesse alla quotazione.

Le costituzioni, gli aumenti di capitale di aziende ed istituti di credito, le emissioni di obbligazioni (escluse le cartelle fondiarie) di alcuni istituti di credito che raccolgono risparmio a medio e lungo termine; la stipulazione di prestiti e l'assunzione di partecipazioni finanziarie all'estero, come pure il collocamento in Italia di titoli esteri di Stato, nonchè di obbligazioni e valori azionari esteri, devono essere autorizzati dal Ministro per il Tesoro.

I titoli del debito pubblico, i titoli garantiti dallo Stato, le cartelle fondiarie, i titoli emessi dalle provincie e dai comuni ed i titoli cambiari,

sono ammessi di diritto alla quotazione. L'ammissione alla quotazione dei titoli del debito pubblico di stati esteri è fatta con decreto del capo dello Stato; mentre l'ammissione dei titoli delle società commerciali per azioni è fatta dalla Camera di commercio, purchè la società abbia un capitale versato non inferiore a 600.000 lire ed abbia pubblicato i bilanci di due esercizi annuali.

Il mercato azionario negli ultimi anni è stato ostacolato da una serie di provvedimenti tra cui il più grave è quello della nominatività obbligatoria tuttora in vigore. La nominatività delle azioni è stata accompagnata dall'impianto di uno schedario generale dei titoli azionari presso l'Amministrazione finanziaria nel quale devono figurare tutti i possessori di azioni. Si è cercato di attenuare gli inconvenienti provocati dalla nominatività, autorizzando il trasferimento delle azioni, o con l'annotazione del nuovo titolare a cura della società emittente sul titolo, o nel libro dei soci, oppure mediante girata, ma non si è raggiunto lo scopo.

§ 2. — *L'ordinamento delle borse.* — L'organizzazione tecnico-giuridica delle borse è varia nei diversi stati; essa si può brevemente riassumere nei tre seguenti sistemi:

a) mercati privati o liberi, indipendenti, cioè, da ogni ingerenza del governo, come in America e in Inghilterra (tipiche le borse di Nuova York e di Londra) ove, peraltro, precise e dettagliate norme interne degli statuti delle associazioni gestitrici impongono una disciplina assai rigida delle persone e dei negozi, in rispetto, particolarmente, alle consuetudini pressochè secolari della vita mercantile locale, pure nel presupposto della libertà;

b) mercati ufficiali, controllati dallo Stato attraverso i suoi organi di governo, con leggi speciali sulle borse, sulle persone che vi negoziano e sui contratti che vi si svolgono, come in Italia, in Francia e nel Belgio, ove negli ultimi decenni si sono venute evolvendo, tenendo conto delle necessità manifestatesi dalla pratica esperienza nello svolgersi dei mercati stessi;

c) mercati a sistema misto, ove associazioni private con loro particolari statuti regolano la vita dei mercati con una più o meno diretta, frequente ed importante ingerenza dello Stato, come era in Germania; questi ultimi peraltro non sono da considerarsi, sia per ovvie ragioni contingenti, sia perchè il sistema misto non pare rispondere alle esigenze odierne della vita finanziaria ed economica, alla rapidità vertiginosa degli scambi coi mezzi di comunicazione di oggi, agli stessi principi giuridici dei popoli più evoluti, ove la consuetudine — principale fonte di

diritto nel campo commerciale — ha la preminenza, e dove quindi si rendono necessarie regole nette e precise che — traducendo in diritto le norme mercantili consuetudinarie — non lascino adito, come può avvenire in un sistema misto, ad interpretazioni equivocate, ad interferenze competitive, e di conseguenza a disordini che possono essere assai pregiudizievoli.

Dei vari sistemi sopra richiamati l'Italia ha, sin dalle origini della sua legislazione in materia e delle prime riunioni di mercati e di cambiisti, seguito il secondo sistema, del mercato sotto la vigilanza del governo.

Dopo le primissime norme sui mediatori comparse alla metà del secolo decimonono, e dopo le prime disposizioni un po più dettagliate sulle borse e sulla mediazione, contenute nel regolamento per l'applicazione del Codice di Commercio del 1882, nel primo ventennio di questo secolo, le borse ebbero a svilupparsi anche in Italia, come in tutto il mondo, tanto che nel 1913 fu ritenuta matura una riorganizzazione giuridica dell'istituto. Dopo lunghi lavori preparatorii e laboriose discussioni avanti ai due rami del Parlamento, fu promulgata la legge del 20 marzo 1913, che col relativo regolamento di applicazione, costituì la base legislativa (circa 200 articoli) della disciplina dei pubblici mercati in titoli, valori e merci, dell'esercizio della mediazione e del sistema economico, giuridico e tributario delle negoziazioni di borsa.

Passata la sosta bellica e post-bellica (con tutti i provvedimenti moratoriali anche in materia di borsa molto numerosi), nel 1925-26 fu dato un nuovo riassetto alle borse, scindendole, per espressa parola della legge, in borse-valori e borse-merci, poste le prime sotto la vigilanza del Ministero del Tesoro e le seconde alle dipendenze del Ministero dell'Industria e Commercio.

Fu del pari creata, con la legislazione del 1925-26, una netta distinzione tra mediatori in merci ed agenti di cambio, caratterizzati questi ultimi dalla qualifica legislativa di pubblici ufficiali, con l'assoluto divieto di commerciare in proprio e con alte cauzioni a garanzia dei terzi: fu fissato, in definitiva, un particolare sistema per le negoziazioni in titoli e valori lasciando alla legge del 1913 la disciplina dei contratti e della mediazione in merci.

La legislazione del 1932 ha ancora innovato, in materia di borse valori e di contratti ivi svolgentisi, sulla legislazione commerciale comune e da ultimo, una svariata serie di norme dal 1934 al 1942, ha dettato altre disposizioni sul credito, sul risparmio, sui cambi, sul regime tributario dei titoli azionari e delle negoziazioni, ecc. per culminare nel nuovo codice civile sui contratti a termine, sui riporti, sui titoli di credito, ecc.

Con la premessa che vi è ragione di sperare che siano ripristinate appena possibile le borse merci, si può affermare che oggi l'istituto delle borse in Italia costituisce un tale complesso di rapporti pubblici e privati, con tale varietà, quantità e specialità di norme regolatrici, da suggerire la pubblicazione di un testo unico che — con l'occasione — rinnovi ove necessario regole e sistemi, tenuto conto dei suggerimenti dell'esperienza trentennale e della opportuna necessità di sincronizzare anche la regola dei pubblici mercati a quei concetti di libertà disciplinata che costituiscono la base fondamentale dei nuovi Stati democratici.

Le disposizioni regolanti le borse in Italia, tra leggi, decreti reali e ministeriali, regolamenti generali e speciali, circolari, avvisi, lettere dichiarative ed interpretative, ecc., sono — ad oggi — più di duecentocinquanta; oltre ad un cospicuo materiale di giurisprudenza (più di tremila giudicati di tutti i gradi giurisdizionali dal 1913 ad oggi con prevalenza delle Corti) e di dottrina bibliografica (più di duemila tra opere e note su periodici, nazionali e straniere).

Il congegno della vigente legislazione italiana sulle borse può così esser riassunto:

a) norme comuni alle borse-valori ed alle borse-merci — Istituzione delle borse; ingresso in borsa; autorità preposte alle borse; esecuzione coattiva delle obbligazioni di borsa; tasse sui contratti di borsa (foglietti bollati); disposizioni penali;

b) norme speciali per le borse-valori — Accertamento dei corsi; ammissione dei valori alla quotazione ufficiale; calendario ed orario di borsa e contrattazioni alle grida; diritto di sconto; deposito preventivo nei contratti a termine; gli agenti di cambio; i riporti, i contratti a termine nel fallimento e nel concordato preventivo; le stanze di compensazione; trattamento giuridico e fiscale dei titoli negoziabili;

c) norme speciali per le borse-merci. I mediatori, norme del codice di commercio 1882 e del codice civile 1942 sulla mediazione.

Se ne richiamano brevemente le disposizioni fondamentali, che assumono rilevanza per il funzionamento tecnico delle borse.

Le borse sono istituite con decreto del capo dello Stato, promosso dal Ministro per il Tesoro, su proposta della Camera di commercio. Ogni singola borsa è sottoposta alla vigilanza del Ministero del Tesoro, della Camera di commercio, della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio.

Il Ministro per il Tesoro può, in ogni tempo, ordinare ispezioni ed emanare i provvedimenti necessari per assicurare il regolare andamento del mercato dei valori, nominare presso le singole borse un proprio delegato il quale interviene alle riunioni di borsa, presiede la commis-

sione incaricata della formazione del listino, assiste alle sedute della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio, ed esercita facoltà ispettive sull'operato degli agenti di cambio.

La Camera di commercio provvede al locale, al personale ed alle spese necessarie al funzionamento delle borse, delibera l'ammissione alla quotazione di titoli delle società commerciali per azioni ed enti morali nazionali ed esteri, e stabilisce le modalità ed i diritti per l'ingresso in borsa.

La Deputazione di borsa, annualmente nominata con decreto ministeriale, ha l'ufficio di sorvegliare l'andamento della borsa e di provvedere all'osservanza delle leggi e dei regolamenti; essa decide in qualità di amichevole compositore le questioni deferite dalle parti riguardanti gli affari di borsa.

Il Comitato direttivo degli agenti di cambio, eletto ogni due anni, in assemblea generale, vigila affinchè gli agenti di cambio non escano dai limiti delle loro facoltà, decide quale amichevole compositore le questioni deferite dalle parti, procede alle pubbliche aste di titoli e valori ed alle esecuzioni coattive delle operazioni di borsa e provvede alla compilazione ed alla pubblicazione del listino ufficiale. Nelle borse in cui non esiste il Comitato direttivo degli agenti di cambio le sue attribuzioni vengono esercitate dalla Commissione per la compilazione del listino nominata dalla Camera di commercio.

Tra gli strumenti del credito merita un cenno particolare l'assegno titoli che, per quanto previsto dal regolamento sulle borse, non ha avuto diffusione, mentre potrebbe svolgere una utilissima funzione nella circolazione dei titoli. L'assegno titoli è un assegno su l'istituto di emissione, avente per oggetto una certa quantità di titoli di una data specie; la consegna dell'assegno equivale alla consegna dei titoli, quando l'istituto di emissione dichiara di tenerli a disposizione del possessore dell'assegno.

In Italia esistono nove borse nelle principali città, centri di notevole attività commerciale, tra cui importanti quelle di Milano, Torino, Genova e Roma. In borsa possono entrare coloro che sono capaci di obbligarsi ad eccezione dei falliti, dei condannati per certi reati e dei colpevoli di infrazione ai regolamenti di borsa, ma poichè la Camera di commercio può istituire l'uso di tessere personali, in pratica la libertà di ingresso in borsa è alquanto limitata.

Per accertare se il numero delle borse attualmente esistenti in Italia sia sufficiente o sia pletorico rispetto allo sviluppo del nostro mercato finanziario, un apposito quesito è stato formulato dalla Commissione nel questionario sul mercato finanziario. In generale gli

interpellati hanno risposto che alcune borse, per il limitato volume di affari svolto in esse, non si sarebbero dimostrate necessarie; tuttavia, anche se qualcuno non ha esitato ad esprimere l'avviso di ridurre il numero delle borse esistenti, allo scopo di accentrare gli affari nelle maggiori borse, perchè questo concorrerebbe a rendere più regolare ed uniforme la formazione delle quotazioni, l'opinione prevalente raccolta dalla Commissione è che nel momento attuale non sarebbe opportuna nè l'apertura di nuove borse (com'è stato proposto da qualcuno, allo scopo di rendere più attivo il mercato finanziario nell'Italia meridionale) nè la chiusura di alcune di quelle esistenti, le quali in avvenire potrebbero apparire più necessarie di quanto non siano risultate per il passato.

§ 3. — *Agenti di cambio ed operatori di borsa.* — L'agente di cambio è pubblico ufficiale e viene nominato con decreto del Capo dello Stato in seguito a concorso.

I requisiti richiesti per la nomina ad agente di cambio sono: età non inferiore a 25 anni e godimento dei diritti civili e politici; notoria moralità e correttezza commerciale; idoneità all'esercizio professionale da provarsi, con titolo di studio e pratica di almeno due anni, cauzione.

La professione di agente di cambio è incompatibile con l'esercizio di qualsiasi commercio, con la partecipazione a responsabilità illimitata in enti di qualsiasi natura, con la qualità di consigliere di amministrazione, procuratore, direttore o impiegato di enti che esercitano commercio, industria o credito. Gli agenti di cambio non possono compiere operazioni in proprio nè avere interesse in aziende che svolgono prevalentemente la loro attività in operazioni di borsa.

Il divieto di operare in proprio garantisce la realtà dei prezzi fatti, poichè l'agente di cambio come intermediario non ha interesse a deprimere il prezzo di acquisto o ad innalzare il prezzo di vendita, cosa che invece avrebbe interesse a fare se operasse in proprio.

Agli agenti di cambio, per la loro intermediazione, spetta un compenso sulla base di tariffe approvate dal Ministero del tesoro. Nel caso in cui l'agente di cambio non manifesti ad uno dei contraenti il nome dell'altro gli spetta inoltre uno speciale «star del credere» non inferiore al doppio del normale diritto di mediazione perchè si rende garante dell'esecuzione del contratto.

A garanzia delle operazioni compiute dagli agenti di cambio esistono una cauzione individuale ed un fondo comune.

Oltre agli agenti di cambio sono direttamente o indirettamente interessati alle operazioni di borsa gli istituti di credito, i banchieri e

cambia valute, gli istituti e società finanziarie e di assicurazione, i commissionari, i privati capitalisti e le imprese commerciali e industriali.

§ 4. — *Liquidazione delle operazioni di borsa.* — La liquidazione delle operazioni a termine si effettua ogni fine mese; quelle a contanti si liquidano giornalmente.

La liquidazione avviene normalmente a mezzo delle stanze di compensazione, alle quali sono associati banche, banchieri, agenti di cambio, principali ditte commerciali ed enti vari. A mezzo delle stanze tutte quelle operazioni per le quali l'associato risulta compratore e venditore vengono compensate fino a concorrenza della cifra minore, e soltanto le differenze tra il prezzo di acquisto e quello di vendita, e le partite che non sono state compensate si regolano con la consegna di denaro o di assegni bancari. Le stanze riducono quindi notevolmente il fabbisogno di danaro poichè soltanto una minima parte delle numerose operazioni compiute nel mese si concludono col pagamento del prezzo.

Le stanze di compensazione si costituiscono per iniziativa governativa, ma sono gestite dalla Banca d'Italia; attualmente vi sono nove stanze nelle città sedi di borsa che compiono compensazioni giornaliere e mensili e due a Livorno e Padova per le sole compensazioni giornaliere.

Per i contratti conclusi con l'intervento degli agenti di cambio o di banche ed enti iscritti in apposito albo è ammessa una rapida procedura per l'esecuzione coattiva, in caso di inadempienza di una delle parti. La parte adempiente può chiedere, entro quattro giorni dalla scadenza che il Comitato direttivo degli agenti di cambio faccia eseguire le necessarie operazioni di compra o di vendita e rilasci un certificato di credito per la differenza di prezzo e per le spese incontrate. Questo certificato, al pari di una sentenza emanata dall'autorità giudiziaria, ha forza esecutiva ed il titolare del certificato stesso può richiedere l'intervento della forza pubblica per l'attuazione del diritto contenuto nel titolo.

Bisogna però riconoscere che raramente gli affari di borsa danno luogo ad esecuzione coattiva e che buona parte delle poche contestazioni che sorgono vengono composte mediante giudizi arbitrali in cui predomina lo spirito conciliativo.

§ 5. — *Il movimento economico delle borse in Italia.* — Nelle borse italiane sono ammesse alla quotazione ufficiale titoli per un valore di oltre 450 miliardi di lire, di cui circa un terzo è costituito di titoli azionari.

Le azioni ammesse alla quotazione rappresentano circa il 50 per cento del capitale di tutte le società per azioni esistenti. I titoli a reddito fisso sono composti per il 95 per cento da titoli di stato e per il rimanente 5 per cento da titoli garantiti dallo stato, cartelle fondiarie e obbligazioni.

Di tutta la massa dei titoli quotati in borsa una buona parte ha già avuta una destinazione definitiva nei portafogli dei risparmiatori (sono, come si dice comunemente, classati) e soltanto una piccola parte rimane fluttuante sul mercato ad alimentare le operazioni di borsa. La quantità di titoli fluttuante sul mercato non è fissa, ma varia in relazione alla situazione del mercato, per cui si verifica che titoli già classati riafluiscono nuovamente sul mercato.

La percentuale dei titoli trattati è piccola rispetto alla massa dei titoli in circolazione appunto perchè la maggior parte di essi è stabilmente in mano dei risparmiatori. Per le azioni la percentuale media mensile si aggira sullo 0,3 per cento; per i titoli a reddito fisso la percentuale è notevolmente più bassa. Tuttavia la cifra delle operazioni registrate in borsa non rispecchia la totalità degli affari su valori mobiliari perchè rimangono escluse tutte le operazioni effettuate fuori borsa tra cui notevoli quelle compiute in banca.

Negli ambienti di borsa normalmente si preferiscono i valori azionari, sia perchè i titoli fluttuanti sono relativamente più numerosi di quelli a reddito fisso e sia perchè le variazioni dei corsi sono più frequenti e più ampie. In periodo di inflazione il mercato azionario diviene ancora più importante perchè le azioni sono considerate beni rifugio che si acquistano, indipendentemente dal loro rendimento, per sfuggire alle conseguenze del deprezzamento della moneta. Il mercato dei titoli a reddito fisso, invece, normalmente è più modesto e più calmo, ma acquista una certa vivacità in fase di prezzi calanti.

Per quanto i cambi siano ammessi di diritto alle contrattazioni in borsa, la maggior parte delle operazioni in cambi sono compiute dalle banche verso le quali affluiscono quasi tutte le disponibilità in valuta, il cui trasferimento è agevolato dalle relazioni di affari che si intrecciano tra banche nazionali e banche estere. Tuttavia le operazioni in cambi che si effettuano in borsa servono a far conoscere l'andamento del mercato dei cambi e a dare pubblicità ai corsi accertati, che sono in armonia con quelli praticati in banca.

Attualmente l'attività delle borse è assai limitata sia per la situazione economica generale poco favorevole e sia per le difficoltà derivanti dalla nominatività delle azioni e dal mancato collegamento con i mercati internazionali, ciò che impedisce l'afflusso di capitali dall'estero (italiani e stranieri) tanto necessari per la nostra ricostruzione.

A complemento di quanto fin qui esposto si allegano due tabelle contenenti dati sul mercato finanziario: nella prima vengono riportati gli indici dei corsi vecchi e i rendimenti dei titoli di stato e dei valori azionari, dal 1934 al maggio 1946; nella seconda vengono indicati i valori dei titoli a reddito fisso e delle azioni scambiati alle grida dagli agenti di cambio, sia nel complesso che suddivisi in operazioni a termine ed operazioni a contanti, dal 1927 al luglio 1943.

Dall'esame delle cifre riguardanti i titoli scambiati in borsa si rileva un massimo di 44.110 milioni nel 1928, in relazione allo sviluppo dell'attività produttiva seguito alla stabilizzazione della nostra moneta; ed un minimo di 5.779 milioni nel 1932 in coincidenza con un periodo di generale depressione. Dopo il 1932 si è avuta una certa ripresa, ma il volume delle operazioni si è mantenuto tra un quinto ed un terzo di quello registrato nel 1928. La massima espansione degli affari si ha nel 1928 tanto per i titoli a reddito fisso quanto per le azioni, mentre la più forte contrazione si ha nel 1932 per le azioni, e nel 1939 (inizio della guerra) per i titoli a reddito fisso (non considerando i dati del 1943 che si riferiscono soltanto a sette mesi).

Si rileva, inoltre, che i valori azionari trattati superano generalmente quelli a reddito fisso e rappresentano dal 53 all'89 per cento dell'intera massa delle operazioni, ad eccezione dei periodi 1932-34 e 1942-43: nel primo periodo in corrispondenza di una diminuzione del corso delle azioni, e nel secondo, nonostante l'ascesa dei corsi stessi; in entrambi i periodi il corso dei titoli a reddito fisso si è mantenuto fermo oppure ha avuto lievi aumenti. Negli stessi periodi si nota anche una maggiore importanza delle operazioni a contanti rispetto a quelle a termine, fino a raggiungere, nel 1943, il 53 per cento di tutte le operazioni, mentre normalmente tale percentuale si mantiene al di sotto del 10 per cento.

Il rendimento dei titoli di Stato è rimasto in genere al di sopra del 5 per cento, e quello delle azioni è diminuito continuamente, passando dal 5,61 per cento del 1934 al 0,35 per cento del maggio del corrente anno, dopo essere caduto quasi a zero. A comprimere il rendimento dei valori azionari hanno concorso da una parte la scarsa o mancata distribuzione di dividendi e dall'altra l'aumento dei corsi.

L'andamento del mercato finanziario negli ultimi anni è stato costantemente influenzato dall'azione governativa. La richiesta di capitali da parte dello Stato per far fronte alle ingenti improrogabili spese dell'erario ha assorbito quasi interamente il risparmio disponibile, e per agevolare il collocamento dei prestiti pubblici è stato necessario concedere un trattamento di favore per i titoli di Stato oltre che

nel campo tributario anche nelle contrattazioni e nella concessione di anticipazioni bancarie. Per contro le emissioni di titoli d'impresa industriali e commerciali sono state contenute in cifre modeste, sia per i numerosi provvedimenti tendenti a deprimere il mercato dei valori azionari (imposta sui frutti e sul plusvalore, e nominatività dei titoli azionari, imposta straordinaria sui dividendi, sul capitale, sul compenso agli amministratori e sui maggiori utili, imposta e sovrimposta di negoziazione, obbligo di investimento in buoni del tesoro, limitazione dei dividendi), e sia per la possibilità di autofinanziamento, mediante prelevamento dalle riserve. D'altra parte, la permanenza di forti pacchetti azionari nei portafogli di enti parastatali, l'esclusione dalla quotazione delle azioni bancarie, e la limitata partecipazione delle banche all'attività delle borse hanno contribuito a scemare l'importanza del mercato azionario.

I possessori di titoli a reddito fisso hanno subito forti perdite in conseguenza della svalutazione monetaria; perdite attenuate in parte dal rendimento più elevato e da agevolazioni fiscali e creditizie; mentre per i titoli a reddito variabile (azioni) si può parlare di perdita solo per il rendimento più basso e per gli aumentati gravami fiscali.

TAVOLA XXXIII

Indice dei corsi secchi e rendimento dei titoli di Stato e dei valori azionari (1).

(dicembre 1938 = 100)

PERIODO	TITOLI DI STATO (2)		VALORI AZIONARI (3)	
	indice	rendimento	indice	rendimento
1934	132,7	4,10	67,2	5,61
1935	105,0	5,18	73,4	4,91
1936	101,1	5,38	94,5	4,13
1937	102,6	5,30	102,6	4,35
1938	102,1	5,33	100,0	5,67
1939	97,0	5,61	136,1	4,15
1940 - Dicembre	103,2	5,27	155,2	3,89
1941 - "	100,9	5,39	195,4	2,88
1942 - "	97,8	5,56	228,2	2,64
1943 - "	65,1	8,29	454,9	1,35
1944 - "	?	?	1.135,7	0,52
1945 - "	105,8	5,14	587,8	0,71
1946 - Gennaio	109,0	4,99	502,0	0,06
» - Febbraio	105,6	5,15	497,9	0,06
» - Marzo	103,6	5,25	479,2	0,25
» - Aprile	106,7	5,10	412,9	0,27
» - Maggio	105,2	5,17	480,6	0,35

(1) Rilevazione del Servizio Studi della Banca d'Italia. — (2) Media del periodo. — (3) Fine ultima settimana del periodo ad eccezione degli anni 1934-1939 in cui è stato preso il prezzo di compenso di dicembre.

TAVOLA XXXIV

Valore dei titoli scambiati in borsa (1).

(milioni di lire)

PERIODO	OPERAZIONI A TERMINE			OPERAZIONI A CONTANTI			IN COMPLESSO		
	Titoli a reddito fisso	Azioni	Totale	Titoli a reddito fisso	Azioni	Totale	Titoli a reddito fisso	Azioni	Totale
1927	3.831,9	23.697,3	27.529,2	487,0	59,4	546,4	4.318,9	23.756,7	28.075,6
1928	8.352,3	34.777,1	43.129,4	952,5	28,2	980,7	9.304,8	34.805,3	44.110,1
1929	4.245,2	20.199,8	24.445,0	1.535,6	272,9	1.808,5	5.781,8	20.472,7	26.254,5
1930	4.944,7	10.171,3	15.116,0	3.114,0	372,6	3.486,6	8.058,7	10.543,9	18.602,6
1931	3.317,5	5.233,6	8.551,1	1.570,0	240,7	1.810,7	4.887,5	5.474,3	10.361,8
1932	1.654,1	2.481,8	4.135,9	1.530,6	113,0	1.643,6	3.184,7	2.594,8	5.779,5
1933	6.542,0	3.562,2	10.104,2	1.286,7	184,4	1.471,1	7.828,7	3.746,6	11.575,3
1934	7.339,1	5.594,7	12.933,8	1.475,2	109,4	1.584,6	8.814,3	5.704,1	14.518,4
1935	2.893,5	7.850,7	10.744,2	1.041,6	62,8	1.104,4	3.935,1	7.913,5	11.848,6
1936	3.508,2	5.084,3	8.592,5	860,5	47,2	907,7	4.368,7	5.131,5	9.500,2
1937	1.952,0	7.753,5	9.705,5	816,3	5,5	821,8	2.768,3	7.759,0	10.527,2
1938	839,1	7.271,8	8.110,9	723,8	3,5	727,3	1.562,9	7.275,3	8.838,2
1939	718,8	9.120,1	9.838,9	575,2	9,1	584,3	1.294,0	9.129,2	10.423,2
1940	730	10.818	11.548	590	6	596	1.320	10.824	12.144
1941	809	14.125	14.934	919	20	939	1.728	14.145	15.873
1942	3.224	3.039	6.263	1.847	47	1.894	5.071	3.086	8.157
1943 gennaio-luglio	613	650	1.263	1.410	3	1.413	2.023	653	2.676

(1) Rilevazione a cura del prof. BACCHÌ e dell'Associazione bancaria.

§ 6. — *Proposte per un testo unico della legislazione sulle borse italiane.* — Si è già accennato nel paragrafo secondo alla opportunità che si addivenga alla promulgazione d'un testo unico della legislazione sulle borse. Si indicano qui di seguito i tratti fondamentali della materia da riordinare.

Data la struttura dei mercati dei valori e quella dei mercati delle merci, è evidente l'opportunità di conservare anche per l'avvenire la distinzione legislativa delle due specie di borse. Anche se taluni istituti possono avere una fisionomia comune, il loro trattamento per ciascuna specie di borsa può essere — ed è pressochè sempre — diverso; ed è quindi conveniente, a dissipare preventivamente dubbi od equivoci d'interpretazione e di applicazione delle norme, stabilirle *a priori* separatamente.

Altro concetto base di una riforma in sede di nuovo testo unico è che sia lasciato al regolamento di applicazione il minimo delle disposizioni, così da evitare il grave inconveniente che il potere esecutivo possa dettare norme che vadano al di là della legge, come si è verificato in molti casi nel 1913 e nelle aggiunte o modificazioni numerose che seguirono.

Si ritiene poi necessario comprendere nella legge di borsa, perchè sia veramente organica e basilare, tutte le disposizioni che riguardano la complessa materia, ripetendosi quelle contenute in altre norme legislative, ad esempio: il riporto; i contratti a termine nel fallimento; la mediazione; il trattamento dei titoli di credito negoziabili, che sono inclusi nei vari libri del codice civile del 1942; così per il reato di aggio-taggio, che è un delitto prettamente « borsistico ».

Sembra infine opportuno che non siano comprese nel testo di legge sulle borse le norme tributarie dei contratti di borsa; la materia delle tasse può subire variazioni diverse a seconda dei bisogni dell'erario, e tali variazioni possono essere anche frequenti (dal 1913 ad oggi si saranno susseguite una trentina di varianti nei riguardi delle diverse imposte incidenti sulle negoziazioni di borsa: bollati, circolazione, plusvalore, dividendi, ecc.): eppertanto non è conveniente nè appare logico, che in una legge organica a carattere permanente si contengano norme fiscali fluttuanti e variabilissime nella specie e nel tempo: basterà fissare nella legge — o nel regolamento — certe disposizioni di carattere generale, lasciando e rinviando anzi espressamente nel testo della legge stessa, alle leggi fiscali separate, di fissare l'ammontare dei tributi e la loro qualità.

Varie questioni dovranno essere oggetto di attento esame prima di concludere le proposte concrete di riforma, in sede di testo unico; esse sono le seguenti:

a) Borse governative od associazioni private.

La domanda posta nel questionario per accertare se si ritenga opportuno che le nostre borse mantengano il carattere di mercati ufficiali, oppure se possano assolvere meglio il loro compito se fossero gestite da associazioni professionali private, ha ricevuto risposte pressochè unanimi nel senso che alle borse sia mantenuto il carattere di mercati ufficiali.

b) Autorità direttive dei mercati: le Camere di commercio, le Deputazioni di borsa, i Comitati direttivi degli agenti di cambio.

Data l'accennata opportunità di conservare la netta distinzione tra borse merci — dipendenti dal Ministero dell'industria e commercio — e borse valori, sotto la vigilanza del Ministero del tesoro (1), deriva la necessità di lasciare alle Camere di commercio tutte le competenze relative all'amministrazione ed alla regolamentazione delle borse merci, limitando invece agli istituti camerali la parte semplicemente amministrativa delle borse valori, come, del resto, è saggiamente disposto dalla attuale legge sulle Camere di commercio (art. 32 R. decreto 20 settembre 1934 n. 2011) ove tra le attribuzioni delle Camere è fatto cenno esplicito alla « amministrazione delle borse », omettendo la dizione delle precedenti norme legislative in cui era detto che le Camere « avevano alle loro dipendenze le borse, le amministravano ecc. ».

Le borse valori debbono essere regolate direttamente e soltanto dalle autorità che la legge loro prepone, secondo le esigenze di esperienza, di praticità, di rapidità, di delicatezza che la speciale struttura dei mercati dei valori impongono, e che non potrebbero esser raggiunte con la inframmettenza di organismi per sè inevitabilmente burocratici, quali le Camere di commercio. Deputazione di borsa e Comitato direttivo degli agenti di cambio, con le alte direttive del Ministero del tesoro, possono e debbono dettare le regole e vigilare il funzionamento dei mercati dei valori: così soltanto potranno assolvere bene la loro funzione.

(1) R. D. L. 29 luglio 1925, n. 1261, art. 1:

« Tutte le attribuzioni concernenti le borse valori demandate al Ministero dell'economia nazionale ed a quello delle finanze dalla legge 20 marzo 1913, n. 272, sull'ordinamento delle borse di commercio e dai successivi regi decreti-legge modificativi di essa nonchè dai relativi regolamenti di esecuzione, sono trasferite, con effetto dal 1° agosto 1925, all'esclusiva competenza del Ministero delle finanze (ora tesoro). »

« Rimane invece nell'esclusiva competenza del Ministero dell'economia nazionale (ora industria e commercio) tutto quanto si attiene alle borse merci.... »

« Il Ministero per le finanze è autorizzato a provvedere alla emanazione delle norme per l'esecuzione del presente decreto e per tutto quanto concerne l'applicazione del nuovo ordinamento sulle borse ». »

Per quanto riguarda le Deputazioni di borsa, l'esperienza di oltre trent'anni ha dimostrato che le norme del 1913 sono rimaste pressochè inconcludenti, poichè in quasi tutte le borse le Deputazioni non hanno funzionato — specie in questi ultimi tempi — nè con la regolarità nè con la rapidità indispensabili, data la natura del mercato borsistico, nè col prestigio, che erano nel concetto della legge: e ciò forse proprio a causa della loro composizione, di persone spesso estranee all'ambiente diretto del mercato e non abbastanza a contatto del medesimo: cosicchè di frequente, in luogo della Deputazione, dovette svolgere le sue funzioni il Comitato direttivo degli agenti di cambio, il quale ha già altre importanti e delicate attribuzioni, disciplinari (sui colleghi), tecnico-amministrative (determinazione dei corsi e compilazione del listino ufficiale), giurisdizionali (liquidazione coattiva di borsa) e peritali (valutazioni degli imponibili per le incidenze tributarie).

Sembra poi opportuno e necessario che anche questo collegio sia posto in armonia con l'indirizzo dato sin dal 1925 all'ordinamento delle borse valori, con la effettiva odierna struttura giuridica ed economica di queste, e con i criteri democratici della scelta delle cariche non più lasciate all'investitura dall'alto, ma affidate al sistema elettivo dei gruppi interessati, così come si è già fatto, ripristinando, nel novembre 1944, le designazioni dei componenti i Comitati direttivi degli agenti di cambio mediante votazione della categoria.

Sarebbe opportuno che anche la Deputazione avesse i suoi membri eletti dalle persone che dovranno essere vigilate ed amministrate dal collegio, composto — per logico [equilibrio dei partecipanti al mercato — in parti uguali da agenti di cambio e da operatori di borsa.

Dovranno pure ben chiaramente essere specificate le attribuzioni delle Deputazioni di borsa, così da evitare duplicati e reciproche interferenze tra queste ed i Comitati direttivi, come ebbe a verificarsi frequentemente in passato, anche per l'imperfetta struttura delle norme di legge e di regolamento, per le quali diverse attribuzioni (es. polizia, amichevoli componimenti, denunce di inadempienza) erano devolute ad entrambe le autorità, simultaneamente o no, ma comunque sempre confusamente, con evidente pregiudizio del funzionamento del mercato.

c) Esecuzione coattiva di borsa.

Sarebbe opportuno conservare questa procedura speciale per le rapide conclusioni delle insolvenze borsistiche. Vi è tuttavia chi sostiene che sarebbe il caso di abolire l'estensione di questo istituto alle banche, sia perchè la norma del dicembre 1932 che ha sanzio-

nato questa eccezionale estensione fu fatta in deroga alla legislazione vigente ed allo stesso decreto del 30 giugno 1932 che riserva la « grida » agli agenti di cambio, sia perchè a questi è vietata ogni negoziazione diretta o per interposta persona, avendo la qualifica legislativa di pubblici ufficiali, quali notai del credito; sia perchè il numero abbastanza esiguo delle banche privilegiate godenti della liquidazione coattiva speciale di borsa mette tutte le altre banche in un non giusto stato di inferiorità, sia perchè infine (ed è questo il motivo giuridico di più particolare importanza) la legge vigente ammette alle « grida » — oltre gli agenti di cambio, che non possono operare altrove — gli istituti di credito con almeno cento milioni di capitale, ma con degli « osservatori » soltanto, e con il *preciso divieto di operare* in rispetto allo spirito, oltrechè alla lettera, della legge vecchia (1913) e nuova (1925-28, 1932).

d) Gli agenti di cambio.

Sembra opportuno che sia mantenuta a questi professionisti la caratteristica di pubblici ufficiali: la mediazione in titoli e valori rappresenta una funzione molto importante e delicata nell'interesse del pubblico credito e del privato risparmio. I nostri mercati dei valori, di istituzione e sotto la vigilanza statale, debbono avere negli agenti di cambio quegli intermediari che per la loro competenza ed esperienza siano in grado di consigliare ed assistere la clientela, e per la loro serietà e responsabilità possano dare tutte le garanzie: il che è preciso e costante intendimento della legislazione italiana che — sin dal 1850 — ha sempre dato a questi operatori la loro fisionomia di « intermediari » a carattere pubblicitario, per arrivare alla legge del 1913, che vieta loro ogni commercio, ed alla legge del 1925-32 che conferma ed acuisce tale divieto e li fa pubblici ufficiali.

e) Le « grida » e le negoziazioni di borsa in genere.

Al riguardo, come già fu sopra accennato, la legge odierna determina la riserva delle « grida » agli agenti di cambio, per tutti quei motivi giuridici, tradizionali, economici e pratici che scaturiscono dalla prassi delle nostre borse-valori; in via eccezionale e per consentire ai maggiori istituti di credito di essere a contatto coi negozianti, sì da seguirne più da vicino le operazioni, sono ammessi alle « grida » degli « osservatori » dei detti maggiori istituti bancari.

L'inchiesta promossa da questa Commissione ha potuto stabilire che una certa parte dell'opinione pubblica, costituita prevalentemente da banche ed aziende di credito in genere, sostiene che alle « grida » debbano essere ammesse le banche, non semplicemente con loro « osservatori », ma per operarvi direttamente. La categoria degli agenti

di cambio, invece, sostiene la necessità che l'ammissione alle grida sia riservata in esclusiva agli agenti stessi. È emersa anche una opinione intermedia, secondo la quale sarebbero da ammettersi alle grida i banchieri privati e gli agenti di cambio. Ai primi, costituiti in ruolo aperto, sarebbe attribuita la funzione di trattare direttamente con la clientela, con la quale sono a diretto contatto più di quanto non sia l'agente di cambio e verso la quale possono perciò esercitare una proficua opera di orientamento verso le varie forme di investimento durevole del risparmio. Ai banchieri ammessi ad operare direttamente in borsa, per conto della clientela privata e per conto proprio, sarebbero da richiedersi forti cauzioni e particolari requisiti morali e patrimoniali.

Agli agenti di cambio, invece, costituiti in ruolo chiuso, allo scopo di evitare l'eccesso di concorrenza che potrebbe abbassare il prestigio della loro funzione, sarebbe attribuito il compito di mediatori fra i banchieri. Essi dovrebbero conservare la loro figura di pubblici ufficiali, con tutti gli obblighi ai quali li sottopone la legge attuale (si veda l'interrogatorio del dott. *Foglia*).

f) Il diritto di sconto nei contratti a termine.

Si potrebbe conservare la norma com'è attualmente, e cioè con carattere del tutto eccezionale, lasciandone al Governo l'applicazione — quando la ritenga opportuna — nella difesa del mercato e del pubblico interesse.

g) Deposito obbligatorio nei contratti a termine.

Anche questa norma, che è relativamente recente per i nostri mercati (1925) può essere lasciata nella nuova legge, come arma a disposizione del Governo, sempre a difesa del mercato. Non sembra però conforme ai principi giuridici di libertà contrattuale il sanzionare la nullità dei contratti eseguiti senza il deposito: provvedimenti disciplinari anche molto gravi si comprendono a carico degli operatori che contravvengano alla norma, ma la sanzione di previa nullità sembra invero esorbitare la stessa potestà legislativa.

h) I cambi.

Alle necessità finanziarie incidenti in questa materia, quasi sempre interferiscono questioni politiche e internazionali della maggiore importanza; per il che sarà bene lasciare tale disciplina, come si è fatto sino ad ora, ai provvedimenti contingenti ritenuti necessari dal Governo volta a volta.

Come principio fondamentale e coerente a tutto il sistema di negoziazione e di funzionamento dei mercati finanziari dei valori, sarebbe auspicabile che anche i cambi venissero trattati nella loro sede logica

e naturale: le borse, ove gli incontri delle domande e delle offerte, creando un vero mercato, consentirebbero una opportuna stabilizzazione dei corsi.

§ 7. — *Incidenze tributarie sui negozi di borsa.* — Sono più di duecento le leggi, i decreti, le circolari, ecc., susseguirsi in questi ultimi anni (dal 1938 al 1942), in materia tributaria, direttamente o indirettamente riferentesi ai negozi di borsa, con qualche migliaio di avvisi, delucidazioni, chiarimenti, ecc. emanate dalle organizzazioni corporative (confederazioni, federazioni, sindacati, ecc.) con risultati piuttosto negativi per il pubblico Erario e per lo sviluppo della capitalizzazione nel nostro paese.

Poichè non è il caso di citare tutta la serie interminabile delle succitate disposizioni fiscali riguardanti le società per azioni, i loro titoli azionari ed obbligazionari e le rispettive cedole di dividendi ed interessi, i riporti, il capitale, ecc., si espone una breve analisi delle norme più direttamente influenti sui negozi di borsa.

La tassa sui contratti di borsa, percepita a mezzo dei foglietti bollati: istituita nel 1876, attraverso le varie vicende dei tempi, mantenuta fissa anche nella legislazione organica del 1913-23, fu trasformata in graduale nel 1935, con diverse aliquote, sino alle ultime determinate col decreto legislativo luogotenenziale del 25 maggio 1945, n. 301. Si ritiene opportuno il ritorno al sistema della tassa fissa, sia per evitare lunghi e fastidiosi conteggi ai contribuenti, sia per maggior utile all'Erario, potendosi determinare aliquote anche elevate, specie per i contratti conclusi direttamente tra le parti, o con banche e banchieri.

A tale proposito è da porre in evidenza la necessità che la parte fiscale delle tasse sui contratti di borsa costituisca una norma legislativa a sè, volta a volta variabile, e quindi inopportunamente includibile in un tutto organico regolante la stabile organizzazione ed il permanente funzionamento dei mercati.

Deve inoltre ricordarsi l'imposta cedolare, che incide molto sensibilmente sul valore dei titoli negoziabili in borsa: oggi è del 10%, in conformità alla riduzione decretata coll'art. 15 del decreto legislativo luogotenenziale 1944, n. 384. Dati i grandi bisogni dell'erario, e data la facilità di percezione di tale imposta, sarebbe utile fissare una congrua — ma sempre sopportabile — aliquota per i titoli nominativi, raddoppiandola per quelli al portatore.

§ 8. — *La nominatività dei titoli azionari.* — La nominatività obbligatoria dei titoli azionari fu originariamente fissata dalla legge

24 settembre 1920, n. 1297; ma in seguito questa e le norme posteriori correlative sulla obbligatorietà della conversione in nominativi dei titoli al portatore furono abrogate col R. decreto-legge 10 novembre 1921, n. 341.

Nel 1941, con R. decreto-legge del 25 ottobre n. 1148, fu ripristinata la nominatività obbligatoria; e seguirono numerose altre disposizioni legislative e regolamentari in materia.

I motivi di tale ripristino, furono più specialmente fiscali, da un lato, per riuscire ad individuare i possessori delle azioni agli effetti tributari; politici, dall'altro, per l'intendimento di ostacolare in sommo grado le transazioni in titoli azionari nelle borse-valori e fuori, onde evitare soverchi rialzi speculativi.

Tecnici e competenti del mondo finanziario e la migliore stampa specializzata hanno fatto da tempo rilevare il grande pericolo che, per il non funzionamento di un mercato azionario sano e regolare, il risparmio ed i realizzi contingenti si possano orientare invece che verso impieghi seri, redditizi e produttivi, aventi per oggetto attività industriali, commerciali e finanziarie, verso immobilizzi non desiderabili in merci, in valute e di altra natura, di lucro più cospicuo ed immediato e supposto più sicuro, ma sempre pregiudizievoli agli interessi generali dell'economia nazionale.

Dalle risposte ai questionari e dagli interrogatori di esperti, la Commissione ha potuto accertare l'opinione unanime degli interpellati sugli effetti dannosi della nominatività obbligatoria dei titoli azionari. Secondo il parere degli interpellati questo provvedimento avrebbe allontanato il risparmio dal mercato dei valori mobiliari senza peraltro avere conseguito neppure i suoi scopi di carattere fiscale. Tutti ne auspicano perciò la più sollecita abolizione. Nel caso che per ragioni contingenti, in vista cioè di una imposta straordinaria sul patrimonio, non ne fosse possibile l'immediata abolizione, alcuni suggeriscono provvedimenti di attenuazione, come la girata in bianco dei titoli nominativi — che esiste in alcune legislazioni straniere — l'introduzione dell'assegno titoli e l'emissione di nuove azioni al portatore con riscatto degli oneri relativi alla imposta straordinaria sul patrimonio.

Lo scopo al quale le mitigazioni prima e l'abolizione poi della nominatività dovrebbero tendere, sarebbe la maggiore diffusione degli investimenti azionari anche tra la massa dei modesti risparmiatori; scopo tanto necessario da conseguire in quanto, per attivare la ripresa industriale del nostro paese, occorre far leva sulla più rapida mobilitazione del risparmio.

L'abolizione della nominatività, inoltre, dovrebbe concorrere a favorire l'investimento di capitali stranieri in titoli azionari italiani (1). A tanto però non si potrà giungere finchè sarà in vigore il decreto 24 luglio 1942 che vieta agli stranieri di acquistare titoli azionari italiani. L'urgente necessità per il nostro paese di attingere al credito internazionale non può essere soddisfatta soltanto con i prestiti interstatali stipulati col concorso dei governi, ma richiede un largo ausilio del capitale privato, al quale occorre creare le condizioni più favorevoli per trovare conveniente impiego nelle nostre imprese industriali. A ciò non giova certamente la macchinosa procedura creata in tempo di guerra, la quale impedisce praticamente che la borsa possa essere messa a servizio dei capitali stranieri in cerca di lucrosi investimenti.

(1) Una più completa indagine sulla questione della nominatività dei titoli, la Commissione ha compiuta nell'esame dei problemi relativi alle finanze pubbliche. Sui risultati di tale inchiesta si riferisce nel vol. V di questo rapporto (*Finanza*), al cap. VII, §§ 33-36.