

FEDERICO MARIA PACCES

IL FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ

PAGINA BIANCA

## AVVERTENZA

*A tre anni dalla data di presentazione, licenzio alle stampe questa mia relazione; ma non senza perplessità. Tre anni sono moltissimi in un campo in cui la ricerca scientifica è ancora all'età infantile. I risultati ai quali eravamo giunti nel 1962 sono stati rimessi in discussione in sede della relazione (maggio 1965) sulla seconda indagine che la Commissione parlamentare d'inchiesta sui limiti alla concorrenza mi ha fatto l'onore di affidarmi. È vero che la seconda indagine ha (o si proponeva) ad oggetto l'autofinanziamento: ma è evidente che una miglior conoscenza di questo fenomeno si riflette sulle fonti palesi di finanziamento e corregge la visione d'insieme.*

*E, d'altra parte, quella seconda relazione era appena presentata che già ci accingevamo, i miei collaboratori ed io, ad una rielaborazione globale dei dati raccolti (e di altri non utilizzati nella stessa sede per difetto di tempo e di mezzi tecnici); proponendoci così obiettivi più vasti e più ambiziosi, che, se raggiunti, rimetteranno a loro volta in discussione le conclusioni consegnate in questa relazione e nella successiva.*

*Le conclusioni, non il metodo di lavoro.*

*Nelle tre fasi della ricerca (le due prime compiute per conto della Commissione parlamentare e la terza - in corso - col patronato e il contributo finanziario del Consiglio nazionale delle ricerche) il metodo è rimasto fondamentalmente costante: ed esso consiste nel sottoporre a verifiche « incrociate » e a ricostruzione le diverse situazioni, contabili ed extracontabili, delle società, fino ad ottenerne una rappresentazione più approssimata alla realtà del fenomeno o dei fenomeni studiati; nel nostro caso del ricorso alle varie fonti di finanziamento, divise nelle tre note maggiori voci.*

*Naturalmente l'esperienza accumulata ha consentito un progressivo affinamento degli strumenti e il ricorso a metodologie statistiche più avanzate: quali ad esempio le regressioni multiple.*

---

*Il far conoscere questo metodo di lavoro e il dar conto dei risultati al quale esso può condurre, se usato con l'opportuna prudenza ma anche con la perseveranza ed i mezzi necessari (soprattutto per l'elaborazione dei dati), ci sembra costituisca una giustificazione abbastanza valida di questa pubblicazione.*

F. M. PACCES

Università di Torino, luglio 1965.

---

---

## PREMESSA

L'indagine sul finanziamento delle società in Italia mi è stata affidata con lettera 7 ottobre 1961 del Presidente della Commissione Parlamentare, on. Roberto Tremelloni.

L'indagine si è svolta attraverso le seguenti fasi preparatorie:

I. — Raccolta dei bilanci 1951-1960 delle società industriali presumibilmente più grandi. Per ottenere i bilanci delle 200 società elaborati nel corso dell'indagine, si sono trascritti — su schemi appositamente predisposti a stampa — circa 2.500 bilanci, con impiego di 70 giornate lavorative presso l'archivio (Ufficio annuario) dell'Associazione fra le società italiane per azioni (ASSONIME).

II. — La preparazione e l'elaborazione dei dati sono state compiute attraverso le seguenti fasi:

1) *Perforazione e verifica:*

a) per ogni società una scheda anagrafica (codice, nome, fatturato e dipendenti 1960 quando disponibili);

b) per ogni bilancio una scheda attiva e una scheda passiva.

2) *Selezione e tabulazione.*

Le schede attive e passive sono state classificate in vari gruppi, e per ciascuno di questi è stato calcolato il bilancio somma per ognuno dei dieci esercizi.

3) *Calcolo e perforazione.*

Dalle schede attive e passive si sono calcolati, su IBM 604, e perforati su di una serie di schede vergini i seguenti dati:

a) percentuale utile su fatturato (solo per i dati 1960 disponibili);

b) capitale a disposizione;

c) capitale proprio;

d) percentuale utile su capitale proprio;

e) attivo meno ammortamenti,

e si è inoltre riportato sulle stesse schede il codice e l'utile, oltre che l'indicazione dell'esercizio.

#### 4) *Multiperforazione.*

Dalle schede anagrafiche (punto 1, lettera *a*) si sono riprodotti su ciascuna delle schede ottenute al punto 3) i dati necessari al reperimento.

#### 5) *Selezione e lista.*

Per ogni esercizio, le schede ottenute sono state classificate secondo i seguenti criteri:

- a*) percentuale utile su capitale proprio;
- b*) investimenti al netto degli ammortamenti;
- c*) capitale a disposizione;
- d*) totale dell'attivo;
- e*) capitale proprio,

stampando ogni volta la relativa lista.

Inoltre, per il solo esercizio 1960, si sono ottenute tre liste delle società, ordinate secondo:

- a*) fatturato (quando disponibile);
- b*) percentuale utile su fatturato;
- c*) numero dei dipendenti.

Elaborazione elettronica: è stata eseguita solo per le 182 società esistenti dal 1954 al 1960.

Su un calcolatore IBM 1401, selezionando ed ordinando le schede in vari gruppi, si sono ottenuti, per ciascun gruppo e per ciascun esercizio:

- a*) bilancio somma;
- b*) bilancio medio (bilancio somma : numero società);
- c*) espressione in % del totale dell'attivo e del passivo di voci attive e passive (capitale e debiti su totale passivo meno ammortamenti; immobilizzazioni nette e disponibilità su totale attivo meno ammortamenti);

*d*) espressione delle voci: capitale, debiti, immobilizzazioni nette e disponibilità in percentuale delle corrispondenti voci del 1954, ed inoltre per ogni gruppo si è calcolato per il totale dei sette esercizi:

- a*) bilancio somma;
- b*) bilancio dell'anno medio (bilancio somma : 7);
- c*) espressione delle stesse voci di cui al punto *c*) (*supra*) per il bilancio dell'anno medio.

Le tabelle comprese nella presente relazione rappresentano, in sintesi, il risultato delle elaborazioni dei dati di cui al punto precedente.

La prima parte della Relazione definisce il tema dell'indagine (Capitolo I), dà conto degli strumenti usati nella indagine e ne esamina criticamente la validità (Capitolo II).

Il Capitolo III (*Struttura della domanda di capitali da parte dell'industria*) ed il Capitolo IV (*Il mercato mobiliare come limite alla concorrenza fra grande industria e imprese minori*) ripropongono in linea teorica i risultati ottenuti dal relatore in occasione della presente indagine e di precedenti ricerche, e in particolare nell'inchiesta sul credito industriale, svolta dallo stesso relatore nel 1956 in qualità di direttore del Centro di ricerche e documentazione per l'industria dell'Università di Torino.

Tali risultati hanno infatti costituito il presupposto e i dati di partenza dell'indagine sui bilanci di cui si dà conto nella seconda parte della relazione.

\* \* \*

Il relatore si augura che la presente indagine possa essere ripresa in sede opportuna, e condotta con l'ausilio degli indispensabili mezzi conoscitivi, in vista di risultati più approfonditi, impossibili a raggiungersi con il materiale di studio di cui il relatore ha potuto servirsi.

Una più sicura e approfondita conoscenza della struttura delle fonti di finanziamento, dei caratteri della domanda di capitali da parte delle imprese, e finalmente di attendibili misure dell'autofinanziamento è infatti strumento indispensabile all'azione di governo nei campi:

della politica del credito e di piano;

della disciplina e del controllo pubblicistico dei grandi complessi industriali e finanziari;

della legislazione fiscale in ordine alla tassazione dei redditi di bilancio.

La presente indagine non avrebbe potuto essere condotta, o non avrebbe condotto ai primi risultati che la relazione espone, senza la cortesia e l'aiuto dell'ASSONIME, della IBM, nonché la collaborazione prestata dall'Istituto di amministrazione industriale dell'Università di Torino.

Desidero pertanto rivolgere un cordiale ringraziamento:

al presidente e al direttore generale dell'ASSONIME, per averci messo a disposizione uffici ed archivi dell'associazione, pur in un periodo particolarmente delicato per essere in corso di pubblicazione l'edizione 1962 dell'*Annuario delle società per azioni*. Un grazie particolare

va al cav. Luigi Fornengo, il cui consiglio e guida ci sono stati di grande ausilio nel reperimento dei dati;

alla Direzione generale dell'IBM, e in particolare al direttore della filiale di Torino, dott. Aimone di Seyssel d'Aix, al direttore della filiale di Biella, dott. Angelo Ascheri, ai programmatori ing. Tullio Castellano e ing. Aldo Somà, e ai signori Adolfo Andreani, Claudio Sacchi, Sergio Lovise e dott. Liliana Faussone, della Direzione servizi della sede IBM di Torino; all'ing. Cesare Balbiano d'Aramengo della R.A.I.;

ai miei assistenti, dottori Giovanni Zanetti e Gianguido Castagno, e al sig. Enrico Filippi, allievo interno d'istituto, per il contributo dato con entusiasmo ed intelligenza all'indagine, specie nelle fasi di raccolta e di elaborazione dei dati.



**PARTE PRIMA**

**PROBLEMATICA DEL FINANZIAMENTO INDUSTRIALE**

PAGINA BIANCA

---

---

## CAPITOLO I.

### TEMA DELLA RICERCA

1. — Nel concetto dell'opera della Commissione parlamentare, è a me affidato il compito di studiare se la struttura del finanziamento dell'impresa, le condizioni nelle quali viene praticato, e il comportamento delle imprese o di taluni raggruppamenti di imprese, pongano limiti non necessari alla domanda e all'offerta di capitali, e quali; e (nel caso di risposta affermativa ai primi quesiti) se i limiti stabiliti abbiano carattere discriminativo, lesivi della libertà di concorrenza.

Sotto un certo aspetto questo compito è anche troppo facile. Che esistano limiti di carattere finanziario alla concorrenza, e ancor più a quella particolare forma di concorrenza ch'è la libertà di entrata in un settore della produzione, è assioma pacifico per la dottrina economica dell'impresa (1).

Ma sulla natura di questi limiti si sa ben poco. Concetti comunemente accettati si dimostrano falsi. Il più comune, e men vero, di codesti concetti è che le limitazioni stiano essenzialmente (se non proprio completamente) dalla parte dell'offerta: nella scarsità dei capitali, in difetti o limiti di organizzazione del credito. Chi scrive ha buon titolo per testimoniare dell'errore, avendolo condiviso (2).

Non vi è dubbio che la struttura dei finanziamenti d'impresa sia condizionata dallo stato dell'offerta di capitali: formazione del risparmio nazionale, afflusso di capitali dall'estero, organizzazione dei mercati finanziari. Ma non meno determinanti sono i fattori della domanda di

---

(1) Per un'esposizione della dottrina rinvio al corso monografico da me tenuto all'Università di Torino nell'anno accademico 1956-57 (*Teoria degli ultraostacoli allo sviluppo dell'industria*, dispense).

(2) Cfr. *l'inchiesta sul credito industriale con particolare riguardo all'economia della Regione piemontese*, condotta dal Centro di ricerche e documentazione per l'industria dell'Università di Torino (1956).

capitali. A differenza dei primi, questi fattori sono mal conosciuti, poco o punto trattati e – occorre aggiungere – di difficile indagine.

Trascurando i fattori congiunturali, mi sono proposto di studiare, *in primis*, la struttura della domanda di capitali da parte dell'industria.

Lo stato dei finanziamenti industriali, in un'epoca e in un paese dati, dipende insieme da fattori strutturali e da fattori congiunturali, di domanda e di offerta. Limitare lo studio ai fattori strutturali di domanda è espediente utile a descrivere un aspetto essenziale dello stato dei finanziamenti dell'industria italiana (3).

\* \* \*

2. — Isoliamo pertanto quattro variabili strutturali della domanda di capitali da parte dell'industria:

- struttura degli investimenti;
- posizione dell'impresa sul mercato;
- accesso dell'impresa al mercato mobiliare;
- caratteri imprenditoriali dominanti.

Studieremo le relazioni strutturali esistenti fra le varie fonti di finanziamento nell'economia di imprese singole o di gruppi di imprese. Per comodità di esposizione classificheremo le fonti in:

- apporto di capitali da parte dell'imprenditore o dei soci;
- credito;
- risparmio interno (autofinanziamento).

*Strumenti d'indagine.*

3. — Un'indagine vertente sulle fonti di finanziamento delle imprese in Italia può servirsi (in teoria) di tre differenti strumenti d'indagine:

- a) l'intervista o interrogatorio;
- b) le contabilità aziendali e la documentazione sulla quale le contabilità sono costruite e che le certificano;
- c) i bilanci pubblicati.

Il ricorso al secondo e al terzo strumento può essere integrato dal primo, mediante interrogatori e discussione con coloro che tengono le contabilità e redigono i bilanci.

---

(3) Si presuppone, con ciò, che gli altri aspetti necessari a ricostruire l'unità problematica del finanziamento industriale – formazione del risparmio, organizzazione del credito, movimenti dei capitali, ecc. – vengano trattati da esperti particolarmente versati in quei rami della scienza e della politica economica.

Nell'indagine a me affidata, il solo strumento consentito è costituito dai bilanci pubblicati (4). Può sembrare singolare che una Commissione parlamentare disponga e s'accontenti di un'indagine vertente su documenti di pubblica ragione, e dunque a chiunque accessibili. Ma due circostanze devono essere tenute presenti in proposito.

La prima è che persino i bilanci pubblicati (quale ne sia l'attendibilità, e su ciò torneremo) non sono, in Italia, di facile reperimento. L'unico ente che, limitatamente ai bilanci delle società per azioni, ne fa raccolta sistematica, è l'ASSONIME (Associazione italiana fra le società per azioni), nel suo archivio di Roma. Pertanto già in questa fase preliminare la ricerca non è senza difficoltà (5).

La seconda circostanza è che gli onorevoli membri della Commissione parlamentare hanno, essi, poteri d'interrogatorio.

Si può quindi pensare che la Commissione voglia servirsi nella sede opportuna dei peculiari mezzi d'indagine posti a sua disposizione; anche se è difficile credere che cortesi dibattiti fra onorevoli parlamentari e presidenti di società maggiori o minori riescano a ricostruire il « valore » delle poste attive dei bilanci e a mettere in luce (meglio che attraverso un ragionamento induttivo) ciò che vi è stato occultato in anni e in decenni di paziente e coerente fatica.

Tutto ciò premesso, è da soggiungere che un'indagine svolta nell'interno delle imprese, anche se compressa nei limiti che qui mi sono proposto, non potrebbe venir condotta nel breve giro di sei o sette mesi, neanche a destinarvi quel congruo numero di revisori competenti ed obiettivi che in Italia, ad ogni modo, non sarebbe reperibile.

---

(4) Mi varrò tuttavia anche dei risultati raggiunti dall'*Inchiesta sul credito industriale* (già citata in nota 2) condotta nel 1956 attraverso interrogatorio di 132 imprenditori o dirigenti di imprese industriali piemontesi.

(5) Agli scopi della presente ricerca non è possibile servirsi dell'*Annuario delle società per azioni* (ultima edizione: 1962) edito dall'Assonime; e ciò per l'eccessivo raggruppamento e il non pareggiamento dei dati pubblicati. Quanto ai dati pubblicati dal *Bollettino ufficiale delle società per azioni* (B.U.S.A.) ci limiteremo a raccomandare a chi lo cura una più diligente revisione dei dati; essendo gran peccato che una pubblicazione ufficiale (anche se, come nel nostro caso, possa allegare di non esser letta da nessuno) contenga un così gran numero di errori e di refusi, e non sempre solo di stampa.

---

---

## CAPITOLO II.

### IL BILANCIO PUBBLICATO COME UNICO STRUMENTO CONOSCITIVO

4. — L'indagine ordinata dalla Commissione parlamentare si pone pertanto nei seguenti termini: *a)* si desidera conoscere qualcosa intorno al ricorso delle fonti di finanziamento da parte di imprese societarie italiane; *b)* unico strumento consentito è il bilancio, quale le imprese societarie italiane lo redigono e lo pubblicano.

È chiaro che la proposizione: il bilancio quale le imprese societarie italiane lo redigono e lo pubblicano non è strumento che permetta di conoscere qualcosa intorno ad *a)*, chiuderebbe in partenza il discorso.

Devo dunque giustificarmi — in sede scientifica — per aver accettato un incarico che può apparire impresa disperata e che per certo tale è giudicata da molti.

Nessun dubbio che un bisturi serva meglio al chirurgo di un coltello da cucina. Ma vi sono casi in cui la responsabilità del chirurgo gli fa accettare di operare anche con un coltello da cucina.

Il bilancio pubblicato rappresenta, nella presente indagine, il coltello da cucina. Chiedo che il giudizio sull'esito, sul grado di rifinitura, sulla « eleganza scientifica » dell'operazione, sia dato in funzione dello strumento, o almeno tenuto conto dello strumento.

5. — Né è vero — d'altra parte — che i bilanci pubblicati siano inintelligibili.

Lo sono soltanto se letti isolatamente e singolarmente. L'esame di una successione cronologica di bilanci di un'impresa è già, di per sé, un non inefficace strumento di indagine. Di più ancora, la comparazione di un sufficiente numero di bilanci di imprese diverse consente confronti e (previa costruzione di bilanci medi) misurazioni d'indubbio si-

gnificato. Infine, il raffronto tra bilanci medi di imprese operanti in paesi diversi, nonché la rispondenza (o la mancata rispondenza) fra alcune proposizioni economiche generalmente accettate e le rappresentazioni che ne danno i bilanci, permettono di correggere questi ultimi, portandoli ad un'approssimazione certamente più vicina alla realtà.

D'altra parte l'analista sa che gli errori e le omissioni che viziano i bilanci ufficiali non sono diffusi in tutte le voci del bilancio, ma nascosti in poche di esse, e bene individuate. Isolando e trattando convenientemente le voci « pure » del bilancio, si ottengono opportuni coefficienti di correzione che, applicati alle voci in sofferenza, restituiscono all'insieme del bilancio una sufficiente rappresentatività della situazione economico-finanziaria dell'impresa.

6. — In un'indagine di natura finanziaria l'attenzione va anzitutto diretta sul lato cosiddetto passivo del bilancio. Delle tre maggiori fonti di finanziamento, due vi sono segnate in cifre — in prima approssimazione — attendibili. Sono: il capitale e i debiti (1). La terza fonte, il trasferimento di utili a riserve per autofinanziamento, non è solitamente messa in evidenza se non nella misura richiesta dalla legge e dagli statuti, o in altra ritenuta congrua dagli amministratori. Nessuna di queste misure è legata da relazioni necessarie con l'autofinanziamento totale, che nessun bilancio normale mette in evidenza.

Ne segue che gli investimenti (cioè le voci o talune voci dell'attivo del bilancio) vengono sottovalutati in misura corrispondente all'autofinanziamento taciuto dal bilancio.

Vi è identità fra sottovalutazione di taluni cespiti dell'attivo e autofinanziamento coperto. Se troveremo una chiave capace di mettere in

---

(1) Dobbiamo tuttavia ricordare che il bilancio dà una rappresentazione statica della situazione finanziaria, ad una data prestabilita (ad esempio il 31 dicembre). E abbastanza corrente operare in modo che, a quella data, i debiti siano maggiori o minori di quanto non lo siano mediamente lungo l'esercizio. Per esempio, una situazione debitoria pesante potrà venire truccata mediante vendita fittizia delle scorte e conseguente alleggerimento (in bilancio) del magazzino. Al contrario, una situazione che si vuole far apparire fortemente debitoria (per esempio, per giustificare o aumentare i costi per interessi passivi) potrà essere appesantita mediante sconto di pagherò o altre forme di apertura di credito bancario. Le imprese largamente finanziate « in conto corrente » dai soci possono il 30 dicembre trasferire le relative posizioni alle banche, con operazioni effimere, coperte due giorni dopo o poche settimane dopo. Questi espedienti sono però meno frequenti nelle società maggiori, ciò che rende i bilanci di codeste società — sotto questo aspetto — più attendibili dei bilanci di imprese medie o piccole. Inoltre gli espedienti in questione tendono a compensarsi, almeno in parte, e sono pertanto di scarso rilievo nelle considerazioni d'insieme.

chiaro con sufficiente approssimazione uno dei due elementi, avremo messo automaticamente in chiaro anche l'altro. (2).

7. — È ancora abbastanza diffusa l'opinione che presta motivazioni fiscali (e più correttamente si direbbe di difesa fiscale) al ricorso a riserve occulte, di cui l'autofinanziamento è la necessaria conseguenza.

Ammessa tale motivazione, si afferma che le imprese maggiori non vi ricorrerebbero, in quanto rifuggono, per motivi etici o per esigenze di controllo interno, da pratiche evasorie.

Il fenomeno viene in tal modo cacciato ai margini della produzione, e la sua importanza minimizzata.

In realtà, il ricorso all'occultamento di parte del valore dell'attivo (o occultamento di riserve) può corrispondere — ma non corrisponde necessariamente — al desiderio di sfuggire almeno in parte all'onere fiscale.

Consentiamo che nell'economia della grande impresa l'intenzione di evadere l'imposta è bene spesso assente o repressa. Né una siffatta intenzione potrebbe ammettersi da parte di imprese controllate da enti di diritto pubblico o dalla stessa amministrazione finanziaria dello Stato.

Correntemente ammessa, e tenuta per normale, è invece la prassi di trattenere nell'economia dell'impresa una parte anche cospicua dell'utile, allo scopo di autofinanziare, in tutto o in parte, lo sviluppo, o, in generale, nuove o vecchie operazioni dell'impresa.

Senonché, quale che sia l'intenzione, la tecnica dell'operazione è identica. Se ne differenzierebbe soltanto se, allo scopo di corrispondere l'intera imposta, o a quello di redigere bilanci veri e reali, si denunciassero *in toto* l'utile conseguito, proponendo nel contempo (per esempio all'assemblea degli azionisti) di corrispondere un dividendo ridotto (ad una aliquota dell'utile denunciato) e di trattenere il resto per destinarlo ad investimenti interni. Le prevedibili ripercussioni d'un tale ipotetico comportamento sono tali da sconsigliare a chiunque, in linea di fatto, di ricorrervi.

Ne segue che la tecnica dell'autofinanziamento non differisce da quella dell'evasione fiscale. Il procedimento è noto e consiste nel correggere

---

(2) Finché ci si attenga alle cifre dei bilanci ufficiali è però bene evitare di mettere a raffronto il totale degli investimenti con l'utile dell'esercizio. L'indice che se ne ottiene (ingenuamente presentato da trattatisti che vanno per la maggiore come indice di redditività) non ha, in realtà, alcun significato. Nell'ipotesi che l'utile di esercizio rappresenti una quantità reale, o quantomeno prossima al vero, il rapporto *investimenti : utile* sarà tanto più alto quanto più sensibile sarà il divario fra valori effettivi e valori di bilancio degli investimenti.



il bilancio in modo da ridurre la misura apparente dell'utile conseguito. L'occultamento dell'utile o di una parte di esso è ottenuto tecnicamente mediante sottovalutazione degli investimenti, e il modo più usato consiste nel portare costi ad utilità pluriennale (ad esempio, l'investimento in beni durevoli) a carico dei costi di esercizio. Talora si tratta di impianti tecnici (e in tal caso è relativamente agevole ricostruire il valore); talaltra si tratta di investimenti nella marca o nell'organizzazione commerciale.

Può accadere che l'intervento degli uffici tributari conduca alla ricompilazione del bilancio e alla messa in evidenza dell'utile fiscale (che può avvicinarsi maggiormente all'utile reale) sul quale si pagherà l'imposta dovuta. Ma anche il bilancio fiscale è segreto, o almeno non è pubblico. Il bilancio ufficiale, per gli azionisti e per il pubblico, rimane quello che porta la firma degli amministratori ed è stato approvato dall'assemblea.

Appare senz'altro singolare che un bilancio, infirmato dalla revisione di un pubblico ufficio e corretto in conseguenza, continui a far fede in pubblici documenti. In questa sede basterà aver constatato l'anomalia.

8. — I bilanci patrimoniali delle imprese, così come sono pubblicati, devono dunque esser letti tenendo presente che:

I) le voci che indicano il capitale sociale e le riserve di bilancio rappresentano le somme effettivamente versate dai soci, più quella parte del maggior valore del patrimonio netto ch'è costituita da rivalutazioni monetarie e da utili dichiarati e non distribuiti;

II) le voci che indicano i debiti rappresentano attendibilmente, in cifre assolute, la situazione debitoria della società alla data del bilancio; vi è tuttavia la possibilità che accantonamenti per rischi o vere e proprie riserve siano portati in bilancio come debiti;

III) talune voci relative agli investimenti sono omesse o sottovalutate quanto basta per ristabilire il pareggio delle somme del dare e dell'avere, quando nel cosiddetto passivo non siano messi in evidenza tutti gli utili accantonati, quale che sia la motivazione dell'occultamento. Ai fini della presente ricerca, non è rilevante che omissioni o sottovalutazioni vengano operate a preferenza su uno piuttosto che su un altro gruppo di attività.

9. — Sul conto economico, documento che dovrebbe dare la dimostrazione analitica dell'utile o della perdita dell'esercizio, non si è potuto fare, nella presente indagine, assegnamento alcuno.

Così come è compilato ed annesso ai bilanci pubblicati delle società, il conto economico è un pietoso moncherino, la cui funzione non differisce da quella della coda dei cani Dobermann.

Perché infatti un conto economico dica qualcosa intorno alla formazione dell'utile (o della perdita) di esercizio, esso dovrebbe muovere dalla somma dei ricavi lordi (fatturato) e procedere scalarmente a detrarre da quella somma i costi a carico dell'esercizio, con analisi, se non esaurienti, quantomeno decenti (3).

Solo 134 delle 200 maggiori società industriali italiane comunicano il loro fatturato (4). Nei gradini più bassi della scala dimensionale la pubblicazione del fatturato scende a percentuali minime, e infine scompare.

Un'indagine in corso presso l'Istituto di amministrazione industriale dell'Università di Torino si propone di accertare le forme e i gradi di analisi del conto economico pubblicato dalle 200 società, per suggerirne l'auspicata unificazione.

10. — Non praticata in Italia (in assenza di norme legislative che la prescrivano nei casi opportuni) è la pubblicazione di bilanci consolidati di gruppo.

Per dare un'idea dell'assurdo cui porta tale omissione, basterà qui ricordare il caso della Montecatini, i cui dati di bilancio variano... a seconda della lingua in cui sono redatti. Così l'attivo della società Montecatini, secondo il bilancio italiano pubblicato nel 1960, sarebbe di 681.268 milioni, mentre il bilancio consolidato del gruppo (pubblicato dalla rivista americana *Fortune*) sarebbe inferiore a quella cifra (666.408 milioni al cambio 620). Per contro il fatturato del gruppo sarebbe circa doppio di quello della società (324.320 milioni del gruppo contro 167.095). Ma questo fatturato doppio lascerebbe pressoché immutato l'utile (segnato in 15.445 milioni da *Fortune* contro i 13.123 del bilancio pubblicato dalla società). Di più ancora: la società comunica ufficialmente in 67.000 persone i suoi dipendenti (i quali otterrebbero 167.095 milioni di fatturato); ma il numero dei dipendenti resta immutato anche a fianco

---

(3) Se, per esempio, il bilancio economico isolasse in una opportuna voce i tributi pagati per esercizio di « competenza », gli azionisti potrebbero, attraverso ad esso, risalire se non all'utile reale per lo meno all'utile fiscale, traendone le opportune illazioni. Ma ciò non si usa, e nessun amministratore di società vorrà sostenere che l'omissione è dovuta a... cautela fiscale.

(4) Di queste, 128 includono ufficialmente il fatturato nei loro bilanci o lo hanno comunicato per la pubblicazione nell'*Annuario* dell'Assonime. Altre sei hanno cortesemente corrisposto a nostra richiesta diretta.

del bilancio consolidato comunicato a *Fortune* (o elaborato dalla rivista americana), attribuendo così il bilancio « americano » ai 67.000 dipendenti una produttività doppia in termini di fatturato.

« Senza bilanci consolidati, il valore di qualsiasi analisi dei bilanci delle società (riesce) assai limitato, poiché (molte di) tali società usano condurre una parte sostanziale delle loro operazioni attraverso società sussidiarie, che non pubblicano il bilancio, e la cui attività è lontana dall'essere chiarita dal bilancio della società madre » (5). La mancanza di tale mezzo d'indagine, insieme con le omissioni contenute nel bilancio patrimoniale e la pressoché totale inutilità del conto economico, segnano i limiti, già avvertiti, della presente indagine.

---

(5) BRIAN TEW e R. F. HENDERSON, *Studies in Company Finance*, Cambridge University Press, 1959, p. 1. In Inghilterra, per effetto del Companies Act 1948, la pubblicazione di bilanci consolidati è obbligatoria per le società capogruppo.

---

---

### CAPITOLO III.

#### STRUTTURA DELLA DOMANDA DI CAPITALI DA PARTE DELL'INDUSTRIA

11. — L'evoluzione dei processi produttivi — dal XVIII secolo ad oggi — ha segnato tre fasi fondamentali:

- I) processi produttivi fondati sul lavoro manuale (manifatture);
- II) processi produttivi fondati sul lavoro meccanico (fabbriche);
- III) processi produttivi automatizzati (automazione delle fabbriche).

Nella prima fase le anticipazioni di capitale erano quasi per intero investite nell'acquisto delle materie prime e nel pagamento della manodopera.

Nella seconda fase una parte — progressivamente in aumento — del capitale viene investita durevolmente in macchinari ed impianti: telai, macchine utensili, macchine generatrici di energia, ecc.

Nella terza fase i macchinari e le attrezzature si svincolano dal lavoro umano per venire comandati, azionati e controllati automaticamente; nello stesso tempo le macchine « universali » che caratterizzano la seconda fase vengono sostituite con macchine speciali, capaci di operazioni sempre più complesse, ma idonee a fabbricare solo un prodotto — o una parte del prodotto — di dimensione, tipo, qualità, disegno prestabiliti ed immodificabili o difficilmente modificabili.

In questa terza fase, i macchinari tendono a perdere ogni valore di mercato. Una volta che siano stati acquistati o costruiti e immessi nel processo produttivo, ogni altra destinazione è ad essi preclusa. I capitali così investiti non perdono soltanto la liquidità (ciò che avveniva già nella seconda fase): diventano illiquidabili. Il solo modo di recuperarne il costo è costituito dall'assorbimento di quote dei costi stessi nei costi di esercizio (« ammortamento »).

Nei processi produttivi della prima fase, ogni possibile errore di investimento interessava esclusivamente o essenzialmente una singola partita di merce e la sua lavorazione; e ogni decisione di disinvestire i capitali investiti nel processo produttivo poteva attuarsi al termine di un ciclo produttivo, di durata limitata e quasi sempre inferiore all'anno.

Gli investimenti nell'industria conservavano - in quella prima fase - una relativa liquidità; e comunque erano liquidabili a breve periodo e senz'altro rischio di perdita se non quelli derivanti dalla vendita del prodotto e dall'esazione dei crediti.

Nei processi produttivi della seconda fase, la parte del capitale investita in immobilizzi richiedeva, per lo smobilizzo, un periodo più lungo; e normalmente pluriennale. Ma il peso relativamente basso delle immobilizzazioni sul totale degli investimenti e la natura tecnica delle immobilizzazioni (caratterizzata dalle macchine utensili universali) limitavano il rischio di perdita da liquidazione alla sola parte « fissa » del capitale e al divario fra la parte non ancora ammortizzata del costo delle macchine e il prezzo di vendita delle stesse sul mercato dell'usato.

Nei bilanci delle imprese industriali impegnate in processi produttivi di questo tipo, hanno quindi senso l'iscrizione degli immobilizzi al costo nell'attivo del bilancio e lo sgravio *pro quota* di tale costo in ragione della durata presunta della macchina o dell'impianto.

Nei processi produttivi della terza fase, l'investimento in macchinari ed impianti speciali non è rappresentato da un valore di mercato. Si pensi ad una raffineria, o ad una macchina « transfer » per la fabbricazione di un motore a scoppio. Sono beni cui può attribuirsi soltanto un valore d'uso; e questo può essere basso o alto e anche molto alto; non è necessariamente in relazione al costo storico.

Di qui il rischio di illiquidabilità totale, cui si è già accennato.

12. — I finanziamenti in conti di credito mal si prestano a fronteggiare rischi siffatti (1).

Il tramonto della banca mista - motivato da difesa del risparmio - non è che una conseguenza logica del progressivo acuirsi dei rischi inerenti agli investimenti industriali e del più grave di essi: il rischio di illiquidabilità degli immobilizzi tecnici.

---

(1) Questa affermazione è contraddetta, in linea di fatto, dal progetto di legge testé approvato per la nazionalizzazione dell'industria elettrica, che lo Stato sembra voler acquistare totalmente a credito. Tuttavia l'operazione può economicamente reggere, in quanto contiene in se stessa la riduzione del debito dell'ente elettrico per la diminuzione del potere d'acquisto della lira di cui sarà causa.

La stessa ragione spiega ampiamente la crisi - crisi istituzionale e pertanto insanabile - del cosiddetto credito industriale.

La logica economica richiede che l'impresa industriale - quanto più è moderna, vale a dire fortemente meccanizzata e automatizzata - non ricorra al credito se non in ragione di fabbisogni di natura essenzialmente mercantile, quali l'approvvigionamento di materie prime e lo sconto dei crediti verso clienti.

L'indagine empirica sulle 200 maggiori società industriali italiane di cui diremo più oltre dovrebbe confermare questa legge di tendenza; e se tale conferma non trovassimo, dovremmo studiare i motivi del contraddittorio comportamento.

13. — Le stesse cause, di natura tecnologica, che hanno condotto l'industria ad una così profonda modificazione nella struttura degli investimenti, conducono l'impresa ad accrescere le proprie dimensioni.

La produttività crescente del lavoro meccanico non sembra infatti incontrare altri limiti se non quelli imposti dalla capacità di assorbimento del mercato in un dato istante (2).

In pratica lo sviluppo dell'impresa è limitato principalmente da fattori interni: sovente dall'insufficienza di volontà e di capacità organizzative del gruppo direzionale dell'impresa. Può inoltre avvenire che una politica di alti prezzi, mentre da un lato si propone di acquisire all'impresa, sotto forma di extraprofitto di posizione, una parte delle economie interne, ottenga insieme il non sempre voluto risultato di frenare l'espansione tenendo fuori mercato consumatori che vi entrerebbero se i prezzi fossero più bassi.

L'osservazione mostra come la manovra dei prezzi consenta in molti casi di armonizzare il ritmo dello sviluppo con la capacità di autofinanziamento, svincolando così l'impresa dal ricorso a fonti di finanziamento esterne e risparmiandole insieme quelle ripercussioni interne che si risolverebbero fatalmente in una sostituzione dei quadri invecchiati.

14. — La struttura della domanda di capitali è altresì influenzata dai caratteri dominanti nelle classi imprenditoriali-direzionali.

Là dove questi caratteri sono essenzialmente conservativi (vale a dire dove manca o si attenua la ricerca di nuove combinazioni produttive e di nuovi mercati) la domanda di capitali non raggiunge neanche

---

(2) Anche questo limite - d'altra parte - cade dinanzi ad una problematica dinamica; giacché la progressiva riduzione dei costi di produzione, traducendosi prima o poi in prezzi più bassi, espande senza fine la capacità di acquisto del mercato.

le fonti esterne all'impresa, l'autofinanziamento bastando e avanzando ai nuovi investimenti.

E, per quel tanto che la domanda presenta sul mercato dei capitali, essa si indirizza a preferenza verso le fonti creditizie. L'aumento dell'indebitamento - ad un costo che di regola rimane sensibilmente al disotto del tasso dei profitti - è considerato in questi casi come una semplice anticipazione, destinata a venir coperta con utili futuri.

L'inchiesta sul credito industriale condotta in Piemonte nel 1956 ha ampiamente confermato la correlazione esistente tra il carattere conservativo dominante nell'industria piemontese, lo sviluppo per autofinanziamento e il ricorso al credito come anticipazione di autofinanziamenti futuri.

Così che quella che era correntemente ritenuta una crisi di credito rivelava l'insospettata natura d'una crisi di iniziativa.

---

---

#### CAPITOLO IV.

### IL MERCATO MOBILIARE COME LIMITE ALLA CONCORRENZA FRA GRANDE INDUSTRIA E IMPRESE MINORI

15. — Nel precedente capitolo si è constatato che la struttura degli investimenti industriali si è andata profondamente alterando per effetto della meccanizzazione della produzione e che nell'attuale fase, caratterizzata dall'automazione del processo produttivo e dall'impiego di macchine e attrezzature speciali, gli investimenti tecnici non sono altrimenti recuperabili se non attraverso un sistematico e integrale assorbimento dei costi anticipati nel costo di produzione: con i rischi che ne derivano.

Per ovviare in qualche modo a tali rischi e alla lentezza del processo economico di recupero dei capitali investiti, si è scoperto il processo finanziario di mobilitazione di un mercato attivo e corrente dei titoli mobiliari. Codesto processo è valido, non per l'impresa nel suo insieme, ma per i singoli azionisti che la compongono.

Questo processo finanziario, ricostruendo — per l'investitore — la liquidità dei capitali durevolmente investiti nell'industria, divide gli investimenti industriali in due grandi settori: il settore mobiliare e il settore non mobiliare.

16. — Perché tale processo si attui non basta che un'impresa assuma forma azionaria e neanche che essa quoti in borsa i titoli emessi; è invece essenziale che i titoli circolino in quantità sufficiente a creare un mercato continuamente attivo, e quindi un prezzo corrente al listino. Solo le maggiori imprese e i gruppi (industriali, finanziari o misti) sono in grado di mettere sul mercato un « flottante » di tale grandezza; solo essi riescono quindi a neutralizzare — almeno in parte — l'ostacolo all'iniziativa rappresentato dalla illiquidità e dalla illiquidabilità degli investimenti e ad alleggerire il rischio di irrigidimento dell'offerta, con-



sentendo all'investitore di trasferirlo ad altri in qualunque momento, vendendo al prezzo corrente le azioni possedute.

17. — Data una certa disponibilità di capitali sul mercato, i nuovi investimenti si distribuiranno secondo una funzione che obbedirà insieme alla redditività, allo stato della fiducia e al grado di liquidità dell'investimento.

Da cui i corollari:

I) a parità di redditività e di fiducia, i capitali vengono maggiormente attratti dalle imprese che presentano un alto grado di liquidità; vale a dire che permettono di mobilitare l'investimento mediante offerta di titoli azionari o obbligazionari a largo mercato;

II) le imprese mancanti del requisito di mobilità dell'investimento possono concorrere al riparto delle disponibilità totali di capitali solo quando godano di maggiore fiducia sul mercato e/o siano in grado di offrire all'investitore un saggio di redditività più alto di quello corrisposto dai titoli a largo mercato.

18. — Il reddito dell'industria minore, per consentire a questa di non venir esclusa dal mercato dei capitali, dovrebbe far pernio su quello dell'industria maggiore.

Ma tale condizione non si verifica normalmente nella industria minore:

a) perché le categorie industriali, nelle quali prevale una struttura aziendale formata da unità di non grandi dimensioni e non collegate fra loro, sono in genere in crisi tecnologica o di mercato, e pertanto a reddito basso o negativo, come, ad esempio, le industrie tessili e poligrafiche;

b) perché l'industria minore non è in grado di sfruttare al massimo le economie da meccanizzazione (o automazione) della produzione, e quindi — a parità delle altre condizioni — produce a costi più alti;

c) perché l'industria minore è difficilmente in grado di raggiungere lo stadio di efficienza tecnologica delle maggiori; e ciò per non potersi pagare laboratori, prove ed esperienze in proprio e per essere restia ad organizzare la ricerca scientifica in forma cooperativa;

d) perché l'industria minore sostiene quasi da sola l'ingente onere dei contributi sociali, gravanti in Italia in ragione degli addetti alla produzione e non del reddito della produzione stessa;

e) perché l'industria minore sostiene costi per interessi — nella misura in cui riesce a varcare la barriera di ultraostacoli che la tengono fuori dal mercato finanziario — più alti di quelli dell'industria maggiore.

PAGINA BIANCA

**PARTE SECONDA**

**L'INDAGINE SUI BILANCI DI 200 SOCIETA INDUSTRIALI**

PAGINA BIANCA

---

---

## CAPITOLO V.

### DATI E METODI DI ANALISI

19. — La presente indagine abbraccia il decennio 1951-1960. Tuttavia, poiché i bilanci dei primi tre anni di tale periodo risentono l'effetto delle leggi che hanno consentito in esenzione da imposte la rivalutazione monetaria degli immobilizzi, e non sono pertanto confrontabili né fra di loro né con i successivi, le analisi e le elaborazioni dinamiche sono limitate al settennio 1954-1960.

L'indagine verte sulle 200 maggiori società per azioni industriali italiane.

A) Il termine « italiane » è usato in senso estensivo: sono comprese nelle 200 le società per azioni, aventi sede legale in Italia, anche se a prevalente o totale partecipazione straniera: così, ad esempio, sono comprese la Shell, la Esso, la IBM, la Michelin, la Face Standard, ecc.

B) Il termine « industriali » è invece usato in senso stretto per società minerarie e manifatturiere, ed esclude pertanto la produzione di servizi (elettricità, gas, comunicazioni e simili), e le attività mercantili e finanziarie (società bancarie, assicuratrici, *holdings*), nonché le società immobiliari.

C) La limitazione alle sole società per azioni è suggerita dal fatto che queste sono le uniche a pubblicare un bilancio, sia pure nei modi e nelle forme insufficienti di cui si è già detto. E pur vero che anche le società a responsabilità limitata sono assoggettate allo stesso obbligo; ed è possibile che alcune società a responsabilità limitata rientrino nel campo dimensionale segnato, così come certamente vi dovrebbe essere inclusa qualche impresa gestita in forma individuale o di società di persone. Ma manca il modo di reperirle. Quanto all'unica grande accomandita per azioni esistente, essa è esclusa dall'indagine non per la forma ma per l'oggetto della gestione (finanziaria).

D) Il criterio dimensionale scelto per giungere alle 200 società è quello dell'investimento netto (attivo meno ammortamenti). Le 200 sono poi state riclassificate con diversi criteri, come sarà precisato a suo luogo. Non si è potuto costruire una scala in funzione del fatturato (in base alla quale, per esempio, sono classificate le 500 *Bigs* americane nell'elaborazione della rivista *Fortune*); non si dispone infatti di tale dato per tutte le 200 società incluse nell'indagine (v. indietro cap. II, § 9).

E) Le « 200 » scelte sono le società che hanno i maggiori investimenti netti nel bilancio 1960.

Di queste società, 172 erano « vive » nel 1951, e 38 sono entrate nel gruppo successivamente, per nuova costituzione o per trasformazione in società per azioni (v. tabella n. 1).

Il metodo seguito non permette di registrare la « mortalità » delle grandi imprese nel decennio. Né tale dato avrebbe alcuna significatività, atteso il ridotto numero di società esaminate.

F) Per quanto ridotto sia il numero di società esaminate, esso presenta scarsa omogeneità dimensionale.

In proposito si ricorda che solo 4 delle nostre 200 sono incluse nelle 100 grandi società non americane classificate da *Fortune* (F.I.A.T., Montecatini, Pirelli e Snia Viscosa), e che la cinquecentesima società americana dell'elaborazione *Fortune* si classificherebbe, per investimenti netti, al quarantatreesimo posto della nostra scala (1). Al disotto di questo scalino discorrere ancora di « gigantismo » non ha altro senso se non quello di un'illusione ottica.

Ciò sta a dimostrare l'assoluta eccezionalità del fenomeno della grande industria in Italia. Nel breve giro di 21 imprese il totale lordo degli investimenti cade da 10 a 1 (dagli 870 miliardi della F.I.A.T. agli 86 della Esso. La curva discendente degli investimenti netti è anche più sensibile: nello stesso gruppo il rapporto fra la 1ª e la 21ª società in termini di investimenti netti cade da 10 a 0,9 (2).

Quando si parla di grande industria in Italia (settore dei servizi escluso) ci si riferisce dunque, in concreto, a 21 società: delle quali 10 sono a controllo privato, 9 a controllo pubblico (6 I.R.I., 3 E.N.I.) e 2 estere.

---

(1) Con 48.758.000 dollari di investimenti netti, la 500ª società in ordine di fatturato è però 477ª nell'ordine degli investimenti netti.

(2) La scala degli investimenti netti, fatta sempre eguale a 10 la società maggiore, scende a 0,08 per la duecentesima. La caduta delle dimensioni è tuttavia, nella nostra scala, più rapida del reale, per il fatto di includere le sole società azionarie: per non fare che un esempio, ne resta esclusa la Ferrero di Alba, che ha assunto la forma azionaria solo nel 1962.

TABELLA N. 1

Numero delle Società esaminate, classificate secondo società esistenti durante tutto il periodo considerato e società sorte nel periodo 1951-60	
Società esistenti per tutto il periodo . . . . .	172
Società sorte nel 1952 . . . . .	3
Società sorte nel 1953 . . . . .	3
Società sorte nel 1954 . . . . .	4
Società sorte nel 1955 . . . . .	7
Società sorte nel 1956 . . . . .	2
Società sorte nel 1957 . . . . .	3
Società sorte nel 1958 . . . . .	1
Società sorte nel 1959 . . . . .	—
Società sorte nel 1960 . . . . .	5
<b>TOTALE</b> . . . . .	<b>200</b>

Nella tabella n. 2 diamo la scala dimensionale delle 172 società esistenti nel 1951, all'inizio del periodo esaminato, nel 1954 (dopo effetto rivalutazione), e nel 1960.

TABELLA N. 2

SCALA DEGLI INVESTIMENTI NETTI (attivo meno ammortamenti) in milioni	Numero delle società		
	Nel 1951	Nel 1954	Nel 1960
oltre a 500.000 . . . . .	0	0	1
da 250.001 a 500.000 . . . . .	0	1	1
da 100.001 a 250.000 . . . . .	2	3	9
da 50.001 a 100.000 . . . . .	5	6	8
da 25.001 a 50.000 . . . . .	8	12	24
da 12.501 a 25.000 . . . . .	19	35	60
fino a 12.500 . . . . .	138	115	69
<b>TOTALE</b> . . . . .	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>

Nella tabella n. 3 le 200 società (172 nel 1951) sono classificate secondo la categoria produttiva.

TABELLA N. 3

CATEGORIA PRODUTTIVA	N. società all'inizio del periodo	N. società al termine del periodo
1. Estrattive . . . . .	10	14
2. Metallurgiche . . . . .	19	21
3. Meccaniche . . . . .	23	28
4. Veicoli (costruzione di) . . . . .	8	9
5. Elettromeccaniche . . . . .	11	12
6. Cotone . . . . .	10	10
7. Lana . . . . .	3	4
8. Tessili vari . . . . .	3	3
9. Fibre tessili artificiali . . . . .	6	6
10. Cemento, calce, laterizi, vetro . . . . .	10	12
11. Zucchero e alimentari . . . . .	16	16
12. Carta . . . . .	6	8
13. Chimiche . . . . .	19	24
14. Petrochimiche . . . . .	17	21
15. Gomma . . . . .	5	5
16. Industrie varie . . . . .	6	7
TOTALE . . . . .	172	200

20. — In assenza di qualsiasi schema anche solo indicativo, i bilanci delle società italiane raggruppano le voci dell'attivo, del passivo e del netto secondo criteri individuali e anche molto diversi fra loro.

È stato perciò necessario calare anzitutto tanta varietà in uno schema unico, adatto alla ricerca intrapresa. Come si è già avvertito, questa richiede la massima analisi possibile nel passivo e nel netto, mentre consente un forte raggruppamento delle voci dell'attivo, classificate secondo un criterio finanziario.

Ad integrazione del criterio di liquidità si è tuttavia cercato di isolare le voci dell'attivo più facilmente soggette a sottovalutazioni.



L'attivo del nostro bilancio è stato così suddiviso:

1. - Immobilizzazioni;
2. - Magazzino;
3. - Titoli;
4. - Cassa e Crediti;
5. - Crediti vs. Consociate;
6. - Ratei e Risconti attivi e I N.A.;
7. - Perdite di esercizi precedenti;
8. - Perdita di esercizio.

Il passivo (per il quale sarebbe stata utile, agli effetti dell'indagine, una ben maggiore analisi) è stato costretto, per l'estrema compendiosità e ancor più per la difformità dei bilanci pubblicati, nelle seguenti voci, comprensive del netto:

1. - Capitale sociale;
2. - Riserve;
3. - Ammortamenti;
4. - Fondi e Accantonamenti (compreso Fondi sociali);
5. - Obbligazioni;
6. - Debiti a lungo termine (altri);
7. - Altri debiti;
8. - Debiti vs. Consociate;
9. - Ratei e Risconti passivi;
10. - Utile di esercizio.

I 2.500 circa bilanci esaminati presso l'archivio delle società dell'ASSONIME (nelle pubblicazioni originali e - solo quando questi mancavano - nel B.U.S.A.) sono stati riportati in prospetti appositamente predisposti a stampa nella forma anzidetta.

Già questa prima fase del lavoro ha richiesto un minimo di interpretazione, là dove talune delle voci unificate mancavano o non erano chiaramente indicative.

Ritengo che, nell'insieme, i bilanci così omogeneizzati rispondano alle necessità dell'indagine anche se, come si è già avvertito, il disporre di dati più analitici circa l'indebitamento avrebbe consentito maggiori approfondimenti.

Il controllo effettuato, bilancio per bilancio, della « quadratura » delle somme, dovrebbe averci risparmiato di cadere o di ricadere in errori (soprattutto per omissione di voci o di un certo numero di cifre in singole voci) purtroppo comuni negli stessi documenti ufficiali compulsati.

Per ciascun bilancio si sono perforate tre schede IBM, secondo un codice opportunamente predisposto.

Le voci contenute nel nostro bilancio omogeneizzato sono state ridistribuite secondo uno schema scalare, più atto di quello tradizionale (che somma a sinistra le voci dell'attivo e a destra quelle del passivo e del netto) a mettere in evidenza la gestione finanziaria.

---

---

CAPITOLO VI.

ESAME DEI BILANCI MEDI 1960  
E CORREZIONE IN PRIMA APPROSSIMAZIONE DEI DATI  
SULL'AUTOFINANZIAMENTO

21. — La tabella n. 4 rappresenta il bilancio 1960 ottenuto dividendo per 200 la somma dei bilanci per quell'anno delle 200 società.

Sono caratteri tipici del bilancio rappresentato dalla tabella n. 4:

I) Le immobilizzazioni (nette) costituiscono il 38 % degli investimenti, così che il totale delle altre attività dà il 62 %. Ritorrerò più oltre su queste percentuali, della cui verosimiglianza si può, a buona ragione, dubitare.

II) Una percentuale dell'attivo (all'incirca corrispondente agli investimenti in attività correnti) è finanziata con debiti; di questi, meno di un quarto sono a lunga scadenza. Solo il 36 % dei mezzi finanziari appaiono forniti (o lasciati nell'azienda) dagli azionisti.

III) Il 30 % circa dell'investimento netto è finanziato mediante titoli mobiliari (azioni + obbligazioni).

IV) Il bilancio segna in 2.828 milioni i titoli pubblici e privati in portafoglio. Poiché la percentuale di titoli pubblici (non indicata) è molto probabilmente irrilevante, il portafoglio contiene in massima parte partecipazioni in altre società e finanziamenti in obbligazioni di altre società, da parte di società industriali. Da notare infatti che del gruppo delle 200 società esaminate non fanno parte le società di portafoglio (*holdings*, finanziarie, ecc.).

Se le società italiane redigessero e pubblicassero bilanci consolidati di gruppo, la voce « Titoli in portafoglio » si ridurrebbe alle obbligazioni e alle partecipazioni in società extra-gruppo.

TABELLA N. 4

## Bilancio 1960 medio delle 200 società.

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	22.288		
meno: Ammortamenti . . . . .	— 10.597		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		<b>11.691</b>	<b>38 %</b>
Magazzino . . . . .	7.035		
Titoli . . . . .	2.828		
Cassa e Crediti . . . . .	7.866		
Crediti verso Consociate . . . . .	1.402		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	293		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		<b>19.424</b>	<b>62 %</b>
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	10.379		
Debiti verso Consociate . . . . .	1.881		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.985		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	468		
Utile dell'esercizio (a) . . . . .	684		
Obbligazioni . . . . .	1.852		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	2.784		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		<b>— 20.033</b>	<b>64 %</b>
Capitale netto . . . . .		<b>11.082</b>	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	7.183		23 %
Riserve . . . . .	4.097		13 %
	<u>11.280</u>		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (b) . . . . .	— 198		
<p>(a) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(b) — 1 differenza per arrotondamento.</p>			

La voce in esame non permette alcuna analisi di contenuto. Anche un raffronto fra il suo importo e i propri titoli in circolazione non condurrebbe a conclusioni sicure, per essere le due quantità espresse in valori diversi (i propri titoli al valor nominale e i titoli in portafoglio al costo o al valore corrente).

La struttura del finanziamento sopra delineata indicherebbe che l'industria italiana, nelle sue imprese più sviluppate, è fondata per il 64 % sui debiti (di cui l'8 % obbligazioni); per il 23 % sulla proprietà azionaria (al lordo delle partecipazioni azionarie e di gruppo) e per il restante 13 % da autofinanziamento, incluso l'autofinanziamento puramente nominale risultante dalle rivalutazioni monetarie di talune voci dell'attivo.

22. — Un tale risultato non può essere accettato senza beneficio d'inventario.

Al fine di sottoporlo a più rigorose prove, i bilanci raccolti sono stati classificati — oltre che nelle 16 categorie produttive già elencate nella tabella n. 3 — nei seguenti gruppi:

- A1. — Società quotate in borsa;
- A2. — Società non quotate;
- B1. — Società a prevalente partecipazione statale;
- B2. — Gruppo E.N.I.;
- B3. — Società nazionali a prevalente partecipazione privata;
- B4. — Società a prevalente partecipazione estera.

Diamo nelle tabelle 5, 6, 7, 8, 9 e 10 il bilancio 1960 medio per le società rispettivamente comprese nei diversi gruppi.

Avvertiamo, ad abbondanza, che le tabelle 5 e 6 (gruppi A1 e A2) scompongono in due gruppi le 200 società comprese nella tabella n. 4, mentre le tabelle 7, 8, 9 e 10 (gruppi B1, B2, B3 e B4) scompongono secondo diversi criteri le stesse 200 società.

Riassumiamo nella tabella n. 11 i valori percentuali ottenuti nella tabella n. 4 e in quelle delle serie A e B. Gli stessi valori vengono poi raffrontati ai valori ottenuti nella indagine sul finanziamento dell'industria inglese.

La tabella n. 11 mette in evidenza:

a) la coincidenza fra il bilancio medio delle 65 società quotate e quello delle 134 società nazionali private. Possiamo quindi assumere indifferentemente come comportamento tipico il comportamento medio delle società quotate come quello delle società per azioni a controllo privato-nazionale;

TABELLA N. 5

## Bilancio 1960 medio delle 65 società quotate.

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	39.856		
meno: Ammortamenti . . . . .	— 20.698		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		<b>19.158</b>	<b>35 %</b>
Magazzino . . . . .	11.873		
Titoli . . . . .	6.386		
Cassa e Crediti . . . . .	13.580		
Crediti verso Consociate . . . . .	2.557		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	710		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		<b>35.106</b>	<b>65 %</b>
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	16.394		
Debiti verso Consociate . . . . .	667		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	3.653		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	1.231		
Utile . . . . .	(b) 1.535		
Obbligazioni . . . . .	(c) 4.228		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	4.285		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		<b>— 31.993</b>	<b>59 %</b>
Capitale netto . . . . .		22.271	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	13.644		(b) 25 %
Riserve . . . . .	8.753		16 %
	22.397		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	— 126		
<p>(a) Differenza <math>\pm</math> per arrotondamento: zero.</p> <p>(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(c) La percentuale complessiva del finanziamento mobiliare (azioni e obbligazioni) è del 33 %.</p>			

TABELLA N. 6

## Bilancio 1960 medio delle 135 società non quotate.

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	13.829		
meno: Ammortamenti . . . . .	5.734		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		8.095	41 %
Magazzino . . . . .	4.705		
Titoli . . . . .	1.115		
Cassa e Crediti . . . . .	5.114		
Crediti verso Consociate . . . . .	847		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	92		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		11.873	59 %
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	7.483		
Debiti verso Consociate . . . . .	2.466		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.181		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	101		
Utile . . . . .	(b) 275		
Obbligazioni . . . . .	(c) 708		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	2.061		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		— 14.275	71 %
Capitale netto . . . . .		5.693	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	4.072		(c) 20 %
Riserve . . . . .	1.855		9 %
	5.927		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	— 234		
(a) Differenza ± per arrotondamento: zero.			
(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.			
(c) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 24 %.			

TABELLA N. 7

*Bilancio 1960 medio per le 32 società  
a prevalente partecipazione statale (escluso E.N.I.).*

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	27.678		
meno: Ammortamenti . . . . .	— 10.776		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		16.902	38 %
Magazzino . . . . .	14.889		
Titoli . . . . .	954		
Cassa e Crediti . . . . .	10.507		
Crediti verso Consociate . . . . .	645		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	134		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		27.129	62 %
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	21.006		
Debiti verso Consociate . . . . .	397		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	2.510		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	187		
Utile . . . . .	(b) 519		
Obbligazioni . . . . .	(c) 323		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	8.371		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		33.313	75 %
Capitale netto . . . . .		10.718	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	8.900		(c) 20 %
Riserve . . . . .	2.279		5 %
	<u>11.179</u>		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	— 461		
<p>(a) Differenza ± per arrotondamento: zero.</p> <p>(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(c) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 21 %.</p>			



TABELLA N. 8

## Bilancio 1960 medio per 7 società del gruppo E.N.I.

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	49.735		
<i>meno:</i> Ammortamenti . . . . .	— 16.872		
IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .		32.863	52 %
Magazzino . . . . .	6.657		
Titoli . . . . .	6.421		
Cassa e Crediti . . . . .	8.645		
Crediti verso Consociate . . . . .	8.493		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	166		
TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .		30.382	48 %
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	14.066		
Debiti verso Consociate . . . . .	24.245		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.579		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	330		
Utile . . . . .	(b) 816		
Obbligazioni . . . . .	(c) 335		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	6.485		
TOTALE PASSIVITÀ . . . . .		— 47.856	76 %
Capitale netto . . . . .		15.389	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	10.807		(b) 17 %
Riserve . . . . .	4.582		7 %
	15.389		
<i>meno:</i> Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	—		
<p>(a) Differenza ± per arrotondamento: zero.</p> <p>(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(c) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 17,5 %.</p>			

TABELLA N. 9

*Bilancio 1960 medio delle 134 società nazionali  
a prevalente partecipazione privata.*

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	21.376		
<i>meno:</i> Ammortamenti . . . . .	— 11.249		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		10.127	35 %
Magazzino . . . . .	5.823		
Titoli . . . . .	3.444		
Cassa e Crediti . . . . .	7.553		
Crediti verso Consociate . . . . .	1.293		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	335		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		18.448	65 %
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	8.185		
Debiti verso Consociate . . . . .	1.040		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.997		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	619		
Utile . . . . .	(b) 789		
Obbligazioni . . . . .	(c) 2.472		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	1.694		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		— 16.796	59 %
Capitale netto . . . . .		11.779	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	6.939		(c) 24 %
Riserve . . . . .	4.898		17 %
	11.837		
<i>meno:</i> Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	— 58		
<p>(a) Differenza ± per arrotondamento: zero.</p> <p>(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(c) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 33 %.</p>			

TABELLA N. 10

Bilancio 1960 medio per le 27 società a prevalente partecipazione estera.

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	13.305		
meno: Ammortamenti . . . . .	— 5.525		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		<b>7.780</b>	<b>39 %</b>
Magazzino . . . . .	3.838		
Titoli . . . . .	1.062		
Cassa e Crediti . . . . .	6.082		
Crediti verso Consociate . . . . .	1.005		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	299		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		<b>12.286</b>	<b>61 %</b>
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	7.714		
Debiti verso Consociate . . . . .	2.013		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.406		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	91		
Utile . . . . .	(b) 326		
Obbligazioni . . . . .	(c) 979		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	610		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		<b>— 13.139</b>	<b>65 %</b>
Capitale netto . . . . .		6.927	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	5.417		(c) 27 %
Riserve . . . . .	2.148		(d) 11 %
	7.565		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (a) . . . . .	— 638		3
<p>(a) Differenza <math>\pm</math> per arrotondamento = - 2.</p> <p>(b) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali, l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.</p> <p>(c) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 32 %.</p> <p>(d) Riserve meno (Perdita - utile).</p>			

b) rispetto al comportamento tipico così determinato, le società non quotate (come era da attendersi) accentuano notevolmente il ricorso al credito (70 % del finanziamento totale), mentre il contributo del capitale sociale al finanziamento cade dal 25 al 20 %; quello dell'autofinanziamento apparente in bilancio è quasi dimezzato (dal 16-17 al 9 %);

c) un notevole divario fra società quotate e non quotate nell'autofinanziamento apparente in bilancio: il rapporto si avvicina a 2:1. Si possono fare in proposito varie ipotesi:

I) che lo stesso rapporto valga, approssimativamente, per l'autofinanziamento reale. In base a questa ipotesi si potrebbe inferire una maggior redditività delle società quotate, nei confronti con le non quotate;

II) che il distacco fra l'autofinanziamento portato in bilancio dalle società quotate e quello (minore) portato in bilancio dalle società non quotate sia semplicemente un effetto della più disinvolta manipolazione cui sono sottoposti i bilanci di queste ultime, considerate dai loro amministratori « più private » delle società quotate.

È chiaro che in questa seconda ipotesi (che intuitivamente contiene almeno una parte di verità) non si può fare alcun calcolo, l'unica conclusione attendibile essendo questa: i bilanci delle società non quotate sono ancor meno attendibili di quelli delle società quotate;

d) i due gruppi di società a controllo statale totale o prevalente (complessivamente  $32 + 7 = 39$  società) si comportano, sempre in fatto di finanziamento, in modo del tutto analogo: massimo il ricorso al credito (76-75 %), minimo il ricorso all'autofinanziamento (5-7 %);

e) il ristretto gruppo di società controllate da gruppi esteri non si presta a considerazioni sicure, anche perché il gruppo è molto eterogeneo e appesantito dai petrolchimici, che presentano bilanci in perdita. I titoli azionari rappresentativi del capitale non circolano, di regola, in Italia, ma sono per intero nel portafoglio della società madre.

Confrontiamo ora i nostri dati tipici con quelli ottenuti dall'indagine inglese:

a) la differenza più sintomatica è il notevole peso dato nei bilanci inglesi all'autofinanziamento (33 %) che il Companies Act del 1948 obbliga a scrivere in chiaro nei bilanci;

b) contrariamente a quanto comunemente si suppone, non vi è distacco sensibile fra le società quotate italiane ed inglesi nella percentuale di ricorso all'azionariato (rispettivamente il 25 ed il 27 %). Non sarà inutile però notare che le società industriali italiane quotate

TABELLA N. 11

Tavola di raffronto tra il bilancio medio risultante dalla tabella 4, quelli delle tabelle 5, 6, 7, 8, 9 e 10 e quelli ottenuti da un'indagine inglese.

Tabelle	BILANCIO 1960 (Media di: )	INVESTIMENTI		FINANZIATI CON:			Titoli mobiliari in circolazione (azioni + obbligazioni)
		Immobilizzazioni nette	Altre attività	Debiti	Capitale sociale	Autofinanziamenti (Riserve + utili - perdite)	
1	2	3	4	5	6	7	8
4	200 Società . . . . .	38	62	64	23	13	30
5	65 Quotate . . . . .	35	65	59	25	16	33
6	135 Non quotate . . . . .	41	59	71	20	9	24
7	32 Società prev. statali	38	62	75	20	5	21
8	7 Soc. Gruppo E.N.I.	52	48	76	17	7	17,5
9	134 Società nazionali private . . . . .	35	65	59	24	17	33
10	27 Società prev. estere	39	61	65	27	8	32
(a)	2.549 Compagnie industriali inglesi (quotate) . . . . .	38	62	40	27	33	33

(a) TEW e HENDERSON, *op. cit.*, pag. 7.

(quotate di fatto, compreso quindi il mercato « ristretto ») sono 65 e quelle inglesi circa 3.000;

c) per i debiti, il distacco fra società italiane (59 % nei gruppi tipici; fino alle punte del 75-76 % nelle società a prevalente partecipazione statale) e inglesi (40 %) avrebbe bisogno di essere ulteriormente analizzato, distinguendo il debito, fra l'altro, in bancario e mercantile. (Per le società inglesi il debito bancario finanziava nel 1953 il 4,1 % degli investimenti netti) (1).

(1) TEW e HENDERSON, *op. cit.*, pag. 77.

Tale distinzione è impossibile, per le imprese italiane, sulla base dei bilanci pubblicati.

23. — Esaminiamo ora la struttura degli investimenti, nelle due classi « immobilizzazioni nette » e « altre attività ».

Vi è correlazione abbastanza sicura fra altezza dell'autofinanziamento (in chiaro) e bassa percentuale degli immobilizzi in rapporto agli investimenti netti.

Così un autofinanziamento (in chiaro) del 16-17 % dà una combinazione (35 + 65) degli investimenti: mentre un autofinanziamento del 9 % (in chiaro) dà combinazioni degli investimenti 40 + 60 o 39 + 61. Anche più sensibile è la correlazione nei bilanci dei gruppi statali e parastatali.

Si conferma così che più è grande la capacità di autofinanziamento, più forte e rapido è l'ammortamento — palese ed occulto — degli immobilizzi. Da cui il minor peso di questi in rapporto agli investimenti totali di bilancio.

La correlazione individuata può anche esprimersi nei seguenti termini: l'autofinanziamento occulto abbassa il peso assoluto e relativo delle colonne (3) e (7) della tabella n. 11 ed altera il rapporto fra le due classi di investimenti.

Questa correlazione non è altrettanto evidente nella indagine inglese; ma sembra fondata l'ipotesi che pesi in quell'industria la più alta età media degli immobilizzi tecnici, con conseguente riduzione del valore netto portato nell'attivo del bilancio.

24. — In base ai ragionamenti fin qui compiuti si può ottenere un bilancio teorico medio, costruito induttivamente, ma probabilmente più vicino al vero dei bilanci pubblicati (v. tabella n. 12).

La tabella n. 12 rappresenta il rifacimento induttivo del bilancio medio già riportato nella tabella n. 9. Sono state apportate le seguenti varianti:

a) la cifra delle riserve + utile è stata aumentata fino a raggiungere il 33 % del finanziamento totale, alzando correlativamente la voce immobilizzazioni nette, che viene così ad accrescersi dal 35 al 48 % degli investimenti netti;

b) assumendo che la cifra degli ammortamenti in bilancio non vari (2), le immobilizzazioni lorde vengono corrette da 21.376 a circa 28.000 milioni.

---

(2) Ipotesi che è senz'altro semplicistica, ma che è l'unica fattibile in mancanza di dati reali.

TABELLA N. 12

*Bilancio 1960 medio induttivo per 134 società nazionali  
a prevalente partecipazione privata.*

(in milioni di lire)

Immobilizzazioni . . . . .	(a) 28.128		
meno: Ammortamenti . . . . .	— 11.249		
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE . . . . .</b>		(a) 16.879	48 %
Magazzino . . . . .	5.823		
Titoli . . . . .	3.444		
Cassa e Crediti . . . . .	7.553		
Crediti verso Consociate . . . . .	1.293		
Ratei e Risconti attivi e I.N.A. . . . .	335		
<b>TOTALE ALTRE ATTIVITÀ . . . . .</b>		18.448	52 %
<i>Finanziati da:</i>			
Debiti . . . . .	8.185		
Debiti verso Consociate . . . . .	1.040		
Accantonamenti e Fondi sociali . . . . .	1.997		
Ratei e Risconti passivi . . . . .	619		
Utile . . . . .	(c) 789		
Obbligazioni (d) . . . . .	2.472		
Debiti a lungo termine (altri) . . . . .	1.694		
<b>TOTALE PASSIVITÀ . . . . .</b>		— 16.796	47 %
Capitale netto . . . . .		18.531	
<i>Rappresentato da:</i>			
Capitale sociale . . . . .	6.939		20 %
Riserve (a) . . . . .	11.650		33 %
	18.589		
meno: Perdite d'esercizio ed esercizi precedenti (b) . . . . .	— 58		
<p>(a) Cifra induttiva pari al 33 % del finanziamento totale.            (b) Differenza ± per arrotondamento.            (c) L'utile dichiarato di esercizio è, sotto l'aspetto finanziario, nella massima parte un debito a breve verso gli azionisti e viene perciò incluso fra i debiti. Nel calcolo delle percentuali l'utile è incluso nel passivo al netto delle perdite segnate nell'ultima linea.            (d) Finanziamento mobiliare complessivo (azioni + obbligazioni) 27 %.</p>			

Tutte le altre voci restano immutate. La linea 9 della tabella n. 11 viene pertanto ad essere modificata. (v. tabella n. 13, linea 11).

TABELLA N. 13

*Tavola di raffronto tra il bilancio medio risultante dalle tabelle 4, 5, 6, 7, 8, 11 e 10.*

Tabelle	BILANCIO 1960 (Media di: )	INVESTIMENTI		FINANZIATI CON:			Titoli mobiliari in circolazione (azioni + obbligazioni)
		Immobilizzazioni nette	Altre attività	Debiti	Capitale sociale	Autofinanziamenti (Riserve + utile - perdite)	
1	2	3	4	5	6	7	8
4	200 Società . . . . .	38	62	64	23	13	30
5	65 Quotate . . . . .	35	65	59	25	16	33
6	135 Non quotate . . . . .	41	59	71	20	9	24
7	32 Società prev. statali	38	62	75	20	5	21
8	7 Soc. Gruppo E.N.I.	52	48	76	17	7	17,5
11	134 Società nazionali private . . . . .	48	52	47	20	33	27
10	27 Società prev. estere	39	61	65	27	8	32
(a)	2.549 Compagnie industriali inglesi (quotate) . . . . .	38	62	40	27	33	33

(a) TEW e HENDERSON, *op. cit.*, pag. 7.

25. — Riportato così, in via d'ipotesi, il peso relativo dell'indebitamento ad una percentuale più verosimile di quella che appare nei bilanci pubblicati, si può tentare un principio d'analisi.

Si è già avvertito che un'analisi compiuta non è possibile, in quanto i bilanci pubblicati non separano l'ammontare del debito bancario da quello del debito mercantile.



Ciò premesso, e sempre sulla base dei dati medi del bilancio 1960 delle società nazionali private:

a) la voce Debiti verso Consociate compensa approssimativamente la voce Crediti verso Consociate; in mancanza di bilanci consolidati non se ne può conoscere il contenuto, ma per il complesso delle società le due voci si annullano;

b) Accantonamenti e Fondi sociali rappresentano nel bilancio un debito di natura particolare, destinato normalmente ad accrescersi negli anni, fino alla messa in liquidazione della società. Come fonte di finanziamento questi fondi - pur appartenendo giuridicamente a terzi (i fondi sociali non hanno peso sensibile sul totale) - possono quindi considerarsi a sé stanti;

c) restano i debiti propriamente detti:

	milioni di lire	
a breve termine o a termine non precisato (compresi gli utili di esercizio netti da perdite) . . . . .	9.535	= 27 %
a lungo termine (mutui) . . . . .	1.694	= 5 %
Obbligazioni . . . . .	2.472	= 7 %
	<u>13.701</u>	<u>39 %</u>

d) il ricorso al mercato mobiliare è rappresentato, oltre al già ricordato 7 % per obbligazioni, dalle azioni emesse per 6.939 milioni di lire, pari al 20 %.

---

---

## CAPITOLO VII.

### FINANZIAMENTO E SVILUPPO NEL SETTENNIO 1954-60: CORREZIONE IN SECONDA APPROSSIMAZIONE DEI DATI SULL'AUTOFINANZIAMENTO

26. — Tenterò ora di sottoporre i dati raccolti ad un'indagine dinamica.

Trascurando i bilanci del triennio 1951-53, le cui variazioni non sono significative perché alterate dalle rivalutazioni monetarie, l'esame si puntualizza sul restante settennio.

In questo, i prezzi all'ingrosso in lire sono rimasti pressoché stabili: si possono quindi ascrivere per intero gli aumenti negli investimenti (e quelli correlativi nei finanziamenti) allo sviluppo di capacità produttiva e alle relative occorrenze finanziarie, con esclusione di ogni fenomeno monetario.

Vengono sottoposti ad esami i bilanci delle 172 società per le quali si hanno i bilanci per l'intero periodo.

Poiché non tutte le 172 società in esame comunicano il loro fatturato non è possibile dire quanta parte della produzione totale sia da attribuirsi al gruppo studiato.

Viene così a mancare un metro che consenta di stabilire se lo sviluppo nel settennio delle maggiori società industriali sia stato più rapido, o parallelo, o più lento dello sviluppo industriale italiano; i soli confronti possibili sono quelli che possono compiersi all'interno del gruppo, cioè fra i vari sottogruppi già individuati.

27. — L'osservazione comune attribuisce all'industria italiana, nel settennio 1954-60 e nel suo insieme, un comportamento che si può così schematizzare: rinnovamento e aumento degli impianti e conseguentemente: *a)* aumento della capacità produttiva; *b)* aumento nei processi mec-

canici, semiautomatici ed automatici e quindi maggior peso delle immobilizzazioni tecniche in rapporto al totale degli investimenti. Inoltre la congiuntura favorevole e la stabilità monetaria hanno creato condizioni favorevoli per aumenti di capitale mediante emissioni di azioni anche superiori alla pari. Il capitale fresco così raccolto, mentre per una parte è stato destinato a finanziare l'espansione della produzione, per altra parte ha permesso di ridurre il peso delle passività sia in cifre assolute e sia in cifre relative.

Vediamo se i bilanci delle nostre 172 società nel settennio confermano l'osservazione comune (v. tabella n. 14).

TABELLA N. 14

*Modificazioni nel bilancio delle 172 società dal 1954 al 1960.*

VOCI DEL BILANCIO	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Immobilizzi netti . . . . .	42	40	38	38	40	38	35
Altre attività . . . . .	58	60	62	62	60	62	65
Totale = 100 . . . . .	100	100	100	100	100	100	100
Debiti . . . . .	60	61	60	63	63	63	63
Capitale sociale . . . . .	21	21	22	22	22	23	23
Riserve (autofin. pa- lese) . . . . .	19	18	18	15	15	14	14
	100	100	100	100	100	100	100

Il comportamento manifestato sia dalla prima metà (in alto) sia dalla seconda metà (in basso) della tabella n. 14 è esattamente l'opposto di quanto l'osservazione comune suggerisce.

La composizione degli investimenti, ad onta del processo di automazione e del rinnovamento di impianti che dovremmo trovare iscritti in bilancio, passa da 42 + 58 a 35 + 65, fenomeno del tutto inatteso,

anche se in parte spiegato da fattori d'ordine monetario (adeguamento immediato in moneta corrente degli investimenti del secondo gruppo; iscrizione e conservazione in bilancio ai costi storici - salvo rivalutazioni - degli investimenti del primo gruppo).

E così la composizione dei finanziamenti indica, sempre nei bilanci, un leggero ma sensibile appesantimento relativo dei debiti; un aumento nel ricorso a nuove emissioni di capitale poco più che proporzionale al maggiore indebitamento; mentre le riserve, esaurito l'effetto delle rivalutazioni monetarie, scendono via via ad un posto sempre più modesto, neutralizzando ampiamente il maggiore ricorso al mercato azionario. Infatti, la parte di investimenti finanziata dagli azionisti (capitale più riserve) scende nel settennio da  $21 + 19 = 40$  a  $23 + 14 = 37$  % dell'investimento totale.

TABELLA N. 15

*Principali variazioni nei bilanci del 1954 e del 1960.*

	1954		1960		Aumenti	
	miliardi	%	miliardi	%	miliardi	%
<i>Investimenti:</i>						
Immobilizzazioni lorde . . . . .	2.272	100	3.996	176	1.724	76
— Ammortamenti . . . . .	— 1.024	100	— 2.032	197	— 1.008	97
Immobilizzazioni nette . . . . .	1.248	100	1.964	157	716	57
Altre attività . . . . .	1.700	100	3.638	214	1.938	114
<i>Finanziati con:</i>						
Debiti correnti . . . . .	1.360	100	2.681	197	1.321	97
Debiti a lungo termine e obbligazioni . . . . .	391	100	794	203	403	103
Capitale sociale . . . . .	620	100	1.314	212	694	112
Riserve . . . . .	576	100	812	141	236	41

28. — L'esame delle cifre assolute totali (bilanci complessivi delle 172 società per ciascuno dei 7 esercizi dal 1954 al 1960) spiega in parte il minor peso delle immobilizzazioni nette, raggiunto attraverso una più nutrita politica di ammortamenti.

Infatti, mentre le immobilizzazioni lorde passano da 2.272 a 3.996 miliardi, gli ammortamenti segnati in bilancio seguono una curva alquanto più pronunciata: da 1.024 a 2.032 miliardi.

Fatte uguale a 100 le cifre 1954, si ha nel 1960 rispettivamente 176 (aumento percentuale delle immobilizzazioni lorde) e 197,5 (aumento percentuale degli ammortamenti in bilancio).

Indichiamo nella tabella n. 15 le principali variazioni (in cifre assolute e in percentuali) quali risultano da un confronto dei bilanci complessivi 1954 con i bilanci complessivi 1960.

---

---

## CAPITOLO VIII.

### CONCLUSIONI GENERALI

Cercherò di riassumere nel minor numero di parole i risultati delle indagini condotte, e sulle quali ho riferito separatamente nei capitoli precedenti.

*In ordine al finanziamento in conto capitale.*

29. — Sotto questo riguardo le imprese devono spartirsi in due grandi settori, la cui rispettiva domanda di capitali non opera in condizioni di concorrenza.

Contrariamente a quanto comunemente si crede, i due settori non sono quelli della gestione privata e della gestione pubblica d'impresa.

La distinzione capitale — è il caso di dirlo — è fra imprese in grado di finanziarsi sul mercato mobiliare e imprese che non hanno accesso a quel mercato.

Le prime sono, per il settore privato, le società per azioni di grandi dimensioni quotate in borsa; e, per il settore pubblico, le imprese autorizzate a collocare sul mercato mobiliare propri titoli (obbligazioni).

In ordine di grandezza, un quarto degli investimenti complessivi passerebbe attraverso il mercato dei capitali (1). Il mercato dei titoli azionari comprende sì e no un centinaio di società, ed è quindi uno dei più ristretti del mondo.

La maggior parte degli investimenti rimane dunque fuori dal mercato mobiliare.

In questo ultimo settore — che comprende il settore a struttura vecchio-capitalistica o patrimoniale dell'impresa, oltre ai residui a struttura artigiana — le decisioni ad investire sono irrevocabili, così per

---

(1) *Relazione del Governatore* all'Assemblea della Banca d'Italia, 30 maggio 1962, pag. 25 dell'estratto. Il dato meriterebbe tuttavia maggiore analisi.

l'imprenditore unico come per qualsiasi socio di impresa cui sia impedito l'accesso al mercato mobiliare.

Solo per le imprese di questo settore gli investimenti nel processo produttivo hanno per effetto la perdita di liquidità e - nei processi tecnologici più moderni - la illiquidabilità delle somme investite, non solo nei confronti dell'impresa, bensì anche per il singolo investitore.

La perdita di liquidità e il rischio di illiquidabilità costituiscono, per il singolo investitore, un sacrificio che attende il suo compenso da un più alto tasso di profitto.

Senonché le imprese i cui titoli non hanno mercato corrente, non sono per lo più in grado di corrispondere a tale attesa. Il grado di attrazione delle stesse sui capitali offerti ne risulta indebolito.

Questa minor attrazione (al limite = zero) opera in maniera affatto indipendente dalla categoria produttiva cui appartiene l'impresa.

Se ne conclude che la maggior attrazione esercitata dalle imprese a capitale effettivamente mobilitato sui capitali offerti, crea un ostacolo al finanziamento di tutte le altre imprese a capitale non-mobiliare, quale che sia il settore produttivo in cui operino le prime e le seconde.

Per chiarire meglio questo concetto con un esempio: le imprese controllate dalla società finanziaria La Centrale, e che pertanto si finanziano sul mercato attraverso i titoli della società-madre, presentano un'attrazione sul capitale superiore alle imprese indipendenti e che - per dimensione o struttura sociale o per entrambe queste circostanze - devono cercare il finanziamento del ciclo e dello sviluppo fuori mercato mobiliare.

30. — Il fenomeno presenterebbe aspetti ben più drastici se altre cause non operassero a ridurre o a neutralizzare gli effetti negativi della sottoconcorrenza nei mercati finanziari. E fra queste principalmente:

a) legami personali - d'ordine affettivo e/o familiare - dei soci all'impresa: le decisioni di investimento obbediscono a motivazioni extraeconomiche, o non esclusivamente economiche;

b) maggior efficienza dell'organizzazione aziendale dovuta alla presenza e all'influenza del gruppo imprenditoriale familiare o del capo naturale del gruppo familiare. Si deve però notare che la maggior efficienza - là dove si manifesta - è legata alla vita, all'età, alla salute di una o di un gruppo molto limitato di persone (difficilmente più di due-tre) ed è quindi soggetta a un deterioramento dal quale le imprese spersonalizzate sono (o possono andare) esenti;

c) anche a parità di efficienza o in condizioni di sottoprofitto le imprese a carattere familiare tendono a computare erroneamente nella categoria « profitto » quote che più correttamente dovrebbero considerarsi sottosalarie o rinuncia a parte del salario. Nel caso di piccole imprese, anche l'economia degli oneri assistenziali che sarebbero invece dovuti ai salariati estranei al gruppo familiare, influisce a ristabilire un equilibrio di quasi concorrenza. Sotto-salari ed economie di costi assistenziali diventano così per l'impresa fonti di risparmio e di autofinanziamento;

d) mercati di non-concorrenza o di concorrenza imperfetta, e conseguente godimento di rendite o extraprofiti, indipendentemente dalle condizioni di efficienza interna dell'impresa e dal costo del capitale. Il trasferimento in tutto o in parte degli extraprofiti ed autofinanziamenti, rendendo inutile il ricorso a capitali freschi, fa sì che le condizioni di sottoconcorrenza dell'impresa sul mercato dei capitali non vengano avvertite.

31. — L'osservazione delle imprese in ordine alla struttura industriale italiana e al finanziamento, rivela infatti un comportamento affatto diverso a seconda che l'impresa produca per mercati in concorrenza o per mercati difesi da particolari condizioni tecnologiche o contrattuali o di marca.

Nel primo caso l'impresa è sottocapitalizzata, a sviluppo lento o nullo. La sotto-capitalizzazione si palesa sia attraverso il basso rapporto fra il prodotto dell'impresa e la domanda del mercato per quel prodotto e sia in un alto indice di indebitamento. Gli interessi passivi assorbono in questa struttura di imprese gran parte del margine di utile lordo e non di rado lo superano.

Nel secondo caso la fonte pressoché unica di capitalizzazione è l'autofinanziamento. Gli extraprofiti vengono regolarmente reinvestiti nello sviluppo, sia per tenere il passo con lo sviluppo della domanda del prodotto e sia per conquistare una quota più alta della domanda totale e consolidare così (o rafforzare) la propria posizione di dominio sul mercato.

Nell'un caso come nell'altro, l'impresa non si presenta sul mercato dei capitali. Nel primo caso, perché la sua domanda non avrebbe alcuna probabilità di essere attesa; nel secondo perché non ne ha bisogno.

Appartiene alla politica economica — e quindi agli organi statuali cui compete — decidere se e quali mezzi debbano intervenire a ristabilire quelle condizioni di concorrenza sul mercato dei capitali che la tecnica mobiliare ha spezzato.



Noi ci limiteremo qui a notare essere questo uno dei pochi campi in cui lo Stato può intervenire nell'economia, non con il consueto garbo dell'elefante nel negozio di porcellane cinesi, non a spoliazione di iniziative già in atto, bensì a correzione di un processo unilaterale di sviluppo (e quindi di concentrazione finanziaria) che costituisce uno degli effetti dei denunciati ultraostacoli al finanziamento dell'industria minore.

Sempre che, naturalmente, non si voglia favorire - col non intervento - il detto processo di concentrazione.

*In ordine al credito.*

32. — L'alta propensione delle imprese italiane all'indebitamento (2) è in parte conseguenza diretta della sotto-capitalizzazione (intesa quest'espressione in senso proprio) e in parte di un manifesto individualismo che usiamo dire « italiano », ma che in realtà si ritrova in tutte le economie di recente sviluppo: l'individualismo imprenditoriale essendo caratteristica delle generazioni di pionieri e quindi destinato ad auto-correggersi a mano a mano che le prime generazioni di imprenditori lasciano il posto a classi più mature e quindi ad una più diffusa fiducia.

Nella misura in cui il forte ricorso all'indebitamento è conseguenza di insufficienza del capitale di rischio, il fenomeno dovrebbe manifestarsi soprattutto nelle imprese minori, mancanti di titoli mobiliari o della massa di titoli necessaria a creare agli stessi un mercato corrente.

Ciò malgrado, anche le 200 società da noi particolarmente studiate, ricorrono al credito (bancario + mercantile) in proporzioni sconosciute in economie più consolidate.

Per quanto si è detto, le percentuali di indebitamento da noi ricavate per le 200 società dovrebbero essere ulteriormente aumentate passando dall'esame delle 200 a considerazioni di insieme per le imprese industriali italiane (3).

Anche questo è un dato che mi sembra possa meritare l'attenzione degli organi agenti sulla politica finanziaria del nostro paese.

---

(2) Che continua ad accentuarsi. Nella relazione già citata, il Governatore della Banca d'Italia denuncia « una forte espansione dell'indebitamento del settore privato, soprattutto verso il sistema bancario », riferendolo al 1961.

(3) Nell'inchiesta del 1956 - condotta, come si è detto, su imprese minori - si è sovente raccolta la dichiarazione, da parte degli industriali, preferirsi il ricorso al credito bancario, anche a vista o a breve ed anche per gli investimenti fissi, piuttosto che cercare o accettare l'ingresso di nuovi soci o la riduzione della propria quota di controllo a favore dei nuovi venuti.

33. — L'alta propensione all'indebitamento si manifesta, oltre che nel ricorso al sistema bancario, nell'ingannevole ricorso al credito mercantile. Tutti i bilanci presi in esame sono appesantiti dai debiti verso fornitori, cui fanno da contrappeso i crediti verso clienti: due partite che, quando eccedano i termini consuetudinari del commercio o tendano ad allungarli, rallentano il ciclo produttivo aumentando i costi, bene spesso all'insaputa dei debitori, illusi dalla formale gratuità del credito.

Il denaro scarso e caro spinge le imprese ad allungare quanto più è possibile i termini di pagamento verso i fornitori, nell'illusione di costituirsi così delle disponibilità gratuite o semigratuite.

Questo fenomeno, che negli Stati Uniti sembra caratteristico delle imprese minori, è in Italia del tutto generale; anzi, il movimento verso il ritardo dei pagamenti muove dall'alto verso il basso, piuttosto che dal basso verso l'alto. Più che una petizione del piccolo cliente al grande fornitore, esso si presenta come una manifestazione di potenza del grande cliente verso i fornitori, e soprattutto verso i piccoli fornitori.

Il primo esempio di allungamento a quattro mesi del termine di credito, imposto dal cliente ai propri fornitori, risale (se ben ricordiamo) al 1948. Negli anni successivi l'esempio fu seguito da pressoché tutte le imprese in condizione di dominare il mercato di rifornimento. Altre imprese pattuiscono coi loro fornitori termini (in contratto) meno lunghi; ma di fatto pagano solo quando i solleciti diventano ultimativi.

L'allungamento dei termini del credito mercantile addossa ai fornitori una parte del finanziamento della produzione, che altrimenti si dovrebbe chiedere agli azionisti o al credito bancario.

Se un'azienda che paghi i suoi fornitori in media a 60 giorni, ottiene di pagarli a 120, il Conto Fornitori, che era al 31 ottobre, poniamo, di 500 milioni, aumenterà progressivamente nei due mesi successivi a un miliardo e si stabilizzerà quindi a quel livello. Supposte immutate le altre condizioni di fornitura, l'impresa di cui parliamo disporrà di un capitale aggiuntivo di 500 milioni, apparentemente senza interessi né spese. Ai costi correnti del denaro bancario, essa riterrà di fare un'economia dell'ordine di 40-50 milioni annui.

Tale economia è reale (ripetiamo: supposte immutate le altre condizioni di fornitura) per l'azienda cliente, ma si traduce in maggior costo (di importo pari all'economia realizzata dalla prima) per l'azienda fornitrice, se a sua volta questa non riuscirà a rivalersi sui suoi fornitori.

In ultima analisi, avremo un primo anello della catena che gode del vantaggio, un certo numero di anelli intermedi che annullano il

maggior onere finanziario scaricandolo sulle spalle del successivo e, finalmente, un ultimo anello, che sopporterà il costo dell'allungamento.

Come si comporterà questa ultima impresa? Supponiamo che non possa privarsi dei 500 milioni di « circolante » che scompaiono dalle voci « disponibilità » del bilancio per ricomparirvi sotto specie di raddoppiamento dei crediti. Essa cercherà di ottenerli a prestito da una banca (o sconterà tratte) e cercherà di caricare l'onere del finanziamento sul prezzo di vendita dei suoi prodotti; tutti i prezzi legati al primo aumenteranno, finché l'impresa che ha ottenuto il vantaggio iniziale lo pagherà ai suoi fornitori (se ne renda conto o no) sotto forma di maggiori prezzi.

Così tutta l'operazione finisce in nulla, tranne che per il consumatore ultimo, che pagherà ad un prezzo più alto il prodotto finito.

Se l'azienda che ha iniziato l'allungamento del ciclo si fosse finanziata direttamente sul mercato finanziario, in definitiva non avrebbe perduto niente. Ma l'operazione trova una giustificazione nella difficoltà di ottenere credito bancario.

Supponiamo che i 500 milioni pervenuti all'azienda n. 1 via credito mercantile vengano destinati ad investimenti fissi. L'operazione è formalmente corretta: oltre tutto si ha l'illusione di impiegare denaro gratuito. L'ultima azienda della catena, che deve ricorrere alla banca per riavere la disponibilità dei suoi 500 milioni, andati ad ingrossare il Conto Clienti (o Portafoglio Cambiali Attive), chiede credito d'esercizio: e anche questa operazione è formalmente corretta.

Il che fornisce una riprova dell'interdipendenza degli investimenti: gli impianti della prima vengono finanziati dal credito d'esercizio fatto all'ultima. Poiché l'operazione diretta non sarebbe stata lecita, la montagna di carta « commerciale » che essa ha messo in circolazione per legalizzarla trova, se non una giustificazione, per lo meno una spiegazione.

E la spiegazione è che, se la prima azienda avesse potuto attingere i 500 milioni di cui aveva bisogno per i nuovi impianti alle fonti naturali (e cioè sul mercato mobiliare o su quello creditizio), probabilmente non sarebbe stata indotta a suscitare una montagna per fare il nido al suo topolino.

Togliamo dagli interrogatori svolti nel corso di una inchiesta (4) alcuni casi tipici dei disturbi causati alla struttura produttiva dall'allungamento del credito mercantile:

*Caso n. 3* - (Manufatti con materia prima d'importazione): « È nel periodo di allungamento che si soffre di più. Dopo ci si adatta al nuovo

---

(4) Nostra inchiesta sul credito già citata.

equilibrio. Però si trova che il costo di produzione è aumentato, non solo perché occorre retribuire o pagare interessi sul maggior capitale, ma perché è diminuita la velocità di circolazione dell'intero capitale investito ».

*Caso n. 30* - (Filatura): « Con il raddoppiamento dei termini di pagamento (e quindi del volume del fido) molti dei nostri clienti si sono rifatti gli impianti, ed ora non potremmo tornare ai termini precedenti senza farli saltare tutti ».

*Caso n. 51* - (Cartiera): « Siamo passati da 45 a 90 giorni. E non basta. I pagamenti alla scadenza normale, quando questa era al quarantacinquesimo giorno, rappresentavano il 90 %; ora non sono più del 10-20 %. In queste condizioni la circolazione cambiarìa, per i continui rinnovi, prende il carattere di moneta; naturalmente falsa ».

*Caso n. 58* - (Industria meccanica): « Se la domanda di fidi bancari non fosse completamente sfalsata dal fido al cliente, che siamo costretti a fare perché tutti lo fanno, ci si renderebbe conto che noi industriali « medi » chiediamo fido alle banche, per una percentuale che va dal 33 al 50 % delle utilizzazioni, non per noi, ma per i nostri clienti artigiani e piccoli industriali. Non sarebbe più semplice che lo ricevessero direttamente dalle banche? Forse lo pagherebbero meno e noi faremmo il nostro mestiere. Ma ci rendiamo conto che questa situazione dipende dalla assenza di banche che facciano il piccolo credito a condizioni non più gravose del credito di media dimensione ».

*Caso n. 92* - (Forniture ad artigiani: pagamenti fino a due anni): « Abbiamo dovuto assumere due nuove impiegate soltanto per seguire il movimento del portafoglio: accettazioni, interventi, insoluti, ecc. Ricorriamo ai « cambialoni »: ma viviamo con la paura che una volta o l'altra le banche ce li rifiutino. Quel giorno crolleremo sotto una montagna di carta, che prendiamo per denaro sonante ».

*Caso n. 105* - « Le banche favoriscono senza volerlo l'allungamento, mettendo a disposizione della clientela denaro per sconti e « comodi di cassa », e negandolo per comprar macchine: questi acquisti li devono finanziare i fornitori, compreso l'idraulico che va a riparare i rubinetti, che dovranno aspettare per mesi l'incasso dei loro crediti ».

Si è calcolato che il credito ottenuto dai fornitori raggiunga il 50 % circa del totale dei finanziamenti esterni delle imprese. Ma - a differenza dei finanziamenti attinti al mercato mobiliare o al sistema bancario - si tratta qui in gran parte di semplici partite di giro: perché l'impresa (che non si trovi in posizione di monopolio assoluto o par-

ziale) concede di solito ai propri clienti termini di credito analoghi a quelli che ottiene dai propri fornitori.

Così l'insufficienza funzionale e sostanziale del mercato finanziario si ripercuote anche per questa via sul sistema produttivo, allungando il ciclo e appesantendo i costi.

34. — Il rapporto  $\frac{\text{debiti}}{\text{finanziamenti}}$  quale appare dai bilanci è, per le 200 società, del 64 %. Le società quotate e il gruppo delle società nazionali a controllo privato hanno il rapporto più basso (59 %); le società nazionali a controllo statale hanno il rapporto più alto (75-76 %).

Il divario tra le due percentuali, benché sensibile, non rappresenta probabilmente il divario reale, che si ritiene più alto.

Nelle società a controllo privato, e specie per le società che operano sui mercati in concorrenza imperfetta, l'altezza relativa del rapporto  $\frac{\text{debiti}}{\text{finanziamenti}}$  è influenzata dalla mancata scrittura nei bilanci di una cospicua parte dell'autofinanziamento. Si è visto (tabella n. 12) che calcolando nella misura del 33 % il concorso reale dell'autofinanziamento al finanziamento totale, il peso relativo dell'indebitamento scende dal 59 al 47 %.

Quest'ultima percentuale può essere assunta a parametro valido per le società a controllo privato.

Per le società a controllo pubblico mancano (o non hanno pari influenza) le ragioni che giustificano la correzione indicata. Ne segue che il peso 75-76 % dell'indebitamento può, per queste imprese, essere assunto come rappresentativo della situazione reale.

D'altra parte è anche da notare che l'impresa pubblica, nelle sue forme pure (si confrontino l'azienda ferroviaria dello Stato e l'ente per l'industria elettrica) si finanziano esclusivamente con il debito.

Nelle voci del passivo, i debiti a lungo termine (obbligazioni e altri mutui a termine) costituiscono una parte di scarso rilievo sul totale; ma l'impossibilità di scindere il contenuto della voce « Debiti » in debiti bancari a breve e debiti mercantili, non consente di studiare le relazioni fra debiti bancari a breve e a lungo (o medio) termine: impedendo così l'uso di uno degli indici più significativi in ordine alle politiche di finanziamento e alle relative istituzioni di credito.

Può comunque essere interessante notare che, fra il 1954 e il 1960, l'incremento del debito corrente e quello del debito a termine seguono un andamento parallelo (tabella n. 15). In altre parole, i bilanci non confermano l'ipotesi di una tendenza al consolidamento del debito, né

mediante ricorso alle apposite istituzioni (certamente cresciute in numero e in peso nei 7 anni) né ad emissioni di obbligazioni.

Quanto al rapporto fra obbligazioni e altri debiti a lungo termine, è da notare come esso sia eguale o superiore a 1 (obbligazioni  $\geq$  altri debiti) nelle società quotate e a controllo privato (nazionali ed estere); inferiore a 1 nelle altre.

Si aggiunga infine che i valori di bilancio per i debiti a termine e specialmente per le obbligazioni, mentre sono da accettarsi per le grandi società, per le minori devono essere sottoposte ad un esame critico.

Nelle società minori è infatti diffusa la prassi di accendere debiti, specialmente obbligazionari, sottoscritti dagli stessi azionisti; che vengono così a percepire sotto forma di interesse una parte dell'utile, sottratta al dividendo. È appena necessario aggiungere che la convenienza dell'operazione, quando esista, va esclusivamente cercata in considerazioni d'ordine fiscale.

Emissioni di titoli, sottoscritti all'estero da azionisti italiani di società nazionali, sono state largamente praticate, e lo sono tuttora, per analoghi motivi.

*In ordine all'autofinanziamento.*

35. — La conoscenza del processo di autofinanziamento, della sua misura e delle variazioni nella misura è indispensabile alla politica finanziaria di un paese moderno.

Con Schumpeter (5) ricordiamo che: « Dove c'è concorrenza le nuove combinazioni si attuano con la sottoconcorrenza delle vecchie; ciò che spiega, tra l'altro, la spinta sociale delle nuove classi di imprenditori in ascesa, e il declassamento sociale dei vecchi imprenditori in declino. Ma dove l'economia di concorrenza fu distrutta dalla formazione di grandi sistemi, l'attuazione di nuove combinazioni diventa in misura sempre più larga un affare interno della stessa unità economica. E questa differenza è tale da servire di confine a due epoche della storia del capitalismo ».

Il difetto di conoscenza in questo campo, generale per la dottrina economica e peculiare per la dottrina italiana, che sembra disinteressarsene, conduce a valutazioni macroeconomiche mancanti di base o ottenute mediante metodi congetturali di scarso valore indicativo, come i tentativi fatti in proposito in sede di contabilità nazionale.

---

(5) J. A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1951.

L'autofinanziamento nasce da decisioni imprenditoriali – condizionate, naturalmente, da un determinato ambiente economico, fiscale, sociale – e si rispecchia o si nasconde nel bilancio. È questa pertanto, l'unica sede in cui possa seriamente venire studiato.

La ricerca di cui ho esposto nei capitoli precedenti i risultati d'ordine generale ha dimostrato che – nell'impossibilità di disporre di una lettura « in chiaro » dei profitti reali e dell'autofinanziamento nei bilanci compilati dalle imprese, si può – con sufficiente approssimazione indicativa – ottenere indirettamente la conoscenza dell'effettivo autofinanziamento, e risalire, con processo inverso a quello che potremo dire « normale », dall'autofinanziamento all'utile di esercizio. L'altezza di questo – misurata sul saggio corrente dell'interesse o su quello dei profitti in una economia concorrenziale – permette a sua volta di inferire il regime effettivo di mercato nel quale opera l'impresa, e quindi il grado di concorrenza e i limiti di questa.

36. — Un'indagine sull'autofinanziamento condotta con tale oggetto, secondo un progetto preciso e con i necessari mezzi umani, legali e materiali, potrebbe dunque potentemente giovare all'effettiva conoscenza degli ostacoli alla concorrenza e dei profitti, o extraprofitti, dovuti alle imperfezioni della concorrenza.

I punti di arrivo della presente indagine hanno gettato le basi per un *progetto di ricerca sull'autofinanziamento* nelle imprese italiane, che, opportunamente attuato, potrebbe costituire un ineguagliabile strumento conoscitivo per l'azione di governo nei campi:

- a) della politica del credito e di piano;
- b) della disciplina e del controllo pubblicistico dei grandi complessi industriali e finanziari;
- c) della legislazione fiscale e della prassi dei relativi accertamenti in base ai bilanci.

Il relatore è lieto di porre il materiale raccolto e utilizzato per la presente indagine, l'organizzazione e la competenza specializzata dell'Istituto di amministrazione industriale dell'Università di Torino, a disposizione della Commissione parlamentare e del Governo per l'approfondimento dell'indagine nel campo indicato; e si riserva di presentare, se richiesto, il relativo progetto di ricerca, con l'indicazione della spesa occorrente per attuarlo.

PAGINA BIANCA