

## Il "settore privato,, del mercato finanziario americano: modifiche in atto e prospettive

Com'è noto, il processo di espansione che ha caratterizzato l'economia americana dopo il 1941 è stato finanziato in misura prevalente dal governo di Washington. Le somme complessive erogate dalle Autorità Federali in questo periodo superano il totale delle spese, dei prestiti e degli altri esborsi governativi relativi ai 150 anni precedenti. Accanto alla parte assolutamente nuova, assunta dal governo, si sono avuti altri cambiamenti essenziali nei modi tradizionali di afflusso del capitale privato ai vari settori dell'economia americana. Le trasformazioni più significative si possono così riassumere: importanza senza precedenti dell'« autofinanziamento » rispetto al ricorso al capitale « esterno »; sviluppo prevalente del debito obbligazionario rispetto alle emissioni azionarie; ed infine ricorso sempre più frequente delle società per azioni al « collocamento diretto » dei titoli anziché alla vendita per « offerta pubblica » sul mercato aperto.

### I

Questo articolo si riferisce alle trasformazioni avvenute nel settore privato e tratta delle implicazioni che ne derivano. Non può comunque omettere un breve cenno preliminare sulle « dimensioni » dell'espansione dell'economia americana nel periodo in esame (1941-1952) e sulla parte avuta in materia dal governo in quanto fonte di mezzi finanziari.

Una prima indicazione circa lo sviluppo dell'economia americana può ricavarsi dall'indice del volume fisico della produzione industriale (calcolato dal « Board » dei Governatori del Sistema della Riserva Federale).

L'indice (corretto) parte da 114 nel marzo 1940, tocca una punta massima di 247 nell'ottobre-novembre 1943, si stabilizza poi ed è ancora a 236 nel febbraio 1945; in seguito diminuisce notevolmente e tocca il minimo di 170 nel 1946; dopo di allora aumenta quasi ininterrottamente e raggiunge 223 nel maggio 1951. I calcoli del « Federal Reserve Board » per il settembre 1952 valutano l'indice a 225.

Un quadro ancora più significativo dello sviluppo dell'economia americana è offerto dalle statistiche del prodotto nazionale lordo. Il prodotto nazionale lordo è altresì un indice più appropriato per valutare il fabbisogno finanziario delle imprese, in quanto dà il valore dei beni della produzione corrente che affluiscono ai vari settori dell'economia. Nel 1940 il prodotto nazionale lordo venne stimato in 97 miliardi; passò poi nel 1943, 1944 e 1945 a 187, 198 e 197 miliardi rispettivamente. Aumentò ancora nel 1947 e 1948, raggiunse nel 1950 la cifra di 284,2 miliardi e, continuando a salire, nel 1951 toccò i 329,2 miliardi. Per il 1952 viene valutato attorno a 343,4 miliardi di dollari.

La forza finanziaria che ha costituito la base di questa espansione è stata (e in parte è tuttora) il volume senza precedenti delle spese del governo federale; spese che peraltro hanno avuto un andamento assai variabile. Sotto questo aspetto, il periodo bellico può essere suddiviso in quattro fasi. Nella prima, dalla caduta della Francia al novembre 1941, la spesa federale annua fu di nove miliardi di dollari; da Pearl Harbour a tutto ottobre 1943, passò a 43 miliardi annui; negli ultimi mesi del 1943, giunse al tasso annuo di 80,3 miliardi; infine, dal gennaio

1944 alla resa del Giappone (agosto '45) aumentò ulteriormente per raggiungere, negli ultimi sei mesi, gli 89,4 miliardi annui.

Un altro modo per mettere in evidenza la parte avuta dallo Stato consiste nel rilevare le percentuali dei titoli emessi dagli organismi statali sul mercato dei capitali rispetto alle emissioni totali. A tal fine è sufficiente l'esame della Tab. I.

TABELLA I

## EMMISSIONI DI TITOLI A PAGAMENTO NEGLI STATI UNITI DAL 1934 AL 1951.

(ricavi lordi in migliaia di dollari)

Anni (a)	Emissioni complessive	Emissioni governative (b)	Percentuali delle emis- sioni gov.
	1	2	3
1934 . .	4.909.642	3.535.478	72 %
1935 . .	6.683.345	2.937.856	44 %
1936 . .	9.982.185	4.087.722	41 %
1937 . .	5.327.644	1.901.910	36 %
1938 . .	5.925.877	2.479.514	42 %
1939 . .	5.687.184	2.332.111	41 %
1940 . .	6.564.219	2.516.699	38 %
1941 . .	15.157.000	11.466.139	76 %
1942 . .	35.438.064	33.845.554	96 %
1943 . .	44.518.166	42.814.597	96 %
1944 . .	56.309.992	52.424.316	93 %
1945 . .	54.711.881	47.352.967	87 %
1946 . .	18.685.493	10.216.508	55 %
1947 . .	19.940.927	10.589.439	54 %
1948 . .	20.249.998	10.326.937	51 %
1949 . .	21.110.068	11.804.320	56 %
1950 . .	19.892.793	9.687.497	49 %
1951 . .	20.406.490	10.283.737	47 %

(a) Anni finanziari dal 1° luglio al 30 giugno.

(b) Includo le emissioni effettuate da istituti pubblici e garantite dal governo federale.

Fonte: Securities and Exchange Commission, 17ª Relazione annuale, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C., 1952, pag. 185-187.

## II

L'influenza esercitata sul mondo degli affari da queste enormi spese statali, è ovvia. È altrettanto ovvio che l'accennato incremento del prodotto nazionale lordo si sia accompagnato con un parallelo aumento degli investimenti privati. Di fatto, gli investimenti interni sono cresciuti di tre volte; e tale espansione presenta talune trasformazioni fondamentali cui rivolgeremo la nostra attenzione. In particolare esamineremo attraverso quali canali i risparmi della collettività

sono affluiti al finanziamento industriale, e i mutamenti che in tal campo sono intervenuti. Trascureremo invece il problema degli investimenti esteri la cui importanza, per l'economia americana, s'era comunque venuta riducendo, a partire dall'inizio del secolo, a proporzioni sempre più limitate; e non ci occuperemo né dei fattori che determinano il volume dei fondi disponibili, né dei problemi dell'espansione creditizia.

I dati prebellici sulle fonti e sull'impiego dei fondi societari sono frammentari e non permettono di costruire serie omogenee. I dati di cui disponiamo consentono comunque di formulare alcune generalizzazioni approssimate riguardo al settore societario della industria manifatturiera. D'ora innanzi per l'appunto ci occuperemo delle « società non finanziarie », e considereremo le società di assicurazioni e le banche solamente nella loro veste di finanziatori.

Ad un esame storico, si rileva che il fabbisogno di capitale del decennio 1920-1930 fu in larga misura soddisfatto dalle fonti « esterne », anche se l'autofinanziamento non restò assente. Ma l'importo netto dei fondi raccolti sul mercato fu allora minore di quanto comunemente si ritiene, poiché per buona parte servì a rimborsare vecchie emissioni. Nel decennio 1930-1940 invece si osserva già una netta tendenza delle società non finanziarie a far perno sull'autofinanziamento. In quel decennio gran parte dei ricavi delle normali operazioni di gestione fu impiegata nella liquidazione di debiti; e, di fatto, i rimborsi di titoli furono di gran lunga superiori in importo alle nuove emissioni. Le differenze tra i due decenni si ricollegano alle mutate condizioni economiche: la richiesta di capitale del decennio 1930-40 è considerevolmente inferiore a quella del 1920-30; gli anni dopo il '30 sono caratterizzati da un processo di disinvestimento, mentre il decennio precedente aveva visto una considerevole espansione degli impianti dell'industria americana.

La tendenza verso l'autofinanziamento si accentua nel decennio 1940-50, specie negli anni del dopoguerra, ad onta che l'espansione degli impianti del settore societario tocchi apici senza precedenti. Nel campo delle forme esterne di finanziamento, ecce-

zionalmente esiguo è invece il ricorso al mercato azionario, mentre relativamente elevato è il ricorso al credito bancario; sembra però che dopo il 1946 lo sviluppo dei prestiti bancari e dei debiti commerciali sia andato rallentando.

L'esame delle proporzioni rispettive dei dividendi erogati e dei profitti non distribuiti (al netto delle imposte) mostra che i profitti non distribuiti nel decennio 1920-30 si aggirano intorno al 33 % dei profitti netti, mentre nel decennio 1939-1948 salgono in media al 50,9 %. Suddividendo quest'ultimo decennio in due periodi, troviamo che i profitti non distribuiti raggiungono nei primi cinque anni la media del 45 %, e nel secondo quinquennio la media del 56,9 %. Questa ultima percentuale rimane stabile negli anni più recenti (cfr. Tab. II).

TABELLA II

## PROFITTI E DIVIDENDI DELLE SOCIETÀ AMERICANE DAL 1926 AL 1948.

(in milioni di dollari)

Anni	Profitti al lordo delle imposte	Profitti al netto delle imposte (a)	Dividendi netti erogati	Rapp. % del profitto non distribuito ai profitti complessivi netti
1926	9.500	7.300	4.300	41,1
1927	7.500	6.400	4.500	29,7
1928	9.300	8.100	5.000	38,3
1929	9.818	8.420	5.823	30,8
1930	3.303	2.455	5.500	
1931	- 783	- 1.283	4.098	
1932	- 3.042	- 3.424	2.574	
1933	162	- 362	2.066	
1934	1.723	977	2.596	
1935	3.224	2.259	2.872	
1936	5.684	4.273	4.557	
1937	6.197	4.685	4.693	
1938	3.329	2.289	3.195	
1939	6.467	5.005	3.796	24,2
1940	9.325	6.447	4.049	37,2
1941	17.232	9.386	4.465	52,4
1942	21.098	9.433	4.297	54,4
1943	24.516	10.363	4.477	56,8
1944	24.333	10.808	4.680	56,7
1945	20.389	8.748	4.720	46,0
1946	21.840	12.840	5.605	65,3
1947	29.784	18.075	6.880	61,9
1948	33.300	20.300	7.300	64,0

(a) Imposte federali ed imposte statali sul reddito, ed imposte sui sovraprofitto.  
Fonte: Relazioni del « Bureau of Internal Revenue » e « Survey of Current Business ».

È interessante ricercare i motivi che hanno portato a questo mutamento nelle proporzioni dei profitti non distribuiti. Implica esso in qualche modo un cambiamento fondamentale nella propensione al risparmio delle società? Si tratta di un mutamento connesso con gli sviluppi dei decenni scorsi? Si può rilevare qualche somiglianza tra la politica di ritenzione dei profitti praticata in questo periodo e quella praticata nel decennio 1920-1930, anche se attualmente la quota dei profitti trattenuti è più elevata - in termini percentuali - che nel 1920-30?

Non vi è dubbio che nella seconda metà del decennio 1940-50 una parte notevole dei ricavi trattenuti è servita a ricostituire le scorte esaurite durante la guerra. Un'altra parte ha servito a riconvertire gli impianti alla produzione di pace; ed una certa quota è stata destinata all'acquisto di beni strumentali scarsi, in un'aspra lotta di concorrenza. Ma in vista del crescente livello dei prezzi, la maggior parte degli utili non distribuiti è stata trattenuta al fine precipuo di mantenere inalterato il livello delle scorte. Comunque, circa il 30 % dei profitti (netti d'imposte) rimase disponibile per capitale circolante, espansione degli impianti, o ammortamento dei debiti.

Recentemente uno studio assai autorevole ha esaminato dettagliatamente le forme di finanziamento delle società negli Stati Uniti durante il periodo 1915-1943 (1). Lo studio si è soffermato in particolare sulle relazioni tra variazioni del reddito netto e variazioni dei profitti non distribuiti, ed ha messo in evidenza che tra i due termini « esiste un rapporto abbastanza stabile sia ad alti livelli che a bassi livelli di reddito » (2) o, più precisamente, che « ..... la propensione media al risparmio ha variato col livello del reddito netto, mentre la propensione marginale al risparmio è rimasta invariata a differenti livelli di reddito » (3).

Lo studio del Dobrovolski, analizzando le variazioni del finanziamento interno e di

(1) SERGEI P. DOBROVOLSKY, *Corporate Income Retention 1915-1943*, National Bureau of Economic Research, New York, 1951, pp. 122.(2) S. P. DOBROVOLSKY, *op. cit.*, pag. 2.(3) *Ibid.*

quello esterno, ha rilevato « una tendenza ad incrementare l'impiego dei fondi sia interni che esterni in concomitanza con l'incremento del saggio d'espansione delle attività delle imprese » (4). E ha concluso che con l'aumentare del saggio di espansione cresceva l'importanza delle fonti esterne.

Nell'ultimo decennio, l'esperienza del settore societario dell'economia americana sembra sia stata esattamente l'opposto. Non che non si sia fatto ricorso al finanziamento esterno, ma la sua importanza - e questo è il punto di maggior interesse - è profondamente mutata. Nella Tab. III sono riassunti i dati che indicano per tutte le società americane dal 1929 al 1948 il volume e le fonti del denaro fresco utilizzato.

TABELLA III

FONTE DI PROVVISIA DI DANARO FRESCO PER LE SOCIETÀ AMERICANE DAL 1929 AL 1948.

(milioni di dollari)

Anni	Profitti non distribuiti (a)	Azioni ordinarie (b)	Azioni preferenziali (b)	Aumento dei debiti delle società (c)	Totale
1929	2.597	4.407	1.517	2.800	11.321
1930	-3.045	1.091	412	400	-1.142
1931	-5.381	195	116	-5.800	-10.870
1932	-5.998	10	10	-3.500	-9.478
1933	-2.428	105	15	-3.100	-5.408
1934	-1.619	31	3	-1.400	-2.985
1935	-613	15	54	-700	-1.244
1936	-284	262	90	1.300	1.368
1937	-8	203	205	-300	100
1938	-906	19	48	-3.500	-3.339
1939	1.209	71	26	300	1.606
1940	2.398	74	61	2.000	4.533
1941	4.921	79	94	7.900	12.994
1942	5.136	16	103	8.200	13.455
1943	6.153	37	53	3.900	10.145
1944	6.128	91	133	-500	5.852
1945	3.803	226	430	-9.800	-5.341
1946	8.132	728	740	3.600	13.200
1947	12.073	620	589	11.500	24.782
1948	13.242	500	400	8.000	22.142

(a) Dal « Survey of Current Business », luglio 1949.

(b) Dal « Commercial and Financial Chronicle ».

(c) E. T. BONNEL, *Public and Private Debt in 1946*, in « Survey of Current Business », settembre 1947, ottobre 1948, febbraio 1949.Cfr. anche: *Factors Affecting Volume and Stability of Private Investment*, Joint Committee on the Economic Report, 81° Congresso, I Sessione, 1949, pag. 113.(4) S. P. DOBROVOLSKY, *op. cit.*, pag. 6.

Come può rilevarsi, nel 1929 le società americane fecero fronte a circa un quarto del fabbisogno finanziario ricorrendo ai profitti non distribuiti. Durante il decennio 1930-1940 si ha una riduzione netta nei fondi societari, e la provvista di mezzi mediante emissioni azionarie si riduce a poca cosa.

Buona parte dei nuovi impianti degli anni prebellici (e quasi tutti quelli degli anni di guerra) sono finanziati con fondi statali. Nei nove anni 1940-1948 si nota un incremento relativamente modesto della massa dei debiti delle società; nello stesso periodo i profitti non distribuiti superano di dodici volte le emissioni di nuove azioni preferenziali e ordinarie. Complessivamente nel ventennio 1930-50, i profitti non distribuiti hanno

TABELLA IV

FONTE ED IMPIEGHI DELLE RISORSE MONETARIE DELLE SOCIETÀ ANONIME USA: CIFRE COMPLESSIVE PER IL PERIODO 1946-51.

	millardi di dollari	%
<b>IMPIEGHI:</b>		
Spese per macchinario e impianti . . . . .	101	57,8
Scorte (variazioni del valore nominale) . . . . .	34,5	19,7
Variazioni nei crediti:	29,9	17,1
verso le altre imprese . . . . .	(22,3)	(12,7)
verso lo Stato . . . . .	(-0,2)	(-0,1)
verso i consumatori . . . . .	(7,8)	(4,4)
Cassa e depositi . . . . .	8,5	4,9
Titoli del Governo Federale . . . . .	0,9	0,5
Altre attività correnti . . . . .	-0,1	-0,1
<b>TOTALE . . . . .</b>	<b>174,7</b>	<b>100,0</b>
<b>FONTE:</b>		
a) <i>Interne</i> - Totale . . . . .	100,5	56,6
Profitti non distribuiti . . . . .	61,8	34,8
Ammortamenti . . . . .	38,7	21,8
b) <i>Esterne</i> - Totale . . . . .	77,0	43,4
Prestiti bancari (non ipotecari) . . . . .	11,5	6,4
a breve scadenza . . . . .	(8,0)	(4,5)
a lunga scadenza . . . . .	(3,5)	(1,9)
Prestiti ipotecari . . . . .	4,5	2,6
Debiti verso altre imprese commerciali . . . . .	15,3	8,6
Accantonamenti per l'imposta sul reddito . . . . .	14,5	8,2
Debiti correnti vari . . . . .	4,3	2,5
Nuove emissioni nette:	26,9	15,1
azioni . . . . .	(9,3)	(5,2)
obbligazioni . . . . .	(17,6)	(9,9)
<b>TOTALE . . . . .</b>	<b>177,5</b>	<b>100,0</b>

Fonte: « Survey of Current Business » febbraio 1952.

dato un gettito di denaro fresco - al netto delle riduzioni verificatesi fino al 1938 - tre volte superiore alle nuove emissioni di titoli azionari.

Per avere un'idea del peso del finanziamento interno ed esterno per le società americane negli anni più recenti, può essere utile anche il prospetto IV che condensa i dati relativi al periodo 1946-1951 (incluso).

Come può rilevarsi, nel periodo 1946-1951 il finanziamento interno ha avuto un peso del 56,6 %, da imputare per il 34,8 % ai profitti non distribuiti e per il 21,8 % agli ammortamenti. Per il resto (43,4 %), le società sono ricorse a fonti esterne. In questo settore vengono al primo posto le emissioni obbligazionarie (9,9 %) seguite dai « debiti verso altre imprese commerciali », (8,6 %), dagli accantonamenti per l'imposta sul reddito (8,2 %), dai prestiti bancari (6,4 %), dalle emissioni azionarie (5,2 %) e dai prestiti ipotecari (2,6 %).

Quasi il 60 % delle risorse complessive è stato impiegato dalle società in spese per macchinari ed impianti.

## III

Gli anni di guerra non solo hanno mutato il rapporto tra finanziamento esterno ed interno, ma hanno anche determinato notevoli modificazioni nel modo in cui i fondi esterni affluiscono ai vari settori dell'economia americana: sotto tale profilo si è colpiti sia dal peso relativamente modesto del finanziamento azionario che dall'accresciuta importanza del « collocamento diretto ».

Nonostante la deficienza di serie statistiche omogenee, si può affermare che fino al 1929 il rapporto tra nuove emissioni azionarie e nuove emissioni complessive si era mantenuto ad un livello considerevolmente più elevato che nel decennio 1940-50. A partire dal 1939, e con la sola esclusione del 1945 e del 1946, il rapporto delle azioni al totale delle nuove emissioni è sempre, e considerevolmente, inferiore al rapporto avutosi a mezzo del decennio 1920-30. Nel 1948 e nel 1949 quel rapporto fu particolarmente basso, inferiore ad ogni precedente, fatta eccezione per il 1921.

Siffatta evoluzione può spiegarsi col divario intervenuto tra il costo del ricorso al capitale azionario e il saggio d'interesse sui fondi presi a prestito. Paragonando le serie storiche dei rendimenti dei titoli obbligazionari delle società con i rendimenti ed i dividendi azionari (azioni ordinarie) si constata che l'emissione di azioni si è fatta molto più costosa. Dal 1919 al 1949, solamente in sette anni (nel 1921, 1930, 1931, 1932, 1933, 1934 e 1937) il rendimento delle azioni è stato inferiore al rendimento delle obbligazioni (Borsa di New York); in tutti gli altri anni si è verificato il contrario. Di conseguenza le imprese americane, in particolare a partire dal 1944, hanno trovato più conveniente procurarsi i fondi ricorrendo a prestiti, anziché ad aumenti dei capitali azionari. (Tab. V)

La nuova situazione è, ovviamente, un portato dei ribassi nei saggi d'interesse, pro-

TABELLA V

RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI E DELLE AZIONI SOCIETARIE NEGLI STATI UNITI (a).

(rendimento percentuale annuo)

Anno (b)	Obbligaz. (c)	Azioni ordinarie (d)	Obbligaz. industr. (e)	Azioni industriali ordinarie (f)
1929 . . . . .	5,21	3,4	5,31	3,8
1930 . . . . .	5,09	4,5	5,25	4,9
1935 . . . . .	4,46	4,1	4,02	3,5
1940 . . . . .	3,55	5,3	3,10	5,3
1945 . . . . .	2,87	4,2	2,68	4,0
1947 . . . . .	2,86	5,1	2,67	5,1
1948 . . . . .	3,08	5,8	2,87	5,9
1949 . . . . .	2,96	6,6	2,74	6,8
1950 . . . . .	2,86	6,3	2,67	6,5
1951 . . . . .	3,08	..	2,88	..
1951 (g) . . . . .	3,25	5,55	3,00	5,56
1952 (h) . . . . .	3,19	5,56	3,02	5,63

(a) Il rendimento delle azioni è calcolato sulla base del puro « dividendo » mentre le considerazioni del testo si riferiscono al « rendimento complessivo » (dividendo e altri benefici).

(b) Medie annuali, eccetto dove altrimenti specificato.

(c) *Moody's Investors' Service*, 100 emissioni, di cui 30 industriali, 31 ferroviarie, e 40 di pubblica utilità.(d) *Moody's Investors' Service*, 200 emissioni, di cui 125 industriali, 25 ferroviarie, e 24 di pubblica utilità.(e) *Moody's Investors' Service*, 30 obbligazioni.(f) *Moody's Investors' Service*, 125 azioni.

(g) Dicembre.

(h) Settembre.

Fonte: « Survey of Current Business » e « Annual Abstract of Statistics ».

vocati a loro volta sia dal forte incremento nella liquidità del mercato, sia dalla politica di « sostegno » delle obbligazioni federali praticata per lunghi anni dal governo americano. Un altro fattore ha concorso a determinare il basso rendimento delle obbligazioni: la continua, forte domanda di titoli del genere da parte di istituti di credito e di assicurazione per motivi su cui torneremo più avanti.

La relativa « debolezza » del mercato azionario, che fa riscontro alla sostenutezza del comparto obbligazionario, ha probabilmente la sua basilare ragione in quello stato d'animo peculiare degli uomini d'affari americani, che potremmo chiamare di « psicosi depressiva ». Sembrerebbe che gli investitori americani non siano ancora riusciti a guarire dallo « shock » provocato dal crollo borsistico del 1929. L'atmosfera di scetticismo che ne è nata ha reso ritrosi ad assumere i rischi impliciti nell'acquisto di azioni ordinarie e si è riflessa nella tendenza a trascurarle come fonti di profitto a lungo termine. Ma, oltre ai cambiamenti di psicologia dell'investitore, anche ragioni « fiscali » spingono a preferire i prestiti obbligazionari: le società, nel calcolo del reddito imponibile, sono infatti autorizzate a dedurre dai profitti gli interessi passivi; la stessa detrazione non è invece permessa per i dividendi distribuiti. Data l'elevatezza delle aliquote che colpiscono i profitti societari, una simile diversità di trattamento assume un particolare significato.

#### IV

Il « collocamento diretto » dei titoli societari è una prassi relativamente nuova della finanza americana. Dalla fine della guerra esso sta assumendo una importanza del tutto particolare. Il collocamento diretto può definirsi l'acquisto di un'intera partita di azioni od obbligazioni mediante negoziazione diretta tra l'emittente e un gruppo limitato di acquirenti, senza che l'emittente proceda alla offerta pubblica dei titoli stessi. La Tab. VI mette a raffronto la quantità di titoli acqui-

stati mediante collocamento diretto con l'offerta totale di titoli (5).

TABELLA VI

EMISSIONI DI TITOLI A PAGAMENTO NEGLI STATI UNITI ED IMPORTANZA RELATIVA DEL « COLLOCAMENTO DIRETTO »

(ricavi lordi in migliaia di dollari)

Anni	Emissioni complessive	Titoli collocati « direttamente »	Percentuale di 2 a 1
	1	2	3
1934 . .	4.909.642	90.257	1,8
1935 . .	6.683.345	379.512	5,6
1936 . .	9.982.185	292.284	2,9
1937 . .	5.327.644	304.764	5,7
1938 . .	5.925.877	623.750	10,5
1939 . .	5.687.184	677.563	11,9
1940 . .	6.564.219	736.902	11,2
1941 . .	15.157.000	672.946	4,4
1942 . .	35.438.064	414.442	1,1
1943 . .	44.518.166	350.032	0,78
1944 . .	56.309.992	710.233	1,2
1945 . .	54.711.881	1.017.320	1,9
1946 . .	18.685.493	1.890.729	10,1
1947 . .	19.940.927	2.227.001	11,1
1948 . .	20.249.988	3.210.019	15,8
1949 . .	21.110.068	2.500.716	11,8
1950 . .	19.892.793	2.697.577	13,5
1951 . .	20.406.490	4.288.898	21,0

(a) Titoli esenti dall'obbligo della registrazione presso la « Securities and Exchange Commission » in base al « Securities and Exchange Act » del 1934. Tali titoli avrebbero invece dovuto essere registrati se fossero stati offerti pubblicamente.

Fonte: Securities and Exchange Commission, 17ª Relazione annuale, 1952, p. 185.

(5) Com'è noto, all'« offerta diretta » si contrappone l'« offerta pubblica » assunta e attuata da organismi specializzati d'intermediazione: a) « Securities Dealers » (riuniti in una Associazione degli operatori in titoli che conta circa 2.800 membri, dei quali non più di 1.000 sono interessati al collocamento di nuove emissioni); b) « Investment Bankers » (riuniti in un'Associazione delle Banche di Investimento che conta oltre 700 aderenti con un capitale complessivo di circa 500 milioni di dollari; il capitale della maggiore « banca di investimento » è di 21 milioni di dollari).

Nell'« offerta pubblica », l'eventuale emittente si mette in contatto con un banchiere investitore che effettua un'indagine preliminare; nelle trattative con lo emittente egli è il « sottoscrittore gerente » (*underwriting manager*). Data l'entità delle emissioni offerte pubblicamente (di solito oltre un milione di dollari), il « gerente » cerca di distribuire il rischio formando un « gruppo acquirente » (*purchase group*) o « sindacato sottoscrittore » (*under-*

Il collocamento diretto è diventato sempre più importante in conseguenza dell'accresciuta « istituzionalizzazione » del risparmio. L'enorme quantità di fondi a disposizione degli istituti di risparmio e d'assicurazione li ha spinti alla ricerca di nuovi sbocchi d'investimento. La legislazione che regola gli investimenti degli istituti di risparmio e delle società di assicurazione ne limita l'ambito all'acquisto di obbligazioni pubbliche e di obbligazioni societarie di tutto riposo; solo in casi molto rari è consentito l'acquisto di titoli azionari. Di conseguenza, negli anni più recenti, la domanda di obbligazioni « qualificate » ha superato l'offerta (6).

Se al peso di questa domanda già orientata si aggiungono i vantaggi derivanti allo emittente dal collocamento diretto, diventa ovvia la preferenza accordata al nuovo metodo rispetto alla vendita dei titoli con « offerta pubblica » sul mercato aperto.

Infatti, il collocamento diretto: a) ha un costo considerevolmente minore del costo dell'offerta pubblica; il compenso che spetta all'Istituto bancario che partecipa all'operazione è di circa il 1/2 %, mentre il compenso

*writing syndacate*). Per ridurre ulteriormente i rischi ed assicurare un'ampia e rapida distribuzione dell'emissione, viene poi organizzato un ancor più ampio gruppo di vendita (*selling group*).

Un tipo particolare di offerta pubblica è il cosiddetto « competitive bidding » (offerta concorrenziale); il quale è imposto dalla legge o dalla tradizione per taluni tipi di titoli (oltre che per i titoli di Stato e municipali, per le obbligazioni ferroviarie e di imprese di pubblica utilità). Nel caso dell'offerta concorrenziale la Società emittente non è libera di scegliersi l'intermediario, ma deve rivolgersi contemporaneamente a diversi gruppi di intermediari ed accettare l'offerta di quel gruppo che propone le condizioni più vantaggiose. In sostanza il « competitive bidding » è una vendita all'asta a consorzi di collocamento; esso mira, mediante le più ampie forme di pubblicità e concorrenza, ad ottenere per i nuovi titoli il miglior piazzamento evitando qualsiasi pratica restrizionista e cercando di impedire quegli svantaggi che potrebbero derivare all'impresa emittente da una scarsa conoscenza delle condizioni di mercato.

(Per una descrizione dettagliata del meccanismo dell'offerta pubblica negli Stati Uniti, vedi nella Rivista « The Banker », fascicolo di settembre 1952, l'articolo *The American Capital Market, A Survey of its Problems and Mechanism*). (N. d. T.).

medio che spetta all'istituto che s'incarica della vendita pubblica è dell'1,50 % (7); b) assicura il finanziamento in termini assai più brevi, con utili riflessi sulla programmazione ed esecuzione delle spese d'espansione; c) rafforza il prestigio della società emittente, poiché le Compagnie d'assicurazione, acquirenti principali, sono investitori oculati che conducono notoriamente una prudente politica di investimenti.

L'importanza assunta negli anni recenti dalle emissioni per collocamento diretto risulta ancor più evidente se le si raffronta al totale delle emissioni obbligazionarie delle Società per azioni (V. Tab. VII). Tale importanza, ovviamente, non è uniforme, ma varia notevolmente, da un massimo per le Società commerciali e industriali ad un minimo per

(6) Un indice significativo della preminente importanza assunta dagli istituti di risparmio e d'assicurazione sul mercato finanziario americano è offerto dal raffronto tra lo sviluppo degli attivi degli istituti stessi e l'aumento del debito privato interno. Come risulta dalla Tabella in calce, le poste attive totali degli Istituti in questione sono quasi decuplicate tra il 1916 e il 1950, mentre il debito privato interno aumentava di circa tre volte; e il rapporto delle prime alle seconde balzava dal 26 % a ben l'83 %. (N. d. T.):

ATTIVO DEGLI ISTITUTI DI RISPARMIO E D'ASSICURAZIONE (a) E DEBITO NETTO PRIVATO A LUNGO TERMINE (b) NEGLI U. S. A.

(miliardi di dollari)

Al 31 dicembre	Attivo degli Istituti	Debito privato	Attivo in % del debito
1916 . . . .	11,5	43,4	26
1927 . . . .	30,6	81,5	38
1950 . . . .	103,3	125,1	83

(a) Compagnie di Assicurazione sulla vita, Casse mutue di risparmio, Associazioni di prestiti e risparmi (Savings and Loans Associations).

(b) Il debito netto privato a lungo termine comprende: tutti i debiti netti privati di Società in essere alla fine dell'anno con durata uguale o superiore a un anno dalla data di emissione (inclusi i debiti obbligazionari e ipotecari), più i debiti ipotecari di persone, società di fatto e aziende agricole.

(7) Il problema del costo « dell'offerta pubblica » e del « collocamento diretto » è stato di recente trattato nella Rivista « The Journal of Finance » in un articolo (*Direct Placements*, giugno 1952), che tende a qualificare, e sostanzialmente ad attenuare, i vantaggi che il collocamento diretto sembra offrire rispetto particolarmente al « competitive bidding ». (N. d. T.).

le Società ferroviarie le cui obbligazioni possono essere « offerte al pubblico » con procedure semplificate (V. Tab. VIII).

## V.

Una relazione ufficiale governativa, riferendosi alla situazione economica degli Stati Uniti nel periodo oggetto del nostro esame, riassume la situazione nei termini seguenti: « Le società, in complesso, non mancano evidentemente di fondi in forma non azionaria, ma i modi per ottenerli hanno subito una trasformazione radicale » (8).

TABELLA VII

## EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE DELLE SOCIETÀ PER AZIONI DAL 1937 AL 1949.

(ricavi lordi in milioni di dollari)

Anni	Emissioni obbligazionarie complessive	Emissioni obbligazionarie collocate direttamente	Rapporto percentuale dl 2 a 1
	1	2	3
1937 . .	1.618	335	20,7
1938 . .	2.044	692	33,9
1939 . .	1.979	790	40,0
1940 . .	2.387	774	32,4
1941 . .	2.390	824	34,5
1942 . .	917	422	46,0
1943 . .	990	372	37,6
1944 . .	2.669	792	29,3
1945 . .	4.855	1.022	21,1
1946 . .	4.882	1.918	39,3
1947 . .	5.036	2.235	44,4
1948 . .	6.008	3.272	54,5
1949 . .	4.890	2.256	46,2

Fonte: Securities and Exchange Commission, Bollettino Statistico Mensile.

È difficile valutare l'influenza di queste trasformazioni sull'economia americana. Le fluttuazioni degli investimenti, e perciò dell'attività economica generale, sono determinate da fattori più profondi, quali le aspettative degli operatori, i cambiamenti nella natura della domanda, l'evoluzione della tecnica, e da altri elementi che a loro volta

(8) *Factors Affecting Volume and Stability of Private Investments*. Report of the Joint Committee on the Economic Report, 81<sup>st</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Session, U. S. Government Printing Office, Washington, 1949, p. 116.

influenzano la domanda totale. Sarebbe azzardato inferire previsioni di stabilità o instabilità per l'economia dai mutamenti ricordati nel campo del finanziamento industriale. Ciononostante, alcune osservazioni sembrano pertinenti.

La tendenza delle società ad ampliare gli impianti ricorrendo a prestiti, anziché alla emissione di titoli azionari, ha privato ancor più i proprietari (cioè gli azionisti) del controllo delle imprese, attribuendolo quasi completamente ad amministratori stipendiati. Nell'ultimo decennio molto si è discusso dell'atomizzazione della proprietà so-

TABELLA VIII

## OFFERTA PUBBLICA E DIRETTA DI NUOVE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE PER GLI ANNI 1948-1951.

(in milioni di dollari)

	Totale emissione pubblica e diretta	Diretta	Pubblica	Pubblica in % del totale
Industriali . . . . .	6.112	5.028	1.084	17,7
Commerciali e varie	1.419	1.314	105	7,4
Fondiarie e finanz.	1.747	1.458	289	16,5
Ferrovie . . . . .	1.960	23	1.937	98,8
Elettric., gas, acqua	7.728	2.429	4.699	65,9
Comunicazioni . . .	2.282	232	2.050	89,8
Trasporti (non ferr.)	850	769	81	9,5
	21.498	11.253	10.245	47,7

Fonte: Securities and Exchange Commission.

cietà. Ora l'atomo è esploso. Non solo la proprietà e il controllo sono separati, ma l'uno si è reso indipendente dall'altra. Gli effetti di una tale evoluzione sono difficilmente prevedibili. In ultima analisi risentiranno della mentalità e degli orientamenti degli amministratori in quanto classe a sè stante. Nella misura in cui gli amministratori delle anonime tendano a migliorare le loro posizioni, l'espansione delle imprese esistenti procederà con ritmo vivace; d'altra parte, l'interesse a conservare incontestato il controllo delle imprese che dirigono orienterà gli amministratori verso direttive di espansione « sicure » anziché rischiose. È quindi prevedibile un

relativo irrigidimento nella struttura delle imprese americane.

La dipendenza dal finanziamento interno e dal debito obbligazionario, se dovesse affermarsi come tendenza costante del futuro, contiene gravi implicazioni per la stabilità dell'economia. Nelle nuove condizioni, una diminuzione anche leggera dei profitti ha un duplice effetto: diminuzione della propensione ad investire e diminuzione altresì del capitale disponibile per l'investimento. Inoltre l'aumento del debito obbligazionario, se in periodi di inflazione migliora la situazione finanziaria delle società, in periodi di depressione la peggiora aumentando le spese per il servizio degli interessi.

Né, infine, privo di conseguenze può essere il fatto che il capitale disposto ad investimenti rischiosi sia diventato assai più scarso. Come si è visto, la recente espansione economica è stata finanziata dall'elemento più conservatore e con metodi altrettanto conservatori. Ora, l'insufficienza di « capitale di rischio » è specialmente notevole per le medie imprese, con esigenze finanziarie da 50.000 a 500.000 dollari. La diffusione del collocamento diretto ha peggiorato la loro situazione (9). È vero che la fioritura di « società d'investi-

(9) Cfr. i risultati sommarî del « Subcommittee on Investment » del « Joint Committee on the Economic Report of the U. S. », 81<sup>st</sup> Congress, 2<sup>nd</sup> Session, Doc. n. 149, U. S. Government Printing Office, Washington, 1950, p. 5; « Eppure, malgrado la diversa dimensione dei prestiti, nessuna delle 17 maggiori società di assicurazioni sulla vita con attivo totale di 42 miliardi ha compiuto prestiti ipotecari (o acquisti di azioni) inferiori a 25.000 dollari; sul totale dei prestiti alle imprese .... concessi nel 1948 dalle società di assicurazione sulla vita più importanti... meno del 18 % è stato concesso a società con un attivo di 200.000 dollari o minore ».

mento » erogatrici di « capitale di rischio », in cerca di nuovi prodotti e di nuove imprese, fa ritenere che il problema possa essere risolto senza l'intervento statale, ma sviluppando nuovi canali d'investimento. Nondimeno non sembra che ancora le medie e piccole imprese abbiano sufficienti possibilità di procurarsi i mezzi finanziari a lungo termine di cui abbisognano ricorrendo a prestiti o a capitale di rischio. E questa mancanza di risorse per le minori aziende accentua i divari di opportunità tra esse e le grandi imprese, aggravando così la concentrazione del potere economico.

In conclusione, le trasformazioni avvenute nei sistemi di finanziamento delle imprese americane a partire dal 1930, intensificatesi ed accentuatesi nel decennio 1940-50, tendono ad esaltare il comportamento euforico ed espansionista delle società nella fase ascendente del ciclo e ad aggravarne il comportamento depressivo e contrattivo nella fase discendente, cioè a determinare accelerazioni e intensificazioni dei fenomeni ciclici.

Se tale è la conclusione che in linea logica deriva dal nostro esame, sarebbe però erroneo generalizzarla nell'assunto che gli Stati Uniti si trovino di fronte a un periodo di intense fluttuazioni cicliche. Sarebbe un po' come affermare che « è la coda che muove il cane », e non viceversa. Al contrario, l'analisi dei fattori più importanti delle fluttuazioni cicliche, quali la domanda d'investimenti, le aspettative degli operatori, l'ampiezza dei compiti assunti dallo Stato, l'aspirazione generale ad un incremento costante del tenore di vita; e così via, indurrebbero a ritenere che un periodo di relativa e continua prosperità attende l'economia americana.

OSCAR ORNATI