

Borse e capitali in Germania nella seconda metà del Novecento¹

di

ANNA CIVALE

Premessa

Il mercato finanziario tedesco costituisce oggetto di particolare interesse da parte di studiosi e di operatori economici, tanto per il modello di banca e di sviluppo economico che incorpora quanto per la stabilità che contraddistingue la stessa economia tedesca. Negli ultimi tempi, con l'avvicinarsi delle scadenze previste dal disegno comunitario per l'integrazione dei mercati finanziari europei e con la generale tendenza verso la despecializzazione dei sistemi creditizi internazionali, tale interesse si è accentuato. La peculiarità del sistema che esamineremo è la centralità della banca universale, che, con la gestione unitaria dei flussi di risparmio e dei finanziamenti, svolge la funzione di ponte tra i differenti canali di intermediazione. Tale caratteristica affonda le sue radici nel secolo XIX, quando le banche, con l'intento di accumulare molti capitali in assenza di un mercato finanziario, furono costrette ad indirizzare le proprie energie verso il finanziamento industriale. Tra la banca e l'industria venne a stabilirsi un legame molto stretto, sicché gli istituti di credito finirono per controllare la politica industriale del paese. L'esistenza della banca universale non ha però impedito né lo sviluppo di istituzioni specializzate né del mercato dei capitali, seppure quest'ultimo sia rimasto in secondo piano rispetto al peso dell'economia reale.

Il presente studio si propone di analizzare l'evoluzione del modello finanziario tedesco dall'immediato secondo dopoguerra ai nostri giorni. L'elaborato esamina le origini e l'affermazione della banca universale in Germania, considerando con particolare attenzione lo stretto rapporto che si instaura tra la banca e l'impresa finanziata, che sovente assume il carattere di esclusività. Questo esame viene svolto sotto il profilo storico e quello giuridico, tenendo

¹ Tale lavoro è stato consegnato alla Rivista di Storia Finanziaria nel gennaio del 1997. La seconda parte sarà pubblicata sul n. 4 della stessa rivista.

presente le varie modifiche apportate alla legislazione bancaria. In questa parte del lavoro si studia, altresì, l'operatività delle banche tedesche sui mercati mobiliari. Si parte dall'immediato dopoguerra, analizzando in particolare le prime emergenze che la Germania, distrutta dalla guerra, ha dovuto affrontare. Nei successivi paragrafi si segue l'evoluzione dell'attività borsistica nel tempo, con particolare riguardo ai periodi più intensi della vita economica tedesca, come il "miracolo economico" degli anni Sessanta, le crisi petrolifere degli anni Settanta e la crescita del mercato dei capitali con l'introduzione di massicce innovazioni negli anni Ottanta-Novanta. L'ultimo paragrafo è dedicato alla piazza di Francoforte, che, affiancata dalle altre sette borse-valori regionali, funge da guida all'intero mercato finanziario tedesco. Nell'ultima parte si esamina la struttura e l'ordinamento dell'attuale mercato dei capitali tedesco suddiviso in quello azionario ed obbligazionario. Qui vengono descritte le modalità delle negoziazioni e la tipologia dei titoli trattati.

La centralità della banca nel sistema finanziario della Germania Federale: caratteristiche e funzioni degli istituti di credito

La presenza, o meglio, la centralità della banca universale nel sistema finanziario tedesco rappresenta uno degli elementi di continuità storica dell'organizzazione economica della Germania Federale. Le ragioni che contribuiscono all'affermazione di tale sistema bancario nel paese, durante lo sviluppo industriale dell'Ottocento, sono molteplici. Mentre, in Inghilterra, la crescita economica era stata lenta e graduale, in Germania fu rapida se non anche "forzata", in virtù dell'intervento diretto dello Stato per recuperare un ritardo largamente avvertito². Le strutture economiche subirono una veloce evoluzione che, a sua volta, diede luogo a fenomeni di gigantismo nella concentrazione tecnica e finanziaria. Le strutture sociali, invece, si adeguarono più lentamente a causa di abitudini e comportamenti saldamente compenetrati nell'uso collettivo; sicché, ancora per molto tempo, non si avrà la diffusione dei titoli azionari, obbligazionari, dei risparmi bancari, degli assegni e delle banconote³. In queste condizioni il sistema bancario fu costretto a indirizzare le proprie energie verso il finanziamento industriale, con una politica che appariva a molti osservatori imprudente e poco ortodossa, dal momento che si impiegavano, a medio e a lungo termine, risparmi a vista o a breve scadenza. Le banche tedesche ebbero un ruolo così rilevante nello sviluppo economico del paese che sembrò che esse trascinarono la crescita piuttosto che seguirla.

² K.E. BORN, *Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert*, Stuttgart, Kröner, 1977, p. 53.

³ K.E. BORN, *Geld... cit.*, p. 68.

Dopo la depressione del 1873, le banche miste della Germania modificarono le loro forme di intervento a favore dell'industria. In precedenza, avevano direttamente agevolato la formazione di società industriali, acquistando parte dei loro pacchetti azionari ed entrando con propri rappresentanti nei consigli di amministrazione. In seguito, la loro attività si limitò, principalmente, all'emissione e al collocamento di azioni e di obbligazioni industriali e finanziarie. Inoltre, le banche si avvalsero della facoltà concessa dalla legge di esercitare il diritto di voto nelle assemblee delle società, utilizzando le azioni di proprietà dei clienti depositate presso di loro⁴.

Con la legge sulle borse del 1896 (*Deutsches Börsengesetz*) si rafforzò il legame fra banche e imprese. Per evitare il ripetersi di speculazioni⁵, si stabilì, difatti, che le azioni delle società potevano essere ammesse alla quotazione solo un anno dopo la loro costituzione. Questa limitazione rese indispensabile, per le nuove società, il deposito presso le banche di una parte delle azioni, in attesa di poterle immettere sul mercato⁶. Le banche seguirono, a quell'epoca, molto da vicino il processo di concentrazione industriale, impegnandosi nella formazione di cartelli al fine di stabilire prezzi e quote di mercato e, contemporaneamente, per ridurre i rischi delle imprese che vi partecipavano. Le banche stesse, poi, cominciarono a fondersi, dando luogo – questa è una novità tedesca – a potenti gruppi sotto la guida degli istituti più grandi. Infatti, nel 1910, poco più del 40 per cento dei depositi complessivi era tenuto da quattro grandi istituti di credito: la *Deutsche Bank*, la *Dresdner Bank*, la *Disconto-Gesellschaft* e la *Darmstädter Bank*⁷.

La funzione principale delle banche fu il finanziamento di imprese industriali attraverso crediti a lungo termine. Gli istituti stipulavano regolari accordi per il finanziamento industriale, raccogliendo risparmi diversi e incanalandoli verso imprese industriali. Difatti, le imprese ricorrevano, solo in via sussidiaria, alle emissioni di azioni e di obbligazioni che, tra l'altro, venivano effettuate dalle stesse banche per conto delle imprese industriali. Le grandi banche anonime non si limitarono, in questo periodo, al ruolo di intermediari ma monopolizzarono gli accordi finanziari riguardo le “loro” imprese. Lo strumento di cui si servirono per influire sulle attività delle aziende finanziate fu proprio la natura di società per azioni⁸. Molte imprese adottarono tale strut-

⁴ W. HAGEMANN, *Das Verbänis der deutschen Großbanken zur Industrie* (Tesi di laurea), Berlin, 1931, p. 23.

⁵ Si ricorda che negli anni 1870-73 ci fu una pesante crisi borsistica dovuta a forti speculazioni.

⁶ J.H. CLAPHAM, *The economic deoelopment of France and Germany 1815-1914*, London, Cambridge University Press, 1923, pp. 300-315.

⁷ Queste *Großbanken* erano conosciute anche come le “quattro D”.

⁸ J. KOCKA, *Impresa e organizzazione manageriale nell'industrializzazione tedesca* in A. Chandler, *Evoluzione della grande impresa e management*, Torino, Einaudi, 1979-1980, p. 245.

tura societaria per la sola necessità di approvvigionarsi sul mercato dei capitali ovviamente con l'ausilio di un istituto di credito. Tra il 1886 e il 1913, si assisteva, infatti, ad un notevole incremento del numero di Società per azioni, a causa Soprattutto della trasformazione di imprese individuali più che per la costituzione di nuove aziende.

La particolare e rischiosa attività delle banche miste tedesche induceva a ricorrere all'impiego di capitali propri molto elevati rispetto alla raccolta esterna di fondi. Le imprese avevano un coefficiente di cassa più basso (il 7 per cento) del sacro 10 per cento degli Inglesi, ma un coefficiente di liquidità superiore al 50 per cento. La convinzione che la stabilità dei rapporti di finanziamento e di cooperazione costituisse presupposto essenziale per la crescita del paese non fu scalfita nemmeno dalla grave crisi bancaria degli anni Trenta del '900. Le ragioni che portarono a tale crisi furono diverse: l'eccessivo indebitamento verso l'estero a breve termine delle banche; la concessione di crediti troppo elevati a pochi grandi complessi industriali e commerciali; l'insufficiente liquidità (era caduta dal 7,3 per cento, nel 1913, al 3,8 per cento nel 1929); i limiti legali troppo ristretti imposti dalla politica della Reichsbank, quale banca delle banche; l'aumento incontrollato del numero degli istituti pubblici ed ancora la tendenziale non economicità delle aziende bancarie⁹. Le difficoltà economiche degli Stati Uniti con i suoi inevitabili effetti sull'economia degli stati industriali europei, soprattutto Inghilterra e Germania, provocarono una massiccia fuga dei fondi esteri collocati in Germania. Ma fu con il fallimento dell'*Österreichische Creditanstalt* di Vienna (la più grande banca commerciale austriaca che controllava i due terzi dell'industria nazionale) che la crisi scoppiò con violenza in Germania¹⁰. La situazione si aggravò quando si seppe delle difficoltà in cui versavano alcune grandi società tedesche, come la *Karstadt* (catena di grandi magazzini), la *Nordstern* (impresa di assicurazioni) e specialmente la *Nordwolle* (industria tessile) alla quale erano andati ingenti prestiti di due importanti banche commerciali, la Danat Bank e la Dresdner Bank. Al diffondersi della notizia di questa forte esposizione bancaria, specie della Danat Bank, molti creditori ritirarono i loro depositi. L'immediato prelievo, anche presso altre banche, indusse il governo a dichiarare (il 13 luglio del 1931) la chiusura di tutte le aziende di credito per tre giorni. Conseguentemente tutte le contrattazioni borsistiche vennero sospese. La ripresa dei pagamenti avvenne solo il 5 agosto di quell'anno, dopo un allentamento graduale

⁹ S. ORTINO, *La legislazione bancaria degli anni Trenta negli Stati Uniti e in Svizzera, Germania e Belgio* in Collana di ricerche del Banco di Roma, *Banca e industria fra le due guerre*, Bologna, Il Mulino, 1981, p. 302.

¹⁰ K.E. BORN, *Die deutsche Bankenkrise 1931*, München, R. Piper & Co. Verlag, 1967, pp. 56-64.

delle restrizioni sui versamenti e sui prelievi. Nel frattempo, bisognerà risolvere due problemi: ridare liquidità alle banche e arrestare il ritiro dei depositi stranieri a breve termine. Poiché molti crediti bancari non erano di facile o pronto recupero, l'unico modo per ottenere liquidità restava il risconto presso la Reichsbank. Per questo, però, bisognava disporre di cambiali di prim'ordine, che, in realtà, non erano molto numerose nei portafogli delle banche. Queste, allora, sotto la guida della Golddiskontobank¹¹, crearono una nuova istituzione finanziaria, la *Akzept-und Garantiebank* (Banca di accettazione e garanzia)¹², che operò fino al 1936 con il compito di apporre una terza firma sugli effetti, in modo da renderli riscontabili presso la Reichsbank. L'altro problema, quello del ritiro dei depositi stranieri venne risolto con una moratoria di sei mesi accordata dai creditori stranieri alle banche tedesche, in seguito ad una conferenza internazionale tenuta a Londra. Superati i momenti più difficili della crisi, si poté pensare al salvataggio delle banche in difficoltà e al riordino del sistema bancario. Il governo intervenne con un cospicuo sostegno finanziario, stanziando 1,25 miliardi di marchi utilizzati per concedere anticipazioni alle banche, per contributi a fondo perduto e per l'acquisto di partecipazioni bancarie. Anche la Reichsbank venne in aiuto alle banche tramite la Golddiskontobank, che da essa dipendeva. In tal modo, governo e banca centrale si trovarono a controllare le principali banche commerciali del paese, essendo venute in possesso del 91 per cento del capitale della Dresdner Bank (fusa nel 1932 con la Danat Bank), del 70 per cento della Commerzund Privatbank e del 35 per cento della Deutsche Bank. Ma questa specie di nazionalizzazione delle *Großbanken* tedesche durò poco. Il governo nazista e la Golddiskontobank, difatti, negli anni 1936-37, rivendettero a un consorzio di banchieri privati le azioni bancarie possedute.

Intanto, nell'autunno del 1933, fu istituito il Comitato d'inchiesta sul sistema bancario tedesco per lo studio delle cause della crisi bancaria e la formulazione di raccomandazioni per modificare la struttura e l'organizzazione del sistema creditizio. Il Comitato non mise in discussione la validità dell'iniziativa privata dell'esercizio dell'attività bancaria, né riscontrò difetti organici nella struttura creditizia tedesca.

La legge bancaria che ne scaturì, e che entrò in vigore nel dicembre del

¹¹ Si trattava di un istituto di credito pubblico, interamente controllato dalla Reichsbank. Esso fu creato durante il periodo dell'iperinflazione (aprile 1924) per finanziare il commercio estero con una valuta stabile, dato che il marco non poteva più assolvere a tale funzione.

¹² La *Akzeptbank* non fu l'unico istituto speciale creato durante la crisi bancaria per rimettere in sesto il sistema creditizio tedesco. Esso fu affiancato dal *Deutsches Finanzierungsinstitut AG (Finag)* e dalla *Tilgungskasse für gewerbliche Kredite (Tilka)*. Cfr. *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, a cura di Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main, Fritz Knapp Verlag, 1976, pp. 247-250.

1934, lasciò immutata la struttura tradizionale delle banche, senza impedire la commistione con le imprese. La nuova disciplina provvide ad estendere e a rendere unitario il controllo sull'operato degli istituti di credito, fino ad allora parziale ed esercitato dai *Länder* e dai comuni. Ogni banca doveva essere autorizzata a svolgere la propria attività da un Ufficio di Vigilanza del credito (*Bankenaufsichtamt*), istituito presso la Reichsbank, e dal Commissario di Stato¹³. Questa normativa di controllo diede buoni risultati, nelle sue linee fondamentali, anche per la legge sul credito del 10 luglio 1961.

Vista la minaccia che i grossi crediti rappresentavano per le banche, la legge limitò l'entità di tali crediti in ragione dei rispettivi mezzi finanziari. Inoltre, la parziale carenza di liquidità, delineatasi non solo per le banche commerciali ma anche per quelle regionali, portò la legge sul credito a prescrivere, per tutti gli istituti un criterio di base per il mantenimento di un adeguato livello di liquidità. Infine, la crescita eccessiva del sistema bancario, venuta alla luce durante la crisi del 1931, consentì all'Ufficio di Vigilanza, per un periodo transitorio, di sospendere con un divieto l'attività degli istituti di credito o solo delle filiali che mostravano una gestione amministrativa poco affidabile. Anche l'apertura di nuovi istituti o di nuove filiali doveva ricevere il benestare delle autorità, previo accertamento dei requisiti di utilità.

La legge bancaria, ribadendo la continuità storica della centralità della banca universale nel sistema finanziario tedesco, attribuì agli istituti un ruolo rilevante nel finanziamento e nell'offerta di servizi di consulenza alle imprese. Ciò ha costituito la base principale del settore creditizio sino alla sua modifica nel 1961.

Nel tempo, nonostante le varie crisi bancarie (si ricordano qui anche quelle avvenute negli anni Settanta e Ottanta del Novecento), le misure adottate dal legislatore tedesco non toccano la sostanza del rapporto banca-impresa. La *ratio*, infatti, è quella secondo la quale non è la natura di tale rapporto a generare problemi di instabilità, ma la gestione di esso, che deve essere improntata all'osservanza di norme prudenziali.

Si veda, ora, qual è l'attuale configurazione della banca universale e quali sono le funzioni da questa svolta nello scenario finanziario tedesco. Com'è noto, il ruolo della banca universale è di offrire l'intera gamma dei servizi bancari, come la raccolta di qualunque tipo di deposito, la concessione di credito sia commerciale che finanziario, l'acquisto e vendita di titoli e loro custodia; inoltre, la sua funzione è fare da riferimento per le società non finanziarie per quanto riguarda l'acquisizione di azioni, il diritto di voto per le azioni depositate presso di essa (*Depotstimmrecht*) e la presenza, talvolta, di suoi rappresentanti nei consigli di amministrazione di tali società. Vengono considerate banche universali le aziende di credito appartenenti ai settori delle

¹³ K.E. BORN, *op. cit.*, pp. 134-138.

banche commerciali private, le casse di risparmio e le cooperative di credito. Questi tre gruppi di banche differiscono tra loro, oltre che per la forma giuridica e l'organizzazione amministrativa, per la struttura degli affari, anche se la prerogativa comune è quella di fornire l'intera gamma di servizi. A fine 1986, esse avevano un volume di attività superiore ai tre quarti di quello del sistema bancario nel suo complesso (cfr. Tab. 1).

Tab. 1 - Attività totali, crediti all'economia per categorie di banche e scadenza; escluse le filiali all'estero (dati su consistenze; distribuzione percentuale al 31/12/1986)

	Attività totali	Totale crediti	Crediti a breve termine	Crediti a medio-lungo
Banche commerciali:	23,6	21,7	46,7	17,3
Grandi banche	8,7	8,2	18,3	6,4
Banche regionali	11,4	11,7	20,6	10,2
Filiali di banche estere	2,0	0,7	3,2	0,3
Banchieri privati	1,5	1,1	4,6	0,4
Istituti centrali	15,5	14,4	5,9	15,9
Casse di Risparmio	21,6	23,5	23,8	23,4
Cooperative di Credito	17,0	14,3	22,2	12,9
Banche ipotecarie	14,0	19,6	0,4	23,1
Banche con funzioni speciali	6,8	5,3	0,9	6,1
Uffici postali	1,5	1,2	0,1	1,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
Miliardi di DM	3.551,1	1.970,9	297,9	1.673,0

Fonte: Deutsche Bundesbank, *Rapporto mensile*, gennaio 1987.

Il profilo essenziale della banca universale è il modo di esercizio della attività bancaria, così come svolta dai banchieri e tutelata dalle disposizioni legislative, le quali si limitano a disciplinare l'attività creditizia senza fissare alcun tipo di specializzazione¹⁴. Ciò non toglie che, all'interno del sistema bancario tedesco, esistano istituzioni creditizie volte ad offrire¹⁵ soltanto par-

¹⁴ R. STUCKEN, *Deutsche Geld- und Kreditpolitik 1914 bis 1963*, Tübingen, J.C.B. Mohr, 1964, p. 129.

¹⁵ Tra le istituzioni creditizie specializzate, indipendentemente dalla categoria giuridica di appartenenza, sono annoverabili le banche ipotecarie, gli istituti di credito, le società di leasing e di factoring, le casse per il finanziamento dell'edilizia abitativa, i consorzi di garanzia ed infine le società per il finanziamento della costruzione di abitazioni.

Non mancano istituzioni specializzate nell'apporto di capitale di rischio alle imprese non quotate, società di partecipazione e società di gestione del patrimonio. Tra gli investitori istituzionali, oltre alle compagnie di assicurazione e i fondi pensione, vi sono ora anche le società (fondi) di investimento.

nicolari servizi e che, sempre all'interno del sistema della banca universale, operi ugualmente una certa specializzazione dovuta più a scelte di gestione¹⁶ che a vincoli statutari.

Risultano, invece, praticamente assenti quegli intermediari esclusivamente operanti nell'attività di collocamento dei titoli di nuova emissione, nell'attività di negoziazione in borsa e sul mercato secondario, nonché nell'attività di consulenza finanziaria alle imprese, dal momento che queste sono tutte funzioni che la banca universale ha sempre svolto direttamente.

Se si escludono, da un lato, il comparto assicurativo regolamentato da una apposita legge e sottoposto alla vigilanza di un organo autonomo e distinto dall'Ufficio di vigilanza bancaria; dall'altro, il *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (il più importante istituto di credito nella gestione dei programmi finanziari governativi a favore dell'industria) e le società per il finanziamento edilizio, direttamente controllate dallo Stato, tutte le istituzioni specializzate rientrano nel campo di applicazione della legge sul credito (*Kreditwesengesetz KWG*) e, quindi, sono soggette alle disposizioni sui controlli.

Dall'emanazione della prima legge bancaria tedesca del 1934, poi, vige il principio della generalità e unitarietà della vigilanza degli intermediari. Allora l'assoggettamento a controlli bancari di tutti gli enti creditizi era subordinato al regime di autorizzazione della raccolta di risparmio tra il pubblico da parte delle imprese, tramite emissioni azionarie e obbligazionarie. La globale supervisione di credito e risparmio che ne derivava risultava funzionale, non solo per la stabilità finanziaria ed economica, ma anche per la politica delle autorità centrali verso il processo di allocazione delle risorse finanziarie¹⁷. Tale possibilità, però, è esclusa dalla nuova "costituzione economica" della Germania: la raccolta di risparmio in tutte le sue forme e l'esercizio del credito sono "attività imprenditoriali" e non "funzioni di interesse pubblico". Nella riformulazione del 1961 della legge bancaria, all'organo di vigilanza viene esclusivamente attribuito il compito di garantire la sicurezza di un istituto di credito e dei suoi creditori, privandolo del compito attributogli in precedenza di "curare che gli obiettivi economici generali vengano tenuti presenti nella politica bancaria e creditizia" (art. 32, comma 1 del KWG - 1934); così come gli si nega il potere discrezionale di impedire l'accesso all'esercizio di attività bancarie per "esigenze locali e dell'economia generale" (art. 4, comma 1 del KWG)¹⁸. I legami tra banche e istituti di credito specializzati non si limitano, però, alla

¹⁶ G. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi*, Bologna, il Mulino, 1983, p. 45.

¹⁷ A. BARZAGHI, *La Repubblica Federale Tedesca*, in Camera dei Deputati, *Sistemi creditizi a confronto*, "Quaderni di studi e legislazione, n. 1, 1988, p. 72.

¹⁸ Permane, però, fino al terzo emendamento del dicembre 1984, per le filiali di banche estere.

partecipazione al capitale ma si estendono all'operatività degli istituti, dal momento che, spesso, è la banca partecipante ad intrattenere rapporti con la clientela per le operazioni sia di raccolta che di impiego. Ciò, talvolta, trova la sua giustificazione in una limitata estensione territoriale di queste istituzioni ma in altri casi, come avviene per le società di investimento, è la stessa normativa a richiedere la presenza di una banca, quale "tutela del risparmiatore e del risparmio"¹⁹.

2. Il rapporto Banca-Impresa

Nel sistema finanziario tedesco il rapporto che si è instaurato nel tempo tra banca e impresa è molto stretto, basandosi fundamentalmente su elementi fiduciari. Infatti, questo è il caso in cui può applicarsi il modello relazionale di tipo *Hausbank*, in cui la banca cerca di soddisfare tutti i fabbisogni finanziari delle imprese agendo come ausilio principale per esse²⁰. Questo rapporto, quasi esclusivo, che si stabilisce tra le due parti indirizza il cliente a rivolgersi alla "sua" banca per ricevere credito, capitale di rischio, consulenza e, in generale, tutti i servizi finanziari che reputi necessari. Da parte sua, la banca assume il ruolo del medico di famiglia, che, grazie alla confidenza e alla continua frequentazione con il paziente, è in grado di "sentire il polso" della situazione²¹.

All'interno del modello *Hausbank*, Si rinvergono sia elementi positivi che negativi. Sotto il primo profilo, l'esistenza di legami molto stretti e stabili con le imprese consente alla banca di orientare il proprio intervento finanziario sia a medio che a lungo termine, mentre l'obiettivo del profitto non viene ricercato nelle singole transazioni, ma nel complesso delle relazioni instaurate. Una maggiore trasparenza di informazioni, inoltre, riduce gli oneri di controllo sui clienti abbassando, di conseguenza, gli oneri di finanziamento e producendo una maggiore capacità di indebitamento delle imprese²². Infatti, la presenza di propri esponenti nei consigli di sorveglianza, aumentando lo scambio informativo, permette alla banca una migliore valutazione della meritevolezza del

¹⁹ Si veda per questa interpretazione: *The growth of saving through investment companies* in Deutsche Bundesbank, Rapporto mensile, giugno, 1959, p. 20 e *Recent developments in saving through investment companies*, in Deutsche Bundesbank, Rapporto mensile, gennaio, 1970, p. II.

²⁰ F. JARC, *Banche e Mercati mobiliari in Germania*, in G. FORESTIERI - M. ONADO, *Banche e Mercati mobiliari*, Milano, Egea, 1992, p. 339.

²¹ D. CARDILLI - P.E. SIGNORINI, *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, in "Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia", 1993 p. 30.

²² F. JARC, *op. cit.*, p. 339.

credito, consente di distinguere più facilmente fra illiquidità e insolvenza, evitando così che buone imprese subiscano costi ingiustificati per il credito. In genere, vi è il convincimento che il modello *Hausbank* possa garantire un sistema economico più stabile che si evidenzia, soprattutto, nelle fasi di ristrutturazione aziendale (si pensi ai casi di ristrutturazione di AEG e MAN da parte della Deutsche Bank) e nei passaggi di proprietà (ne è esempio il caso Continental-Pirelli)²³. Da un altro punto di vista, il modello *Hausbank* crea alcune “barriere all’uscita” per le imprese che si rivolgono ad una banca che offre servizi di qualità inferiore o a prezzo superiore a quelli offerti dagli intermediari²⁴. In un certo senso, si può sostenere che tale modello comprime la competitività del mercato bancario.

Si ritiene, che l’ampiezza delle possibilità operative (dirette e indirette), riconosciute dalla legge bancaria e dal diritto societario²⁵, conferiscano alla banca un “potere di influenza” sulla gestione dell’impresa di cui facilmente può abusare, ponendosi in una posizione di “dominio”²⁶. La compenetrazione tra grandi banche e grandi imprese industriali deriverebbe dal possesso diretto di quote nel capitale delle imprese e dal diritto di voto esercitato, tramite le deleghe, dalle banche nelle assemblee degli azionisti e dai mandati nei “consigli di sorveglianza”²⁷.

²³ D. DE GIOVANNI - R. PRODI - M. TORRONI, *Germania in equilibrio sulle banche*, in “Il Sole 24 Ore”, 31 maggio 1991, p. 5.

²⁴ A. STEINHEM - C. HUVENEERS, *Universal Banking: A View Inspired by German Experience*, Convegno su “The Separation of Industry and Finance and the Specialisation of Financial intermediaries”, Centre for Monetary and Financial Economics, Università Bocconi, 1 Marzo 1989, p. 15.

²⁵ Si fa riferimento alla possibilità da parte delle banche di esercitare il diritto di voto per le azioni depositate presso di esse e di avere mandati nei consigli di sorveglianza in veste di rappresentanti degli azionisti.

²⁶ Tale interpretazione del rapporto banca-impresa, che decisamente si rifà alla teoria di Hilferding sul capitale finanziario, è riportata seppure in modo frammentario, in *I problemi fondamentali dell’ordinamento creditizio tedesco*, Rapporto della Commissione Gessler, traduzione italiana a cura del Banco di Roma, 1981 (Bundesministerium der Finanzen: *Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft, Bericht der Studienkommission*, Bonn, 1978).

²⁷ L’*Aufsichtsrat* (consiglio di sorveglianza), è un organo frapposto fra il management e l’assemblea degli azionisti e composto da rappresentanti dei dipendenti e degli azionisti previsto dalla legge per tutte le società per azioni e per molte società a responsabilità limitata. Ad esso è affidato il compito di sorvegliare l’amministrazione della società, di nominare ed eventualmente di revocare gli amministratori e di compartecipare, insieme all’organo amministrativo (*Vorstand*) ad alcune decisioni “importanti” per la vita dell’impresa (art. 84 comma 1 e 3 ed art. III dell’*Aktiengesetz*).

Tab. 2 - Fonti di finanziamento alle imprese non finanziarie (in percentuale dei rispettivi totali)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Prestiti bancari	54,1	41,0	41,2	61,1	47,8	46,1	55,7	33,2	54,6	52,9
a breve termine	26,9	21,4	14,0	12,1	19,5	9,0	-3,7	-12,3	17,9	22,0
a lungo termine	24,5	16,9	27,2	49,0	28,3	37,1	54,9	45,5	36,7	30,9
Azioni	6,1	3,8	5,6	7,5	5,2	7,7	20,0	11,7	5,6	8,8
Obbligazioni	0,9	0,7	3,9	0,1	1,8	6,2	11,0	14,3	3,5	0,0
Titoli del mercato monetario	1,0	0,1	0,9	0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,5	0,3
Prestiti dalle comp. Di assic. e dai Fondi pensione	4,5	5,0	5,7	7,2	4,9	5,9	0,6	3,6	1,4	0,3
Altri fondi esterni*	33,4	49,4	42,7	24,4	41,0	34,1	13,9	37,8	35,6	38,5
di cui: prestiti all'estero**	2,7	39,1	20,2	11,4	24,3	14,3	15,2	15,7	14,5	23,4
Totale fondi esterni (mld DM)	86,8	93,2	78,2	76,6	86,5	87,0	61,6	75,8	93,5	151,0
Autofinanziamento (mld DM)	157,3	153,2	147,7	183,2	173,6	183,9	207,6	226,0	254,2	265,9

* Compresi i contributi pensionistici aziendali

** Compresi anche i crediti commerciali

Fonte: Deutsche Bundesbank, *Rapporto mensile*, gennaio 1987.

Questo quadro, caratterizzato dalla presenza preponderante degli intermediari bancari, risulta coerente con lo scarso sviluppo del mercato dei capitali: l'intensità e la qualità delle relazioni che legano le banche con le imprese hanno spinto queste ultime a rivolgersi agli istituti, piuttosto che al mercato, per finanziare la loro crescita. Il risultato è stata una sottocapitalizzazione delle imprese e una prevalenza (quasi assoluta) dell'indebitamento bancario con il mercato²⁸ (cfr. Tab. 2). I crediti delle banche verso le imprese costituivano, alla fine del 1989, poco più del 60 per cento delle passività finanziarie delle imprese stesse. Risulta, inoltre, estremamente modesto il peso delle azioni a fine 1989, costituendo il 6 per cento delle passività finanziarie totali²⁹. Non è, però, pienamente giustificata l'accusa secondo la quale la responsabilità della mancata crescita del mercato dei capitali sia attribuibile solo al sistema bancario: è innegabile che l'esistenza di stretti legami tra banche e imprese ponga le prime nella condizione di orientare la politica di finanziamento delle seconde; ma è altrettanto vero che una crescente fragilità delle imprese sotto il profilo patrimoniale non può che nuocere alla stabilità delle istituzioni finanziatrici³⁰. Di

²⁸ J. MÜLLER, H. TOMAN, *Proprietà delle imprese e finanziamento dell'attività industriale nella RFT*, in "Quaderni di Economia e Banca", n. 88, 1988, p. 149.

²⁹ C. SCHENA, *Strategie di espansione e politiche di gestione di un campione di banche*, p. 154, in R. Locatelli (a cura di), *Il sistema finanziario tedesco*, Bologna, Il Mulino, 1991.

³⁰ G. LOVATO, *In Germania la banca mista ostacola lo sviluppo della concorrenza*, in "Bancaria", n. 3, 1987, p. 37.

conseguenza, quantunque il comportamento delle banche abbia contribuito a contenere il numero delle società quotate³¹, le motivazioni che sottendono alla debolezza strutturale del mercato vanno ricercate, principalmente, nelle carenze della normativa fiscale. Infatti, l'incremento delle attività, tramite l'emissione di titoli azionari, ha ricevuto, nel tempo, un trattamento fiscale più oneroso rispetto a quello riservato al credito bancario. C'è da sottolineare, inoltre, che le lacune legislative hanno di fatto inibito la diffusione della forma giuridica della società per azioni³².

Tuttavia, il ruolo delle banche resta centrale, non solo perché il ricorso diretto al mercato da parte delle imprese private risulta ancora modesto, ma anche perché le grandi banche universali tedesche sono impegnate nel tentativo di evitare la possibile disintermediazione, attraverso la politica di *Allfinanz*. Quest'ultima comprende l'offerta alla clientela di tutti i servizi finanziari (oltre al leasing e al factoring, i servizi di consulenza finanziaria all'impresa, i prodotti assicurativi, il risparmio previdenziale, ecc.). Per cui va interpretata come logica prosecuzione della *Hausbank*, superando il semplice rapporto di finanziamento. Attraverso l'offerta di una vasta gamma di opzioni, per le quali le imprese preferiscono un ausilio di sicuro affidamento, le banche cercano di accentuare ulteriormente il legame fiduciario³³. Pertanto, l'ampliamento del catalogo dei servizi proposti può considerarsi una chiave di lettura dei segnali del superamento del tradizionale rapporto di *Hausbank*³⁴. La moltiplicazione dei rapporti di finanziamento con banche diverse da parte delle imprese, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, non implica l'abbandono della *Hausbank*, se poi l'impresa continua a rivolgersi sempre alla stessa banca per ottenere particolari servizi.

3. Le banche e il mercato dei capitali

Da quanto detto nei paragrafi precedenti, risulta che alla banca universale non è preclusa alcuna operatività sul mercato azionario. Essa, infatti, oltre a

³¹ Le banche sono sempre state poco propense a sostenere l'ammissione alla quotazione ufficiale di titoli emessi da imprese relativamente sconosciute al grande pubblico dei risparmiatori per ragioni attinenti ai rischi di compromettere la propria reputazione garantendo la qualità di siffatte imprese. Cfr. *The Share Market in the Federal Republic of Germany and Its Development Potential*, in Deutsche Bundesbank, Rapporto mensile, aprile 1984, p. 15.

³² A fine 1982 solo 2.000 imprese, pari allo 0,1% del loro numero totale erano costituite in forma di SpA. Cfr. *The Share Market in the Federal Republic of Germany and Its Development Potential*, cit., p. 12.

³³ Sul problema del superamento della *Hausbank* si veda anche C. SCHENA, *op. cit.*, pp. 149-152.

³⁴ Deutsche Bundesbank, Rapporto annuale, 1989, p. 14.

svolgere l'attività di collocamento dei titoli di nuova emissione e di negoziazione sul mercato secondario – avvalendosi di un proprio portafoglio titoli per le negoziazioni – ha anche la possibilità di sottoscrivere o acquistare azioni di imprese industriali e commerciali a fini di investimento con un elevato grado di autonomia: non è, infatti, prevista alcuna limitazione della singola partecipazione al capitale di un'impresa³⁵. Inoltre, essa può operare direttamente come commissionaria nella borsa valori, contribuendo in questo modo alla formazione dei corsi azionari³⁶.

La legge sulla Borsa (*Börsengesetz*)³⁷, infatti, non conferisce il monopolio di tale attività ad una categoria di operatori, ma si limita a prescriverne l'autorizzazione concessa dal Comitato di Direzione (*Vorstand*) della borsa (art. 3 comma 2), assieme alle condizioni necessarie per accedervi (art. 7). Non per disposizione di legge ma per consuetudine, l'ammissione alla quotazione ufficiale avviene con la collaborazione di una banca, la cui presenza garantisce la qualità dell'impresa e quindi dell'investimento³⁸. Questa funzione di "accompagnatore" è però prevista dalla legge borsistica e comporta, in ogni caso di non correttezza dell'operazione, la corresponsabilità della banca che, insieme alla società emittente, risponderà per le perdite provocate al singolo possessore di azioni (art. 45).

Non tutte le banche, però, dispongono di strutture o trovano conveniente negoziare i titoli in borsa. Ad esempio, le casse di risparmio o le banche popolari di minori dimensioni preferiscono rivolgersi ai propri istituti centrali di categoria, ai quali viene affidata la trasmissione in borsa degli ordini di compravendita e la loro esecuzione³⁹. Il conferimento diretto alle banche di una pluralità di ruoli nello scambio azionario ("supervisore" delle compravendite, operatore di Borsa, accompagnatore "responsabile" della impresa, sottoscrittore e collocatore delle azioni, negoziatore ed investitore), assieme al controllo sugli intermediari specializzati, ha posto il mercato azionario in una posizione di completa dipendenza dagli istituti. In questo modo, il mercato, privato di qualunque autonomia dal sistema bancario, perde la caratteristica di canale di finanziamento in concorrenza con le banche e, contemporaneamente, la possibilità di svolgere la funzione di impulso alla redditività e all'efficienza

³⁵ A. BARZAGHI, *op. cit.*, p. 73.

³⁶ R. LOCATELLI, *Banche, intermediari finanziari e mercato azionario*, Milano, Franco Angeli, 1987, p. 36.

³⁷ La legge borsistica tedesca del 22 giugno 1896 è tuttora in vigore, sebbene, abbia subito solo poche modifiche: una nel 1906, un'altra nel 1975 ed infine nel 1989. Essa regola la struttura e l'attività delle borse nella RFT, sia per quanto riguarda i titoli che le merci e le divise. Cfr. *Das deutsche Börsengesetz*, W. Schulz (a cura di), Frankfurt-Main, Peter Lang, 1994, p. 484.

³⁸ A. BARZAGHI, *op. cit.*, p. 74.

³⁹ R. LOCATELLI, *op. cit.*, p. 113.

dell'impresa. Tali funzioni vengono attribuite dal diritto societario tedesco ad un organo composito (*Aufsichtsrat*)⁴⁰ interno alla società, nel quale, in veste di rappresentanti degli azionisti, siedono le banche.

Negli anni Ottanta del Novecento, il numero di rappresentanti delle banche nei consigli di Sorveglianza delle 100 maggiori imprese è costantemente diminuito. Ciò permette di rilevare che gli istituti, pur non essendo predominanti, sono ben inseriti negli organi delle imprese.

Per quanto riguarda le compagnie assicurative e i fondi pensione, sebbene rivestano il ruolo importante di collettori dei flussi di risparmio a medio-lungo termine delle famiglie, si nota che la loro attività di investimento si avvale del cospicuo apporto di fondi bancari⁴¹ e dell'intermediazione delle banche stesse.

Il mercato dei titoli tedesco si caratterizza per la prevalenza delle emissioni di titoli a reddito fisso e per l'esiguo ricorso alle emissioni azionarie. Tale configurazione riflette il ruolo centrale svolto dalle banche e dalle istituzioni pubbliche in qualità di emittenti, contestualmente al marginale ricorso al mercato da parte delle imprese.

4. L'evoluzione dell'attività borsistica tedesca nel secondo dopoguerra: la riapertura delle borse valori

Prima di analizzare la riapertura e la rinascita delle attività borsistiche in Germania⁴² nel secondo dopoguerra, faremo un breve cenno a quella che fu la situazione economica generale del paese. La fine del secondo conflitto mondiale, nel maggio del 1945, significò non solo il crollo politico e militare del Reich, ma anche il collasso dell'economia e del sistema monetario⁴³. La ricostruzione, le riparazioni di guerra, le perdite territoriali, i massicci spostamenti

⁴⁰ Cfr. nota 27.

⁴¹ L'acquisizione di obbligazioni bancarie e di certificati di debito costituisce l'investimento digran lunga privilegiato. In Germania a ricorrere maggiormente all'emissione delle obbligazioni è il settore bancario, anziché quello pubblico. Parte delle obbligazioni bancarie (obbligazioni comunali) sono dirette al finanziamento del settore pubblico. I certificati di debito possono essere considerati sostituti dei depositi a termine, in quanto non soggetti a riserva obbligatoria. Essi hanno assunto dimensioni rilevanti con il consenso della Deutsche Bundesbank, nei periodi di politica monetaria particolarmente restrittiva.

⁴² Durante la seconda guerra mondiale i nazionalsocialisti intervennero massicciamente nella regolamentazione dell'attività borsistica, integrandola completamente nella politica economica dell'epoca. Si ricorda, inoltre, che le otto borse valori rimaste in seguito alla fusione e alla chiusura di molte altre interruppero la loro attività nel periodo antecedente alla capitolazione della Germania, vale a dire nel 1945.

⁴³ TH. ESCHENBURG, *Geschichte der Bundesrepublik Deutschland*, Vol. I, "Jahre der Besatzung 1945-1949", Stuttgart, Deutsche Verlagsanstalt, 1983, p. 43.

di popolazione e, soprattutto, l'assunzione del potere da parte degli alleati incisero in misura decisiva sull'andamento dell'economia tedesca nell'immediato periodo postbellico. Con la conferenza di Potsdam, dell'estate 1945, si attribuì ai quattro alleati una zona di occupazione con il compito di attuare le concordate politiche di Smilitarizzazione, denazificazione, decentramento amministrativo, deconcentrazione economica e disarmo industriale⁴⁴. La ricostruzione dell'economia tedesca riguardava tutti i settori, sia strutturali che finanziari. Un contributo importante al raggiungimento degli obiettivi di crescita e di piena occupazione venne fornito grazie al piano Marshall. Tuttavia, solo dopo la riforma monetaria (*Währungsreform*)⁴⁵ del settembre 1948 ebbe inizio la vera rinascita del paese. I quattro o cinque anni successivi a tale riforma sono stati spesso ricordati come gli anni del "miracolo economico tedesco", in quanto il paese si riprese e risorse dalle distruzioni belliche in un periodo di tempo relativamente breve. Tra la metà del 1948 e la metà del 1952, il prodotto nazionale lordo della Germania crebbe nominalmente di più dell'80 per cento, cioè del 67 per cento in termini reali, mentre la produzione industriale aumentò del 110 per cento.

La riforma monetaria fu opera di Ludwig Erhard⁴⁶, il quale condusse una massiccia operazione deflazionistica. Il Deutsche Mark (DM) divenne la nuova unità monetaria e il suo rapporto con il Reichsmark (RM) venne determinato a seconda del debito: dallo zero (debito pubblico) al 6,5 per cento (deposito bancario e contanti), al 10 per cento (ipoteche e altri debiti privati) e al 100 per cento (affitti, salari e prezzi)⁴⁷. Questa svalutazione interna eliminò imme-

⁴⁴ La politica del disarmo industriale aveva lo scopo, nella sua versione più radicale, di deindustrializzare e reagrarizzare integralmente la Germania come in particolare veniva proposto dal segretario del Tesoro degli USA Hans Morgenthau fin dal 1944. Secondo questa tendenza di pensiero, la distruzione delle industrie metallurgiche, chimiche ed elettriche, come parte integrante di una conversione all'agricoltura dell'economia tedesca, l'avrebbe privata dei mezzi materiali per condurre altre guerre. Questa proposta di un'"Europa forte, una Germania debole" fu accolta proprio negli accordi di Potsdam. Vedi TH. ESCHENBURG, *op. cit.*, p. 59.

⁴⁵ In teoria, la riforma monetaria consistette in due misure principali, la conversione della moneta e dei debiti ad un tasso di 10 Reichsmark per un nuovo Deutsche Mark (10:1) e un fondo per la perequazione delle perdite di guerra costituito con una imposta patrimoniale il cd. *Lastenausgleich*, che avrebbe corretto almeno in parte la diversità delle situazioni di chi possedeva ragioni di credito e di chi possedeva beni reali e azioni. Vedi C. KINDLEBERGER, *Storia della Finanza nell'Europa occidentale*, Milano, Cariplo-Laterza, 1987, p. 563.

⁴⁶ Ludwig Erhard, fu ininterrottamente ministro dell'Economia della RFT dal 1949 al 1963 collaborando strettamente con il primo cancelliere della nuova Repubblica Konrad Adenauer. Fautore di un'economia modificata, la cosiddetta *Sozialmarktwirtschaft*, gli fu attribuito il merito principale del *Wirtschaftswunder* "miracolo economico" che in pochi anni restituì alla Germania il suo ruolo primario in campo internazionale.

⁴⁷ Deutsche Bundesbank (a cura di), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Frankfurt/Main, 1976, p. 424.

diatamente il complicato e imbarazzante problema della circolazione del denaro, creando una sicura base di conto per la formazione dei prezzi in relazione alle reali condizioni del mercato.

Le borse tedesche, dal canto loro, avevano subito già prima del grande conflitto gravi danni funzionali; ora vi si aggiungevano anche pregiudizi di natura strutturale. Il carattere policentrico del sistema borsistico tedesco, però, rimase immutato anche dopo le fusioni e le incorporazioni di alcune borse provinciali avvenute nel 1934⁴⁸. Per la ripresa dell'attività delle borse va tenuto presente che la Borsa Anseatica di Amburgo, la più antica borsa valori tedesca, fu la prima a riaprire (9 luglio 1945). Le negoziazioni si svolgevano, allora, soltanto sul mercato libero controllato. Per le prime quotazioni ufficiali su questa piazza, infatti, bisogna attendere il primo di luglio del 1949. Seguirono, poi, la Borsa di Francoforte nel settembre del 1945, quella di Hannover nell'aprile 1946 e quella di Düsseldorf nello stesso mese. Quest'ultima, specializzata in titoli minerari, era notevolmente cresciuta grazie alla sua fusione con la Borsa di Colonia nel 1935, divenendo la borsa valori con il volume più alto di titoli trattati in tutta la Repubblica Federale Tedesca⁴⁹. La riapertura della Borsa di Berlino avvenne il 19 luglio 1950. Questa era stata chiusa soltanto il 18 aprile del '45. Anche qui iniziarono prima le negoziazioni sul mercato libero. Quelle ufficiali ripresero alcuni anni dopo, vale a dire l'11 marzo del 1952. La grave situazione in cui versava la città di Berlino contribuì a farle perdere la sua importanza come centro finanziario. La piazza di Francoforte, che ora era anche sede della *Bank deutscher Länder* (Banca degli Stati Tedeschi)⁵⁰, riaprì la sua borsa valori il 14 settembre 1945. Le negoziazioni

⁴⁸ La legge del 5 marzo 1934 modificò buona parte della legge borsistica fino ad allora in vigore. Le competenze sulla borsa furono trasferite dai Länder al Reich, vale a dire al Ministro dell'Economia dell'Impero Schacht, che era contemporaneamente anche presidente della Reichsbank. Egli esercitava così anche il controllo sulla Borsa. Si procedette in seguito a questa legislazione anche alla chiusura di molte borse provinciali. In totale furono chiuse o fuse 12 borse valori. Delle 21 esistenti prima del Gennaio 1935 ne erano rimaste solo otto. Vedi R. GÖMMELE - F.W. HENNING - B. RUDOLPH, *Deutsche Borsengeschichte*, Frankfurt/Main, Fritz Knapp Verlag, 1992, p. 277.

⁴⁹ Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf (a cura di), *Geschichte der Börse*, Düsseldorf, 1984, p. 15.

⁵⁰ Alla fine della guerra la Reichsbank cessò di esistere e siccome gli Alleati non riuscirono a trovare un accordo per la sua ricostituzione, gli Americani stabilirono autonomamente di istituire una banca centrale in ognuno dei Länder da essi controllati (*Landeszentralbanken*) modellandone l'organizzazione sul Federal Reserve System. Nel 1948 le tre potenze occidentali decisero l'unificazione economica delle rispettive zone e si poté costituire la Bank deutscher Länder. Questo sistema a due livelli, estraneo alla tradizione bancaria tedesca durò fino al 1957 quando fu istituita la nuova banca centrale la Deutsche Bundesbank con direzione unitaria e anch'essa con sede a Francoforte.

ripresero in forma rudimentale: gli acquisti e le vendite di titoli mobiliari venivano effettuate senza una vera e propria regolamentazione.

Il Comitato di sorveglianza (*Überwachungsausschuß*), istituito con l'approvazione delle forze di occupazione, stabilì le condizioni per le negoziazioni sul mercato libero controllato (*geregelter Freiverkehr*), dopo che fu riaperto il 16 dicembre 1946. Le negoziazioni avvenivano, come già prima della capitolazione, solo nei giorni dispari. Le prime riunioni di borsa erano costituite da 30 banche e tre mediatori. Man mano questi operatori aumentarono fino a raggiungere, al momento della riforma monetaria, il numero di 136, fra i quali 14 erano agenti. Il mercato ufficiale, invece, riaprì il 2 agosto del 1948.

Dal 1943 circa l'80 per cento del portafoglio titoli tedesco era conservato presso il deposito comune di giro (*Girosammeldepot*) della Reichsbank di Berlino, ora zona di occupazione russa: doveva considerarsi, quindi, irrecuperabile. Altri titoli erano stati smarriti, derubati o sequestrati. Le poche negoziazioni avvenivano solo per quei titoli che si trovavano in mani private, oppure presso il deposito "a dossier" degli istituti di credito della zona occidentale della Germania. Perciò, le borse valori di questa parte del paese decisero di accordarsi per accettare solo quei titoli il cui legittimo possesso era confermato da un certificato di negoziabilità (*Lieferbarkeitsbescheinigung*) rilasciato dalle banche⁵¹.

Un provvedimento giuridico preso a tale riguardo fu la "legge sulla rivalutazione dei titoli" (*Wertpapierbereinigungsgesetz*) del 19 agosto 1949, in vigore a partire dal primo ottobre dello stesso anno. Questa norma aveva lo scopo di rivalutare tutti gli effetti emessi prima del 8 maggio 1945 e che, al momento, non erano materialmente disponibili. La conversione dei titoli iniziò nel 1950. A metà degli anni Cinquanta, si provvide, poi, alla conversione e alla sostituzione di quasi tutti i titoli mobiliari. Con la "*Wertpapierbereinigungsschlußgesetz*" del 10 aprile 1964, invece, ebbe fine tale rivalutazione⁵². La *Wertpapierbereinigung* non soltanto permise di riprendere le negoziazioni in maniera ordinata, ma stimolò anche la ricostituzione di un sistema decentrato per il deposito dei valori mobiliari. Queste banche di deposito furono aperte presso ogni borsa valori, unendosi, in seguito, in una libera associazione la "*Arbeitsgemeinschaft Deutscher Kassenvereine*"⁵³.

Accanto ai provvedimenti giuridici si ritenne di sostenere il mercato mo-

⁵¹ Questa misura che va sotto il nome di "*Erlaß der Richtlinien für die Bescheinigung der Lieferbarkeit von Wertpapieren*" fu presa nell'ottobre del 1947.

⁵² R. GÖMMEL, *op. cit.*, p. 296.

⁵³ La banca di deposito di valori mobiliari di Francoforte (Frankfurter Kassenverein AG) ha incorporato le altre banche di deposito tedesche trasformandosi poi nel 1989 nel Deutscher Kassenverein AG.

biliare anche con altre misure. Il 2 settembre 1949, entrò in vigore la “legge sulla negoziazione di titoli” (*Kapitalverkehrsgesetz*), la quale assoggettava l’emissione di obbligazioni e di azioni all’autorizzazione del governo federale. Il compito di esaminare requisiti necessari all’emissione di titoli azionari e obbligazionari fu svolto da un comitato (*Kapitalverkehrsaußschuß*) istituito presso il Ministero delle Finanze. Tra le varie prerogative, il comitato aveva quella di determinare i tassi applicabili ai diversi titoli: ad esempio, per le cartelle fondiarie (*Pfandbriefe*) si stabilì un interesse massimo del 5 per cento, mentre il limite massimo per l’interesse delle obbligazioni industriali era fissato al 6,5 per cento. Lo scopo di tale disciplina era quello di favorire la ricostruzione del paese a condizioni di mercato meno gravose⁵⁴.

Tuttavia, a fronte di questi provvedimenti, i mercati mobiliari ripresero la loro attività solo molto lentamente. Le perdite di capitali subite durante la guerra e la sfiducia verso i titoli pubblici erano tali che si rese necessario sostenere il mercato con misure più incisive. Tale sostegno avvenne con la “legge sulla incentivazione dei capitali” (*Kapitalmarktförderungsgesetz*) del 15 dicembre 1952, la quale favoriva con agevolazioni fiscali l’acquisto di titoli da investire nell’edilizia popolare o per altri scopi di pubblica utilità. Il risultato fu quello di dividere il mercato dei titoli a reddito fisso in tre segmenti, a seconda dell’agevolazione impositiva. Nel complesso, però, se ne incrementò la domanda discriminando, di conseguenza, la diffusione del titolo azionario. Questo, infatti, non usufruì di alcuna agevolazione.

Nel frattempo, lo sdoppio del conflitto coreano, nel giugno 1950, fece sentire i suoi riflessi anche sui mercati tedeschi. I prezzi sul mercato azionario si raddoppiarono rispetto a quelli del 1948. Anche l’indice dei titoli minerari crebbe del doppio. In seguito a questi rialzi, la banca centrale fu costretta ad aumentare sensibilmente il tasso di sconto passandolo dal 4 per cento al 6 per cento⁵⁵.

Neanche la politica promozionale relativa ai capitali invogliò i privati ad investire sul mercato mobiliare, dal momento che i risparmiatori continuavano a preferire i depositi a risparmio. Sul mercato azionario e su quello obbligazionario operavano, quindi, solo gli istituti di credito. Le grandi banche d’affari tedesche divennero, allo stesso tempo, le più grandi “casse di risparmio”, grazie agli elevati importi depositati presso di loro.

Nel secondo dopoguerra, subito dopo la riforma monetaria, vale a dire nel settembre del 1948, furono emessi i primi titoli a reddito fisso sotto forma di

⁵⁴ Si ricorda che gli aiuti monetari forniti dal Piano Marshall non toccarono il mercato dei capitali tedesco.

⁵⁵ G. BRUNS - K. HÄUSER, *30 Jahre Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland*, Frankfurt/Main, Fritz Knapp Verlag, 1980, p. 187.

Pfandbriefe (obbligazioni ipotecarie) e di *Kommunalobligationen* (obbligazioni comunali) per un importo di oltre 9 milioni di DM. Anche per le obbligazioni industriali la ripresa degli scambi fu graduale. All'inizio, le società industriali avevano soddisfatto le loro esigenze finanziarie mediante prestiti bancari e la creazione interna di cash-flow. Provvidero, invece, alla raccolta di fondi mediante obbligazioni non appena il mercato iniziò a recepire queste emissioni.

Infatti, il finanziamento di lungo termine era divenuto necessario, mentre le emissioni azionarie rimasero fuori gioco a causa della debolezza del mercato azionario alla fine degli anni '40. Le misure governative summenzionate diedero un grande aiuto alle società che desideravano emettere obbligazioni industriali. Nell'ottobre del 1948 fu emesso il primo prestito obbligazionario, relativo alla società Schluchsee-Werke AG, e con esso comparvero le prime obbligazioni industriali del dopoguerra, per un importo superiore a 10 milioni di DM⁵⁶.

Un esempio di titoli a tasso variabile – che ricordano i Caps, Floors e Collars degli anni Ottanta – sono state le obbligazioni nominative emesse dalla società Rhein-Main-Donau AG di Monaco: si stabilì che l'interesse fosse di un punto superiore al tasso di sconto della banca centrale, ma non inferiore al 6,5 per cento.

Il primo prestito obbligazionario pubblico fu di 500 milioni di marchi, emesso dalle Ferrovie nel giugno del 1949. Esso fu collocato soltanto per 400 milioni e riguardò, soprattutto, gli investitori pubblici e istituzionali, vale a dire la clientela privata fu di nuovo tagliata fuori.

L'altro tentativo del governo federale, nel marzo 1951, non conobbe grande successo. Per la prima volta furono emessi titoli nuovi, i cosiddetti *Prämienschatzanweisungen* (buoni del Tesoro a premio): questi buoni denominati anche “Baby-Bonds”, a causa del loro piccolo taglio di soli 10 DM, non offrivano un tasso fisso. L'interesse veniva sorteggiato e poteva raggiungere premi che andavano dai 500 ai 50.000 DM. Il collocamento di questi valori, però, fu molto difficile, anche perché non erano introdotti in borsa. Dei 50 milioni emessi, solo 40 furono anche collocati. Questo primo insuccesso servì ad impedire l'emissione di una seconda *tranche* già prevista per l'autunno dello stesso anno.

Nel dicembre del 1951, si ebbe il primo vero e proprio ricorso al mercato dei capitali da parte del governo federale. Un consorzio di banche (denominato *Bundesanleihenkonsortium*) guidato dalla Bank Deutscher Länder, al quale appartenevano 72 istituti di credito, garantì la collocazione di obbligazioni federali ammontanti a 500 milioni di marchi, al tasso del 5 per cento con cinque

⁵⁶ R. GÜMMEL, *op. cit.*, p. 299.

anni di decorrenza. L'interesse così stabilito non sottostava ad alcuna imposizione fiscale, secondo quanto aveva disposto la legge del 15 dicembre 1952.

La città anseatica di Amburgo e il Land Hessen seguirono questa strada emettendo rispettivamente prestiti per 50 milioni di DM. Il Land Schleswig Holstein fu la prima istituzione pubblica che emise un prestito obbligazionario a condizioni "normali", vale a dire ad un tasso nominale del 7,5 per cento completamente sottoposto a tassazione fiscale.

La continua richiesta di capitali in quegli anni produsse i suoi riflessi sul "miracolo economico", determinando l'aumento dei tassi di interesse e la liberazione di nuove emissioni. Il 1953 fu un anno eccezionale per il mercato dei titoli a reddito fisso e, soprattutto, per le obbligazioni industriali⁵⁷. Tuttavia, le emissioni non presentavano importi elevati, raggiungendo, talvolta, solo i cinque milioni di DM. Se si confrontano, nei primi anni Cinquanta, i rendimenti tedeschi a lungo termine sui titoli principali con quelli statunitensi, ad esempio, emerge chiaramente che questi erano di 355 punti base più alti dei titoli dello stesso genere americani. Essi si collocavano intorno al 6 per cento con oscillazioni fra il 5,5 ed il 6,5 per cento nel corso del decennio⁵⁸.

Il mercato azionario, durante questi nove anni di dirigismo non presentava aspetti di particolare interesse. I provvedimenti legislativi intrapresi non fecero altro che discriminare i titoli azionari rispetto a quelli a reddito fisso. Infatti, essi non solo non recavano agevolazioni fiscali ma, addirittura, i dividendi relativi erano sottoposti ad una doppia imposizione. Nei primi anni del dopoguerra le imprese dovettero affrontare tutti i problemi legati ai danni subiti durante il conflitto. In questo arco di tempo, il movimento dei corsi sul mercato azionario era piuttosto contenuto: il 32,2 per cento alla fine del 1948; il 29,9 per cento a fine marzo 1949 e poi il 35 per cento a fine settembre, per arrivare al 65 per cento alla fine dello stesso anno.

Con l'aumento della produzione e dell'occupazione il capitale investito e quello circolante crebbero costantemente, in misura tale che il rapporto tra il capitale proprio e il capitale di terzi era nettamente favorevole a quest'ultimo. Il valore netto del capitale proprio di tutte le Spa ammontava nei bilanci d'apertura del 1948 all'81,8 per cento del totale; nel bilancio di chiusura dello stesso anno solo al 61,3 per cento. Come si vede, in questo periodo la quota di capitale di terzi passò dal 17,5 al 36,7 per cento. Un rapporto della confederazione delle banche del 20 gennaio 1953 affermava che, delle 426 società per azioni esistenti, solo 109 avevano distribuito dividendi del 6 per cento. Molte

⁵⁷ Ricordiamo che per questi ultimi titoli gli anni '50 e '60 sono stati i migliori visto che poi essi hanno perso man mano la loro importanza sui mercati per poi degenerare quasi completamente negli anni '80.

⁵⁸ S. HOMER - R. SYLLA, *Storia dei tassi di interesse*, Milano, Cariplo-Laterza, 1995, p. 706.

società (187), invece, non erano state in grado di dare alcun utile, mentre le restanti (128) distribuirono dividendi che andavano dal 3 al 5 per cento⁵⁹. Da questi dati risultano chiari gli effetti negativi della doppia imposizione. Da più parte, però, si avvertiva la necessità di diffondere di più i titoli azionari: un primo tentativo fu fatto con l'emissione di *Belegschaftsaktien*, ossia azioni a favore di prestatori di lavoro da parte di alcune imprese tedesche.

Altro segnale positivo per la valorizzazione del mercato azionario fu il dimezzamento dell'imposta sulle persone giuridiche dal 60 al 30 per cento degli utili da ripartire. Successivamente, con il venir meno della "legge sugli incentivi di capitale", nel dicembre del 1954, che aveva quasi esclusivamente favorito l'emissione di titoli a reddito fisso, seguì un calo nell'ammontare di questi ultimi accompagnato, invece, da un aumento delle emissioni di titoli a reddito variabile.

5. Il "miracolo economico", e i suoi riflessi sul mercato dei capitali

Il periodo qui considerato (1954-1965), definito da Bernd Baehring come periodo di "impeto e tumulto" (*Sturm und Drang*), è contrassegnato da una crescita economica senza precedenti, con conseguenti riflessi positivi (eccettuati brevi periodi di crisi) sulle borse valori.

A partire dal 1954, con l'aumento del capitale della Commerzbank⁶⁰, si ebbero i primi segnali di crescita. Le imprese elettrotecniche e soprattutto quelle chimiche, cioè quelle investite dal boom economico con livelli occupazionali elevatissimi⁶¹, furono fra le prime ad avvalersi in misura sempre più massiccia degli aumenti di capitali. Tra queste si ricordano la Farben Bayer, la Hoechst Farben, la Siemens, l'AEG, la Thyssen e la Mannesmann.

Risale a quest'epoca anche la nascita della Deutsche Bundesbank⁶², con legge 26 luglio 1956 (*Bundesbankgesetz*). La scelta della sede, a Francoforte, significò per questa città un nuovo impulso non solo per le altre grandi banche, già presenti, ma anche e soprattutto per la borsa valori. Inoltre la riconferma di Konrad Adenauer⁶³ a Cancelliere Federale, nel settembre del 1957, trasmise

⁵⁹ S. STUBLE, *Die Deutsche Nachkriegsbörse*, Tübingen, Tesi di dottorato, 1954, p. 76.

⁶⁰ Questa fu la prima grande banca ad incrementare il suo capitale sociale passandolo dai 10 ai 15 milioni di DM.

⁶¹ Il tasso di disoccupazione raggiungeva appena il 2,7 per cento collocandosi così al di sotto della media degli altri paesi industrializzati.

⁶² Più precisamente possiamo affermare che essa è nata dalla fusione tra le undici Landeszentralbanken dei singoli Länder, la Berliner Zentralbank con la Bank deutscher Länder.

⁶³ Nel 1949 fu nominato primo Cancelliere della RFT, carica che mantenne ininterrottamente fino al 1963. Nel 1957 conquistò la maggioranza assoluta per il suo partito Christlichde-

segnali di stabilità e di fiducia su tutti i mercati. Tra gli obiettivi di politica economica, infatti, il governo conservatore considerò la stabilità dei prezzi ed il riequilibrio della bilancia dei pagamenti come impegni assolutamente obbligatori.

Il 1958, poi, è ricordato come un anno di eccessiva liquidità, di una crescente propensione al risparmio con una conseguente serie di effetti psicologici positivi. Al punto che il rialzo degli indici del mercato dei capitali è rimasto nella storia dell'attività borsistica tedesca. La fine del dirigismo e l'ulteriore riduzione dell'aliquota d'imposta sugli utili distribuiti⁶⁴ lasciava ben sperare anche per la prospettiva di crescita del mercato azionario.

Sul mercato ufficiale della borsa di Francoforte, nel 1957, venivano negoziate già 281 azioni e 866 titoli a reddito fisso. Su quello libero controllato, invece, si scambiavano 54 azioni e 60 titoli obbligazionari. Per altro verso, un notevole impulso alla crescita del mercato dei titoli a reddito variabile fu dato dagli investimenti americani che affluivano massicciamente nel paese.

Fin dal 1956 cominciò il processo di internazionalizzazione dell'attività borsistica tedesca. Nel settembre di quell'anno, infatti, fu aperto un mercato libero per la negoziazione di azioni straniere. L'anno successivo si ebbe (per la prima volta dopo il 1930) l'emissione di un prestito in valuta estera, consistente in titoli obbligazionari in dollari statunitensi facenti capo alla società Petrofina di Bruxelles. Qualche anno dopo, si ebbe anche l'apertura del mercato ufficiale dei titoli esteri: il primo ad essere collocato fu un'azione della Philips ad opera della Dresdner Bank. La Deutsche Bank, invece, operò il primo prestito obbligazionario in marchi tedeschi di una società straniera, la Anglo-American Corporation of South Africa, per un importo di 50 milioni di DM.

Il mercato dei capitali tedesco si presentava, tuttavia, modesto rispetto a quello di altri paesi industrializzati. Per fronteggiare tale situazione, nel febbraio del 1957, fu istituito il Comitato Centrale per il Mercato Mobiliare (*Zentrale Kapitalmarktausschuß - ZKMA*)⁶⁵. Il compito principale di questo organo era il coordinamento dell'attività di emissione da parte dei privati e delle istituzioni. Durante le sedute, il Comitato Centrale stabiliva il tasso da applicare sui titoli a reddito fisso; inoltre esprimeva il suo parere, peraltro non vincolante, circa il volume e le condizioni relative ad ogni singola emissione. Il comitato era composta di undici (passati poi a dodici) componenti rappre-

mokratische Union (CDU). La politica interna di Adenauer, conservatrice, favorì lo sviluppo dell'economia tedesca anche grazie al lungo periodo di stabilità politica da lui garantito.

⁶⁴ L'imposta fu ridotta dal 30 al 15 per cento mentre sugli utili trattenuti l'imposta era ora del 51 per cento invece che del 45 per cento.

⁶⁵ B. BAEHRING, *Börsen-Zeiten*, Frankfurt/Main, Prankfurter Wertpapierbörse, 1985, p. 209.

sentanti le banche d'affari, quelle ipotecarie e gli istituti di credito di diritto pubblico. La banca centrale partecipava come membro fisso ad ogni seduta, mentre erano presenti sia un rappresentante del ministero delle Finanze che uno di quello dell'Economia.

Ritornando al mercato dei titoli a reddito variabile, deve notarsi che un ulteriore contributo alla sua crescita fu rappresentato da un'ondata di privatizzazioni, seppure parziali, di società pubbliche. La prima privatizzazione riguardò la società mineraria Preussische Bergwerks- und Hütten Ag (PREUS-SAG) di Hannover, avvenuta nel marzo del 1959. Il capitale della società PREUS-SAG (creata dal governo prussiano), che ora si trovava nelle mani della società madre Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks AG (VEBA), fu aumentato, nel 1959, da 75 a 105 milioni di DM. La VEBA rifiutò il suo diritto di opzione e così 30 milioni di nuove azioni furono affidate ad un consorzio di banche, il quale aveva il compito di offrirle al pubblico. Data l'ampia richiesta di queste "azioni popolari" (*Volksaktien*), che superava di gran lunga la effettiva disponibilità, il governo federale decise di collocare, già dopo alcuni giorni, altri titoli azionari in mano alla VEBA per un importo pari a 53 milioni di marchi. Alla fine, il governo federale deteneva solo il 21 per cento del capitale sociale della PREUS-SAG⁶⁶.

Nel 1960, si ebbe la seconda privatizzazione di un'impresa pubblica, quella riguardante la società automobilistica Volkswagen. Questa fu trasformata da società a responsabilità limitata (GmbH) in una società per azioni (AG), con un aumento del capitale sociale da 300 a 600 milioni di marchi. Agli inizi del 1961, il 60 per cento del capitale sociale (pari a 360 milioni di DM) venne collocato sotto forma di "azioni popolari". Lo scambio di questi titoli avvenne prima sul mercato libero controllato e, dopo alcuni mesi, sul mercato ufficiale.

La terza emissione di questo tipo di azione (*Volksaktien*) si ebbe nel 1965, in seguito alla privatizzazione della VEBA. Allora furono emessi titoli a reddito variabile per un importo di 528 milioni di DM, pari al 64 per cento del capitale sociale dell'impresa.

Lo scopo di quest'ondata di privatizzazione fu, non solo, quello di trasferire il ruolo imprenditoriale dalla mano pubblica a quella privata, ma, soprattutto, quello di promuovere la formazione di capitale tra le categorie di reddito più basse e, quindi, di divulgare gli investimenti in titoli azionari. La legislazione vigente sulle società per azioni (*Aktiengesetz*) era quella del 1937 e costituiva, ancora, una base solida per l'emissione e la negoziazione borsistica. Da più parti, però, si sentiva la necessità di apportare delle modifiche, sia per dare più voce agli azionisti ampliando i loro diritti, sia per diffondere gli

⁶⁶ G. BRUNS - K. HÄUSER, *op. cit.*, p. 183.

investimenti in titoli azionari. I titoli azionari occupavano ancora un posto secondario sul mercato finanziario sebbene ci si trovasse di fronte ad un crescente fabbisogno di finanziamento esterno, dovuto ad una elevata propensione all'investimento da parte delle strutture industriali risorte dopo la fine della guerra⁶⁷.

Le questioni maggiori, in questo periodo, si concentravano intorno alla rappresentanza e al diritto di voto delle banche nei consigli di amministrazione delle società, con riguardo al miglioramento dell'informazione verso gli azionisti. Con ciò si voleva, in effetti, ampliare i diritti degli azionisti e ridimensionare la posizione del consiglio di amministrazione⁶⁸.

Nel dicembre del 1959, fu promulgata in anteprima una "piccola riforma della legge sulle società per azioni" (*kleine Aktienrechtsreform*), riguardante tra l'altro la ristrutturazione del Conto dei Profitti e delle Perdite delle Spa; nonché la possibilità per le società di acquistare proprie azioni e distribuirle fra i dipendenti sotto forma di azioni emesse per i prestatori di lavoro (*Belegschaftsaktien*).

La "grande riforma" (*große Aktienrechtsreform*) fu emanata, invece, nel settembre del 1965, ed entrò in vigore il primo gennaio del 1966. Con questa disciplina si migliorarono ulteriormente i diritti degli azionisti, sia attraverso maggiori obblighi di pubblicità, sia attraverso una protezione specifica per gli azionisti di minoranza. La nuova legge, però, suscitò molte critiche soprattutto perché tralasciava i problemi relativi all'emissione e alla negoziazione di titoli azionari. Tuttavia, il mercato dei titoli a reddito fisso continuò ad occupare il primo posto, raggiungendo dimensioni internazionali e attirando capitali dall'estero. Esso diventò il maggiore in Europa e il secondo nel mondo, subito dopo quello degli Stati Uniti d'America.

Le banche, in questo periodo, continuarono ad essere molto forti sul mercato finanziario, dal momento che il loro sostegno all'espansione dell'attività produttiva fu sempre determinante.

Proprio in questi anni fu apportata una modifica alla legge bancaria del 1934. Nel 1961, infatti, si ebbe una riforma il cui scopo principale era quello di riorganizzare la precedente normativa, rafforzando la libera iniziativa degli istituti di credito e rendendo, quasi automatiche, le autorizzazioni in materia di apertura di nuovi istituti di credito e di sportelli, con l'apposizione di limiti all'esercizio della vigilanza⁶⁹.

Un cenno particolare merita il ruolo svolto dalla banca centrale tedesca

⁶⁷ G. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi a confronto*, Bologna, Il Mulino, p. 23.

⁶⁸ R. GÖMMEL, *op. cit.*, p. 306.

⁶⁹ L'Ufficio Federale di Controllo che sostituisce il vecchio organo di vigilanza è indipendente dalla Deutsche Bundesbank.

nell'arco di tempo qui considerato. Com'è noto, non solo nell'atto costitutivo della Bundesbank ma nella stessa Costituzione della Repubblica Federale Tedesca, il compito ad essa assegnato è la stabilità monetaria con l'obiettivo ultimo della stabilità dei prezzi⁷⁰. Nel 1959, essa arriva ad abbassare il tasso di sconto addirittura al 2,75 per cento, raggiungendo il livello più basso della storia. Tale misura, forse eccessivamente espansiva, fu, però, dettata dall'afflusso massiccio di investimenti esteri e, soprattutto, dall'abbondanza di capitali statunitensi. Tuttavia, in quest'anno si registra, per la prima volta, dal dopoguerra, un attivo della bilancia dei pagamenti che raggiungerà, nell'autunno del 1960, un livello elevatissimo. A fronte di ciò deve rilevarsi che l'ininterrotto attivo della bilancia, e soprattutto il surplus dei movimenti di capitali, avrebbe potuto costituire un pregiudizio per la stabilità dei prezzi interni. Queste preoccupazioni indussero la Bundesbank a rivalutare il marco tedesco. Il tasso di cambio tra DM e US\$ venne portato da 4,20 DM a 4 DM. Anche il rapporto di cambio con le altre monete subì, di conseguenza, una rivalutazione del 5 per cento. Questa operazione, però, non risultò adeguata, se è vero che gli eccessi di esportazione non si ridussero: il marco continuò ad essere considerato "moneta forte" e la sua richiesta aumentò a discapito della sterlina inglese. Bisogna attendere il giugno del 1962 per ritrovare una bilancia dei pagamenti riequilibrata. Ciò permise il ritorno ai "normali" tassi d'interesse: su consiglio del Comitato Centrale del Mercato dei Capitali (ZKMA), il tasso dei titoli obbligazionari passò al 6 per cento, precludendo ad un triennio di tassi stabili e ad un aumento di emissioni obbligazionarie. Questo periodo termina nel gennaio del 1965, con l'aumento del tasso di sconto dal 3 al 3,5 per cento⁷¹, arrivato nell'agosto dello stesso anno fino al 4 per cento.

Giustamente afferma Giangiacomo Nardozi che "la politica monetaria tedesca guida l'economia seguendo un suo obiettivo tipico, la stabilità monetaria, ma avendo bene presenti gli effetti sul sistema finanziario, sull'accumulazione di capitale e lo sviluppo industriale"⁷².

(Continua)

⁷⁰ Accanto a questa funzione essa deve svolgere, in assoluta indipendenza, il suo ruolo di istituto di emissione. Ad essa non è demandato il compito, come lo è invece per la Banca d'Italia, di regolamentare il sistema creditizio. La Bundesbank deve garantire solo le condizioni per l'esercizio dell'autoregolamentazione. In Germania, infatti, l'organizzazione del credito, negli istituti e nelle forme, è lasciata agli operatori del mercato. L'esercizio dei controlli, assai limitati, e la vigilanza sono affidati ad un organo di nomina governativa (*Bundesaufsichtsamt*).

⁷¹ L'ultima modifica al saggio di sconto risale, infatti, al 5 maggio 1961.

⁷² Cfr. G. NARDOZZI, *op. cit.*, p. 99.