



Dall'Unità  
ai giorni nostri:  
150 anni  
di borsa in Italia



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



Dall'Unità  
ai giorni nostri:  
150 anni  
di borsa in Italia



## **Pubblicazione a cura di Consob**

Segreteria di Redazione

**Eugenia Della Libera**

Progetto grafico e impaginazione

**Studio Ruggieri Poggi**

[www.ruggieripoggi.it](http://www.ruggieripoggi.it)

Foto archivio storico Olycom

Stampato nel mese di maggio 2011

dalla Tipolitografia Spedim

## **Consob**

00198 Roma

Via Giovanni Battista Martini, 3

t +39 06 84771 centralino

f +39 06 8416703, 06 8417707

20121 Milano

Via Broletto, 7

t +39 02 724201 centralino

f +39 02 89010696

h [www.consob.it](http://www.consob.it)

# Sommario

<b>Introduzione</b>	7
Giuseppe Vegas	
<b>1</b>	13
<b>150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme</b>	
Giovanni Siciliano	
<b>2</b>	43
<b>La regolamentazione delle società quotate</b>	
Piergaetano Marchetti	
<b>3</b>	77
<b>Borsa, territorio e sviluppo economico (1861-2011)</b>	
Fulvio Coltorti	
<b>4</b>	111
<b>Il ruolo dello Stato imprenditore e regolatore</b>	
Giandomenico Piluso	
<b>Conclusioni</b>	139
Claudio Salini	
<b>Autori</b>	149
<b>Indice</b>	151



# Introduzione

## AVVISO

„Disciplina accesso ai recinti..“  
Disciplina per il servizio di custodia e sorveglianza presso  
il carcere di massima sicurezza di Milano.

- 1) Ammucitazione
- 2) Sospensione di 15 giorni
- 3) Ritiro della tessera alla persona,  
sospensione della Ditta.





# Introduzione

Giuseppe Vegas  
**Presidente Consob**

La ricorrenza dei 150 anni dell'Unità d'Italia ci obbliga a riflettere sulla storia della nostra borsa e del nostro mercato finanziario, le cui vicissitudini sono state non meno travagliate e complesse di quelle che hanno accompagnato la vita del nostro paese. Guardarsi indietro e ripercorrere la storia della borsa è indispensabile per capire le origini strutturali dei suoi ritardi e debolezze, che affondano le loro radici nel lontano passato, ma è anche un'occasione per riflettere sulle azioni di *policy* e sulle iniziative necessarie per rilanciare il mercato azionario al fine di renderlo un canale efficiente e stabile per convogliare il risparmio del pubblico verso investimenti produttivi. Questo volume raccoglie i saggi di quattro studiosi che affrontano

da diverse prospettive la storia della nostra borsa.

Il volume si apre con un saggio di Giovanni Siciliano, Responsabile della Divisione Studi Economici della Consob, che offre un quadro d'insieme sulle dinamiche congiunturali e sulle scelte di politica economica che hanno influito sull'andamento dei corsi azionari e sulla dimensione del listino.

I successivi tre saggi approfondiscono una serie di aspetti più specifici che emergono da questa prima ricostruzione degli eventi. Gaetano Marchetti, professore di diritto commerciale presso l'Università L. Bocconi, analizza la storia della legislazione sulle società per azioni e la complessa gestazione della disciplina delle società quotate.

Fulvio Coltorti, Responsabile



dell'Area Studi di Mediobanca, analizza invece il rapporto fra la borsa e il sistema industriale, ripercorrendo le diverse fasi che hanno caratterizzato lo sviluppo delle grandi imprese italiane e il contributo alla crescita e all'accumulazione fornito dal mercato azionario.

Giandomenico Piluso, professore di storia economica presso l'Università di Siena e l'Università L. Bocconi, analizza infine il ruolo che lo Stato - nella sua triplice veste di imprenditore, regolatore e prenditore di fondi sul mercato finanziario - ha avuto sullo sviluppo della borsa.

A Claudio Salini, Responsabile della Divisione Mercati della Consob, è affidato il compito di tracciare un bilancio finale delle riflessioni e delle ricerche presentate in questo volume e di delineare i problemi e le prospettive del nostro mercato. È impossibile affrontare le sfide del futuro senza avere compreso a fondo il passato. La storia è maestra di vita non perché ci aiuta a prevedere quello che ci

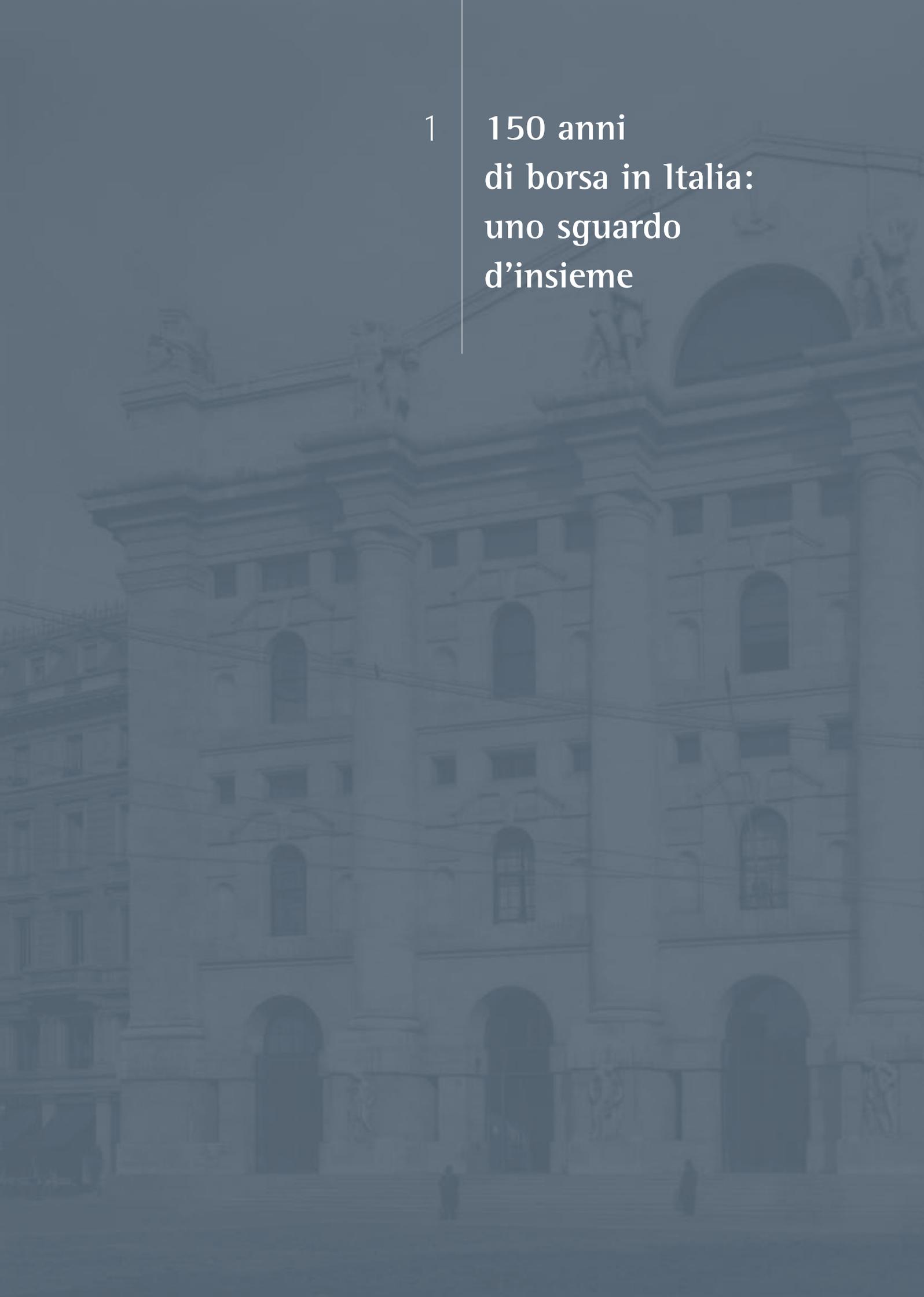
aspetta ma perché può impedirci di commettere errori fatti in passato. Spero quindi che queste ricerche e il materiale presentato in questo volume possano offrire stimoli di riflessione a tutti coloro che sono interessati allo sviluppo del mercato azionario - Autorità, industria e risparmiatori - e possano alimentare il dibattito sulle misure necessarie per fare sì che il mercato azionario diventi rappresentativo della realtà produttiva e industriale del paese e si configuri come canale di finanziamento complementare al credito bancario.

Come Ippomene che volle sfidare Atalanta, per usare un'analogia con la mitologia classica, i *policy maker* devono avere il coraggio e l'intelligenza di trovare le politiche e gli incentivi adeguati per affrontare i cambiamenti e indirizzare lo sviluppo del mercato finanziario verso assetti che non assecondino tendenze all'impoverimento del tessuto industriale e diano concreta attuazione ai principi dettati nell'art. 47 della nostra Costituzione.



1

150 anni  
di borsa in Italia:  
uno sguardo  
d'insieme





# 1 150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme

Giovanni Siciliano

## 1.1 **Dall'Unità al primo conflitto mondiale**

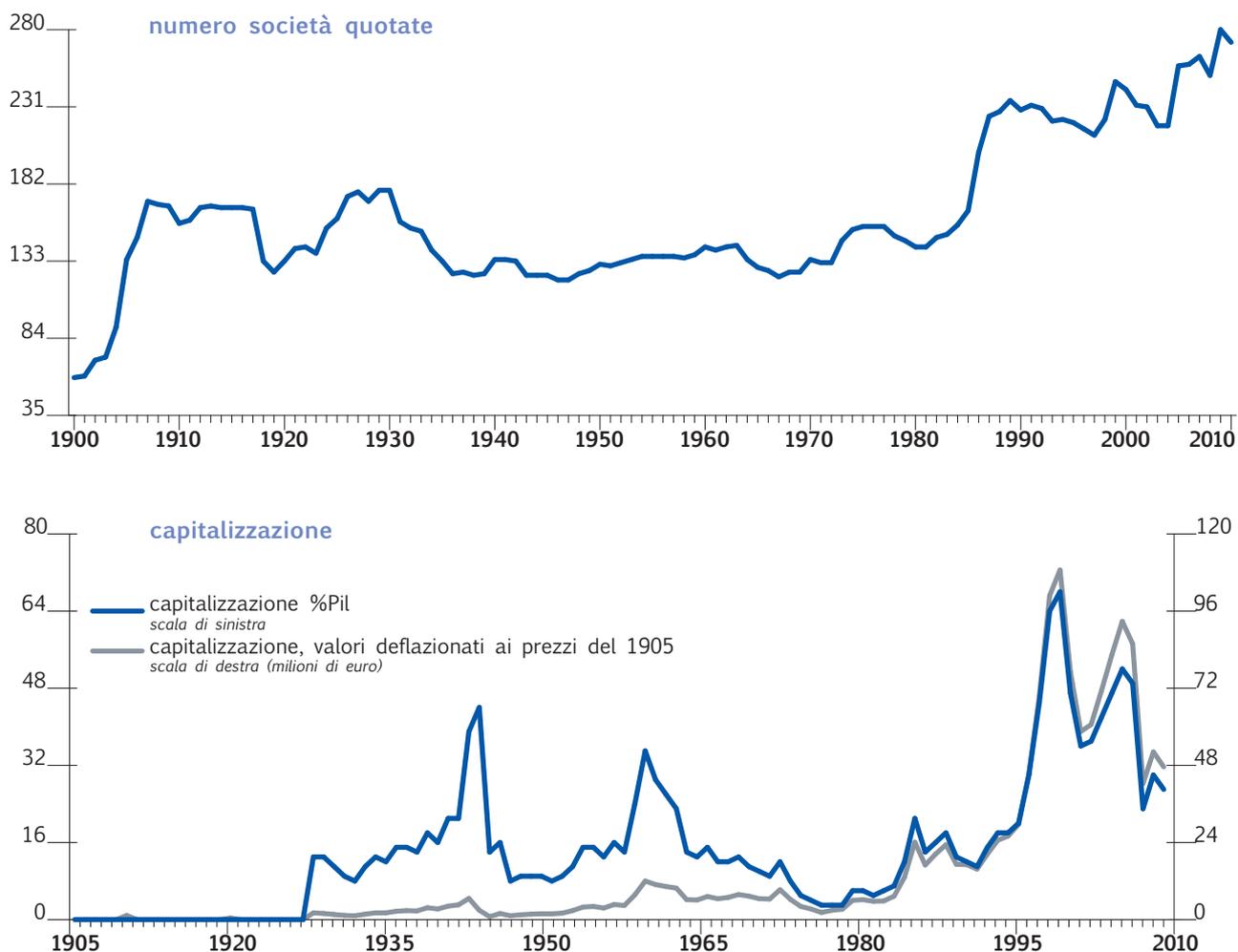
La nascita dell'istituto della borsa nel nostro paese è legata alla promulgazione del codice di commercio francese nel 1807 e all'introduzione della relativa disciplina di attuazione in Italia nel 1808.

La borsa di Roma venne tuttavia istituita precedentemente, con un decreto del 1802, mentre quella di Milano venne istituita nel 1808, per decreto del viceré Eugenio Napoleone di Beauharnais, e quella di Napoli nel 1810 grazie alla legge istitutiva varata da Giuseppe Bonaparte nel 1808; tuttavia, è solo negli anni immediatamente precedenti e successivi all'unificazione che le principali borse locali diventano pienamente attive o vengono ufficialmente riconosciute con provvedimenti

pubblici (Bologna nel 1861, Genova nel 1855, Venezia nel 1875, Torino nel 1850, Palermo 1842).

Come ampiamente illustrato nei lavori di Piluso e da Coltorti in questo volume, nella seconda metà del XIX secolo l'attività delle borse valori italiane è funzionale quasi esclusivamente alle esigenze di collocamento e di creazione di mercati secondari liquidi per i titoli pubblici. L'unificazione portò infatti a una esplosione del fabbisogno finanziario dello Stato, a causa dell'ambizioso programma piemontese di infrastrutture legato soprattutto alla realizzazione di linee ferroviarie, per la cui copertura il nostro paese dipendeva in larga misura da investimenti esteri. Lo Stato era dunque il principale attore dei listini borsistici, sia come emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie che

Figura 1.1 **Società quotate e capitalizzazione della borsa di Milano**



Fonte: De Luca (2002) e Siciliano (2001).

furono fra le prime imprese a essere quotate sui listini di borsa italiani. Coltorti, in questo volume, mostra come nel 1881 vi fossero 20 società quotate sul listino di Milano, rappresentate in prevalenza da banche e società del settore dei trasporti (cfr. Tav. 3.3 del Capitolo 3).

Si deve tuttavia tenere presente che alla vigilia del XX secolo l'Italia non aveva ancora completato il processo di industrializzazione e il suo sviluppo economico presentava un forte

ritardo rispetto ai principali paesi europei. Nel 1895 il reddito netto *pro capite* era pari a circa 14 sterline, contro le 39 dell'Inghilterra e le 23 della Francia<sup>1</sup>. Nei primi anni del Novecento, tuttavia, sotto la guida del governo liberale di Giolitti, l'Italia riesce a colmare gran parte del *gap* che la separava dai paesi più avanzati. In particolare, gli anni a cavallo fra la fine del XIX e gli inizi del XX secolo, e in particolare il periodo 1897-1907, segnano una fase di intenso sviluppo dell'economia

italiana: la produzione industriale cresce a un tasso medio annuo del 5,5% e gli investimenti in impianti ed attrezzature a un tasso del 10,5%<sup>2</sup>.

È quindi ormai consueto identificare la fase che va dall'inizio del secolo alla prima guerra mondiale come la vera e propria «rivoluzione industriale» italiana. Tale periodo rappresenta effettivamente un punto di cesura rispetto al passato, ma ciò non di meno la svolta non fu così radicale come si può pensare: la quota dell'industria manifatturiera

sul Pil, pari al 19,6% nel 1895, salì al 25% nel 1918<sup>3</sup>.

Il processo di urbanizzazione e l'aumento della produttività nel settore agricolo ebbero un ruolo non marginale nel consentire l'avvio della fase di trasformazione industriale del paese, ma il problema cruciale per la crescita dei nuovi settori *capital intensive* era rappresentato, in primo luogo, dal reperimento di adeguati mezzi finanziari per sostenere gli investimenti.

Il sistema bancario e finanziario italiano degli inizi del XX secolo, nonostante la sua relativa fragilità e arretratezza, già emersa nel corso delle crisi bancarie del 1893-1894<sup>4</sup>, ebbe un ruolo importante nel favorire il processo di industrializzazione<sup>5</sup>. Esso combinava, in un particolare ibrido, i tratti caratteristici dei sistemi anglosassoni, cosiddetti *market oriented*, e quelli del «modello renano» di banca universale o di «banca mista». Le principali banche miste dell'epoca, fra cui la Banca Commerciale Italiana (Comit) e il Credito Italiano (Credit), inizialmente controllate da azionisti tedeschi, dettero infatti un forte impulso allo sviluppo economico del paese. Le banche miste contribuirono in maniera decisiva alla crescita delle principali imprese italiane, favorendone la trasformazione in società anonime e accompagnandone l'ingresso in borsa.

Il sistema delle banche miste italiane si impegnò largamente, sia con crediti a medio-lungo termine sia con l'apporto di capitale di rischio, nel finanziamento del processo di accumulazione delle principali imprese nei primi anni del XX secolo, e lo sviluppo del

modello della banca universale in Italia portò con sé un forte impulso alla crescita del mercato borsistico. Gran parte dell'attività di scambio in borsa nei primi anni del secolo aveva tuttavia carattere sostanzialmente speculativo, essendo basata su operazioni cosiddette *leveraged*, cioè finanziate tramite riporti stipulati con le grandi banche miste dell'epoca (in particolare Comit e Credit)<sup>6</sup>. Il mercato di borsa agli inizi del Novecento era abbastanza rappresentativo della realtà industriale del paese (anche se il rapporto fra capitalizzazione e Pil era ancora assai modesto, poiché il processo di industrializzazione era ancora nella fase iniziale; cfr. Fig. 1.1) e le banche miste avevano un forte interesse allo sviluppo e al mantenimento di un mercato di borsa liquido ed efficiente. La borsa, legata a doppio filo con il sistema delle banche miste, divenne il centro di un meccanismo di intermediazione di risorse finanziarie di consistente entità. Fra il 1901 e il 1905 furono realizzati in borsa un numero elevato di aumenti di capitale<sup>7</sup>, anche sulla scia dei forti rialzi dei corsi, e le società quotate rappresentavano oltre il 70% del capitale azionario emesso in Italia. Fra il 1900 e il 1907 il numero totale di società quotate alla borsa di Milano passò da 59 a 169. Gran parte delle nuove ammissioni si concentrarono, tuttavia, nel triennio 1905-1907. Si tratta del più consistente salto dimensionale del listino italiano di tutto il ventesimo secolo. Solo l'ondata di quotazioni che si registrò a metà degli anni Ottanta è paragonabile per intensità a quella del 1905-1907 (cfr. Fig. 1.1).

<sup>1</sup> Cfr. Castronovo (1995).

<sup>2</sup> Cfr. Cotula e Garofalo (1995).

<sup>3</sup> Cfr. Castronovo cit.

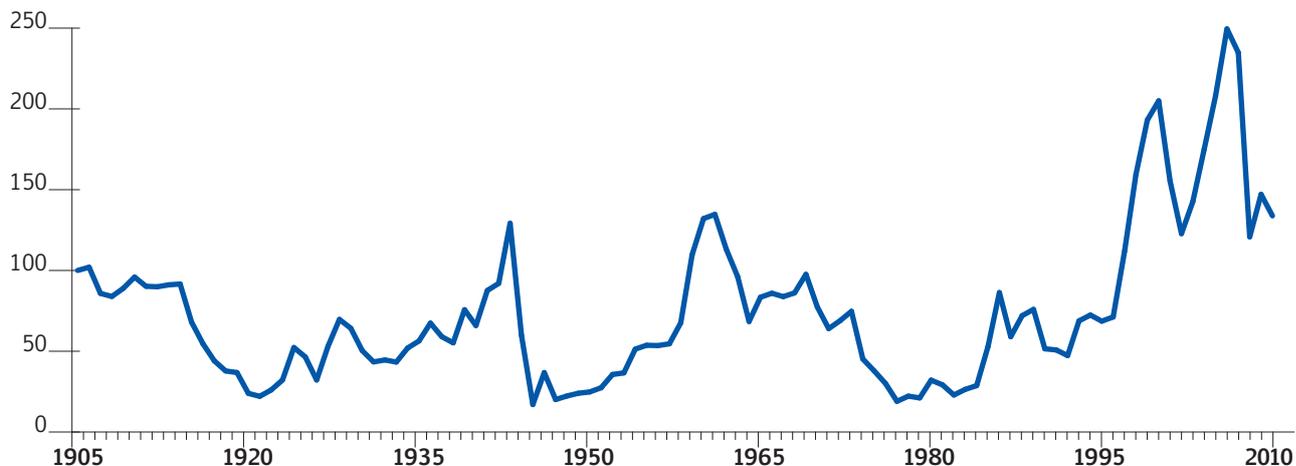
<sup>4</sup> Cfr. Da Pozzo e Felloni (1964).

<sup>5</sup> Cfr. Castronovo cit., Confalonieri (1976), Gershenkron (1965).

<sup>6</sup> Cfr., in particolare, Baia Curioni (1995), Bonelli (1971) e Confalonieri (1982).

<sup>7</sup> Cfr. Bonelli (1971). Nel periodo 1897-1907 le emissioni di azioni rappresentarono il 52% del finanziamento totale al settore non-statale (cfr. Cotula e Garofalo cit.).

Figura 1.2 **Indice di rendimento reale delle azioni italiane comprensivo del reinvestimento dei dividendi (1905=100)**



Fonte: Siciliano (2001) e Coltorti e Mediobanca in questo volume (per il periodo 1928-2010).

Il giudizio che gli storici ci consegnano sull'assetto del sistema finanziario e borsistico degli inizi del Novecento appare, tuttavia, abbastanza cauto, se non negativo, per la forte opacità delle operazioni di borsa e i conflitti di interessi strutturali derivanti dalle relazioni fra imprese industriali e banche miste<sup>8</sup>. Nonostante l'avvio positivo dei primissimi anni, il ventesimo secolo si apre con una delle fasi più buie per la borsa e per l'investimento azionario. La crisi del mercato di borsa iniziata nel 1907, e durata fino allo scoppio del primo conflitto mondiale, è stata la più profonda fra quelle che si sono poi succedute negli anni a venire. In realtà più che di un episodio si tratta di una vera e propria fase «nera» della storia della borsa italiana, che sembra averne condizionato profondamente gli sviluppi successivi; fra il 1905 e il 1920 i prezzi delle azioni scesero di circa il 76% in termini reali (Fig. 1.2). I presagi della crisi del 1907 si

ritrovano in uno dei primi episodi di *insider trading* del secolo. Nel novembre del 1906 Ferruccio Prina, presidente della Terni, risultò insolvente speculando sui titoli della propria società quotati alla borsa di Genova. L'episodio dell'insolvenza di Ferruccio Prina segna un punto di svolta che chiude la cosiddetta stagione dei «riporti facili» e individua l'inizio di una fase di progressivo distacco delle grandi banche miste italiane dal mercato di borsa<sup>9</sup>. Tecnicamente, la crisi borsistica del 1907 fu innescata da un rialzo dei tassi di interesse a breve, collegato a una crisi di liquidità internazionale, che rese problematico il rifinanziamento delle operazioni di riporto che alimentavano la speculazione rialzista. Vi fu una cospicua fuoriuscita di risorse dal mercato e la caduta dei corsi fu inevitabile. L'evento pose in luce tutta la fragilità del sistema. La riduzione del valore dei titoli a garanzia dei riporti mise in seria difficoltà la solvibilità delle banche miste,

il cui attivo era altamente dipendente dalle vicende borsistiche, comprendendo, come detto, cospicue partecipazioni nelle stesse imprese quotate. Alla fine 1907 circa un terzo degli impieghi delle banche miste consisteva in riporti e partecipazioni<sup>10</sup>. A partire dal 1907, e fino alla fine della prima guerra mondiale, la quota dei riporti sul totale degli impieghi bancari decresce continuamente, passando dal 18 al 4% circa<sup>11</sup>. È evidente come il distacco delle banche dal mercato di borsa sia stato brusco e come il venire meno della liquidità fornita dai riporti possa aver alimentato la discesa dei corsi, creando una sorta di circolo vizioso. È anche interessante osservare come la quota delle partecipazioni in azioni e obbligazioni di imprese non finanziarie rimanga, invece, sostanzialmente stabile a partire dai primi anni del Novecento. Il periodo di maggior intensità per l'attività di *merchant banking* delle banche miste italiane si è dunque

registrato proprio negli anni immediatamente precedenti il decollo del processo di industrializzazione in Italia. Il conflitto d'interessi strutturale che nasceva dalla sovrapposizione degli assetti di controllo di banche e di imprese industriali, in assenza di un quadro regolamentare definito, rappresentava uno dei punti deboli del sistema delle banche miste italiane. La fragilità di tale sistema emerse in tutta la sua evidenza con la vicenda della crisi della Società Bancaria Italiana (SBI).

Alla vigilia della crisi la SBI appariva come quella che oggi potremmo definire una dinamica e attiva *investment bank*. Fra il 1904 e il 1907 aveva contribuito a trasformare in forma di società anonima e aveva portato in borsa (mantenendone una quota del capitale di rischio) un elevato numero di società operanti nei settori che all'epoca potevano essere definiti come *high tech* (in particolare quello elettrico e delle costruzioni).

La SBI era nata da un nucleo originario di soci milanesi ma ben presto, dopo una fase di forte espansione, divenne una società controllata da azionisti genovesi. Genova era, infatti, allora la piazza finanziaria principale in Italia, e alla borsa di Genova si concentrava la quota più elevata degli scambi complessivi su titoli azionari<sup>12</sup>. Alcuni degli azionisti di controllo genovesi (ma anche veneti) che sedevano nel consiglio di amministrazione della SBI avevano legami diretti o indiretti con società industriali liguri, verso le quali riuscirono a dirottare una parte cospicua delle risorse della SBI, sia sotto forma

di finanziamenti diretti, sia sotto forma di finanziamenti a operazioni borsistiche speculative, volte a sostenere i titoli di quelle stesse imprese. D'altra parte, era ovviamente interesse della stessa SBI finanziare la speculazione al rialzo su quei titoli che essa stessa deteneva in portafoglio. La discesa dei corsi azionari pose in forte difficoltà la SBI ma anche le altre grandi banche private italiane, largamente impegnate nel finanziamento delle operazioni di borsa tramite riporti e concessione di linee di credito direttamente alle imprese<sup>13</sup>. Il salvataggio della SBI, sponsorizzato dal governo Giolitti, pose non pochi problemi tecnici<sup>14</sup>. Il crollo dei corsi azionari e le vicende della SBI determinarono una crisi di fiducia nella solvibilità delle banche miste e i pericoli più volte sfiorati di corse agli sportelli causarono un forte deflusso di liquidità dal mercato borsistico; ne conseguì una situazione di crisi che si protrasse sostanzialmente fino allo scoppio del primo conflitto mondiale<sup>15</sup>.

La crisi borsistica indusse alla costituzione dei cosiddetti consorzi per la difesa di valori azionari. Il primo nacque nel maggio del 1907 ad opera di Comit, Credit, SBI e altre imprese non-finanziarie, e con l'appoggio implicito della Banca d'Italia. L'obiettivo del consorzio era quello di «frenare il ribasso dei titoli acquistando valori fra i più accreditati»<sup>16</sup>. Un secondo consorzio si formò sulla piazza di Genova per assorbire un pacchetto di titoli che un operatore insolvente non aveva potuto ritirare<sup>17</sup>. Una terza iniziativa, che riuscì a raccogliere un ammontare di risorse più elevato rispetto alle prime due, fu organizzata e diretta

<sup>8</sup> Bonelli cit. sottolinea come «Alcune grandi banche e il gruppo di imprese che ad esse si appoggiavano tendevano a costituire altrettante organizzazioni creditizio-industriali sui generis, caratterizzate dall'aggregazione di certi nuclei di affari bancari, borsistici e industriali che, di fatto, condizionavano vicendevolmente la gestione bancaria e quella delle imprese industriali». Più impietoso è stato Sraffa, secondo cui la banca mista «rappresentò un disordinato intreccio di affari (non sempre limpidi) intorno ad un numero di imprese non diversificato».

<sup>9</sup> Cfr. Baia Curioni cit.

<sup>10</sup> Cfr. Bonelli cit.

<sup>11</sup> I dati sono ripresi dal volume *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, Collana Storica della Banca d'Italia, Roma-Bari, Laterza, 1996.

<sup>12</sup> Cfr. Da Pozzo e Felloni cit.

<sup>13</sup> Bonelli cit. riporta come fosse prassi delle maggiori imprese italiane utilizzare mezzi propri o di terzi in operazioni di borsa su azioni proprie.

<sup>14</sup> Cfr. Bonelli cit.

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> Comitato Centrale del Credito Italiano del 12 giugno 1907, in Bonelli cit.

<sup>17</sup> Fu il cosiddetto affare «Ramifera», descritto in Bonelli cit., che evidenzia ulteriormente i problemi di *governance* insiti nel modello della banca mista italiana. Si trattò di operazioni su azioni della Società Ligure Ramifera condotte dagli stessi azionisti di controllo della società, la famiglia De Ferrari, e in parte finanziate dalla stessa SBI, per via dei legami d'affari e di parentela che univano l'amministratore delegato della SBI, Paolo Bozano, con i De Ferrari.

dalla Comit nel novembre del 1907, e vi confluirono fondi e altre disponibilità della Bastogi e della Cassa di Risparmio lombarda. Nonostante gli sforzi dei consorzi di difesa le testimonianze dei commentatori dell'epoca danno un quadro efficace della gravità della crisi: «Le Borse sono abbandonate e deserte ... sembrano luoghi di desolazione, di abbandono e di rovine»<sup>18</sup>. A seguito della crisi del 1907 il governo varò il decreto sul diritto di sconto, provvedimento esplicitamente volto a colpire la speculazione al ribasso. Il diritto di sconto consisteva nella possibilità da parte dell'acquirente di azioni di non rispettare il termine predefinito per la consegna dei titoli esponendo così colui che vendeva allo scoperto al rischio di doversi ricoprire in momenti meno favorevoli e a condizioni penalizzanti. Il provvedimento fu annunciato come una misura transitoria ma in realtà rimase in vigore fino al 1936<sup>19</sup>. Lo stesso Einaudi, lucidamente, definì misure quali il diritto di sconto e l'istituzione dei consorzi di difesa «stampelle legislative» finalizzate a mantenere i corsi di borsa su valori artificialmente elevati. Nel 1913 venne varata la legge che disciplinava per la prima volta in maniera sistematica l'attività di intermediazione mobiliare. La legge stabilì una riserva di attività per la negoziazione in borsa in favore degli agenti di cambio, tagliando quindi fuori le banche miste. L'applicazione materiale di tale principio venne tuttavia sospesa fino al 1925. In questo lasso di tempo si consumò un duro conflitto fra agenti di cambio

e banche miste, queste ultime naturalmente contrarie all'eventualità di vedersi negato l'accesso diretto alle grida e alla chiusura del ruolo degli agenti di cambio<sup>20</sup>. Le lotte intestine fra gli intermediari sull'organizzazione degli scambi in borsa, e sulla più o meno rigida disciplina dell'accesso alle grida e l'impostazione complessiva della legge del 1913 furono eventi cruciali che probabilmente segnaronο negativamente lo sviluppo futuro della borsa per tutto il XX secolo<sup>21</sup>. Tuttavia, negli anni successivi altri fattori di ampia portata contribuiranno alla marginalizzazione del mercato azionario italiano.

## 1.2 Il periodo bellico

Lo scoppio del primo conflitto mondiale ebbe un contraccolpo negativo sul sistema finanziario italiano per via del massiccio processo di conversione di depositi bancari in circolante<sup>22</sup>; la stessa crisi della borsa mutò le preferenze del pubblico determinando riallocazioni di portafoglio in favore di strumenti più liquidi. A partire dal 1914, infatti, il peso delle azioni sul finanziamento totale al settore non-statale incominciò a mostrare un chiaro *trend* decrescente, lasciando spazio al finanziamento bancario, fino ad arrivare intorno al 30% circa a metà degli anni Venti<sup>23</sup>. Nel periodo 1914-1918 l'indice di rendimento totale dell'intero mercato azionario salì, in termini nominali, del 72% circa, ma, allo stesso tempo, anche per effetto della consistente espansione della

<sup>18</sup> «L'economista d'Italia», 25 gennaio 1908, citato da Baia Curioni cit.

<sup>19</sup> Cfr. Aleotti 1990.

<sup>20</sup> Cfr. Baia Curioni cit.

<sup>21</sup> In un mio lavoro del 2002 sostengo che l'impianto di fondo fortemente «dirigista» della legge del 1913, che poi rimase sostanzialmente immutato fino al 1991, ebbe probabilmente un ruolo non marginale nel determinare i successivi ritardi nello sviluppo del mercato di borsa. Luigi Einaudi non esitò a definire la legge del 1913 «un grottesco parto della sapienza burocratica italiana» (La Riforma Sociale, 24, 1913). L'impostazione «dirigista» nasceva tuttavia da una diffusa diffidenza, o vera e propria ostilità, nei confronti della borsa, vista come luogo deputato alla pura speculazione; questo atteggiamento era molto comune anche fra gli intellettuali e i politici di formazione liberale, quale lo stesso Giolitti che in Parlamento appoggiò il progetto di legge del 1913.

<sup>22</sup> Cfr. Cotula e Raganelli (1996) e Toniolo (1989).

<sup>23</sup> Cfr. Cotula e Garofalo cit.

<sup>24</sup> Cfr. Baia Curioni cit.

<sup>25</sup> Cfr. Castronovo cit.

<sup>26</sup> Per una trattazione più approfondita si veda, ad esempio, Toniolo (1993).

<sup>27</sup> Cfr. Cotula e Spaventa (1993).

<sup>28</sup> Cfr. Castronovo cit.

<sup>29</sup> Cfr. Toniolo (1989).

massa monetaria legata al finanziamento della spesa bellica, l'indice dei prezzi al consumo triplicò e la diminuzione del valore reale delle azioni fu pari al 59% circa.

La guerra, comunque, non provocò effetti particolarmente negativi sul funzionamento delle borse valori: per alcuni periodi le borse vennero ufficialmente chiuse ma i commentatori dell'epoca riportano la presenza di scambi fuori borsa ancora più attivi di quelli che si erano registrati nel periodo di borsa aperta<sup>24</sup>.

Inoltre, grazie alle immediate esigenze imposte dalla necessità di far fronte allo sforzo bellico, l'Italia completò il suo processo di industrializzazione nei settori più innovativi per l'epoca, e cioè la siderurgia e la meccanica. Nel periodo 1914-1918 l'indice della produzione industriale crebbe del 15% circa<sup>25</sup>. Le ingenti commesse pubbliche fecero lievitare i profitti e la liquidità delle principali imprese coinvolte nelle produzioni belliche, in particolare la Fiat, l'Ansaldo e l'Ilva.

L'esigenza di riconversione e di riequilibrio finanziario delle imprese cresciute, spesso in modo disordinato, nel periodo bellico, spiega parte dell'instabilità nel sistema finanziario del periodo immediatamente successivo. I primi anni Venti sono, infatti, teatro di tentativi di scalata alle banche e di crisi bancarie particolarmente gravi, quali quelle della Banca Italiana di Sconto (BIS) e del Banco di Roma, che preludevano agli episodi, ancora più gravi, innescati dalla crisi economica del 1929.

Le crisi, rese possibili anche grazie alla anomalia degli assetti di controllo delle banche

in questione, ebbero un impatto rilevante sulle vicende borsistiche, poiché coinvolsero alcune fra le maggiori imprese industriali quotate dell'epoca e le maggiori banche miste. Conviene quindi soffermarsi brevemente su tali vicende, incominciando dalla crisi della BIS<sup>26</sup>.

Nel periodo immediatamente successivo al primo conflitto mondiale il principale cliente della BIS era l'Ansaldo, impresa metalmeccanica cresciuta vertiginosamente nel periodo bellico. L'Ansaldo, tuttavia, per via di una serie di intrecci azionari, era anche l'azionista di controllo della BIS. La situazione finanziaria dell'Ansaldo, guidata dai fratelli Perrone, incominciò a deteriorarsi e ciò impose la necessità di ricorrere ai mezzi finanziari di altre banche per non peggiorare la situazione della BIS, già troppo esposta nei confronti di Ansaldo. Sulla base di questa necessità, nel 1919 l'Ansaldo tentò di scalare la Comit, rastrellandone le azioni sul mercato. La manovra creò una certa tendenza al rialzo diffusa fra i principali titoli quotati<sup>27</sup>.

La Comit si difese dal primo tentativo di *takeover* ostile nella storia della borsa italiana creando una finanziaria, la Comofin, nella quale fece confluire le azioni Comit detenute da società e gruppi «amici», azioni che la Comofin acquistò utilizzando finanziamenti concessi dalla stessa Comit. Il tentativo di scalata non ebbe quindi successo e i fratelli Perrone continuarono a ricorrere alle disponibilità della BIS per far fronte alla situazione sempre più grave in cui versava l'Ansaldo. Di conseguenza, la posizione della BIS si fece ancora più critica

e alla fine il governo e le autorità monetarie non ebbero altra scelta che procedere alla liquidazione della banca.

Sempre fra il 1918 e il 1919, la coalizione Fiat-Snia Viscosa tentò la scalata alla seconda grande banca mista milanese, il Credit, temendo che l'eventuale affermazione della concentrazione Ansaldo-Comit potesse comunque rendere più difficile la posizione competitiva della Fiat<sup>28</sup>. Il tentativo di scalata portò alla formazione di un consorzio in cui i vecchi azionisti del Credit e i gruppi Fiat e Snia Viscosa avevano un peso uguale<sup>29</sup>. Nel 1924 vi sarà ancora un tentativo di *takeover* sul Credit ad opera dei Gualino, azionisti di controllo della Snia Viscosa.

Anche questa operazione, che aveva la stessa logica di quella Ansaldo-Comit (cioè guadagnarsi un accesso sicuro a mezzi finanziari freschi), non ebbe tuttavia successo.

La vicende del Banco di Roma, che pure all'epoca versava in gravi difficoltà, si conclusero, a differenza di quella della BIS, con il salvataggio realizzato nel 1923, che consentì la sopravvivenza dell'istituto. La tecnica usata per il salvataggio del Banco di Roma fu sostanzialmente la stessa di quella che sarà poi utilizzata per il salvataggio della grandi banche miste milanesi: i crediti e gli immobilizzi industriali del Banco vennero ceduti a una finanziaria; come contropartita questa girò al Banco la liquidità proveniente dal risconto di cambiali, da essa stessa emesse a fronte delle partecipazioni in portafoglio, presso la Sezione speciale autonoma del Consorzio di sovvenzione valori industriali (CSVI). In ogni caso, alla fine del 1923 la vicenda di quella che potremmo definire la terza ondata di dissesti bancari, dopo quella del 1893-94 e dopo l'episodio della SBI nel 1907, sembrò essersi conclusa. I contraccolpi sia sul mercato finanziario in generale che su quello di borsa furono comunque rilevanti. Fra la fine del 1918 e la fine del 1922 gli indici di rendimento reale delle azioni scendono di circa il 25%. Il periodo 1923-1925 segna invece una fase di forte rialzo dei corsi azionari, sospinti dal netto miglioramento della congiuntura economica e dalla decisa ripresa di produzione e investimenti<sup>30</sup>. Gli effetti positivi della ripresa si manifestarono soprattutto nei

settori più aperti alle esportazioni (tessile e meccanico) e quelli più innovativi. In particolare, il settore elettrico incominciò ad assumere un peso preponderante nel listino di borsa: fra il 1925 e il 1935 a esso confluì oltre la metà della raccolta complessiva di capitale di rischio in borsa<sup>31</sup>.

La fase positiva del ciclo ebbe tuttavia vita breve. Già alla fine del 1925 prese avvio una fase di forte discesa dei corsi azionari. La stessa Banca d'Italia dovette concedere una cospicua linea di credito alla Softit, società creata dalle tre maggiori banche per difendere, tramite acquisti sul mercato, il valore dei titoli azionari che avevano in portafoglio<sup>32</sup>. Gli sforzi delle banche miste, come era già avvenuto nel 1907, ebbero tuttavia scarso successo.

I salvataggi bancari dei primi anni Venti implicarono una consistente espansione della base monetaria, ma la situazione recessiva e la flessione dei corsi di borsa del 1925 probabilmente indussero le autorità monetarie a non operare immediatamente una politica restrittiva<sup>33</sup>. È a partire dal 1926, invece, che la politica monetaria divenne decisamente deflattiva, con l'obiettivo esplicito di arrivare a una cospicua rivalutazione del cambio. La manovra ebbe un effetto fortemente depressivo sui corsi azionari e sulla situazione finanziaria delle imprese e delle principali banche di credito ordinario<sup>34</sup>.

Tutto il periodo 1923-1926 fu caratterizzato da una elevata instabilità valutaria, ma sul finire del periodo la lira perse in pochi mesi circa il 20% nei confronti di dollaro e sterlina. Nel 1927 venne attuata con decisione una politica

<sup>30</sup> Cfr. Cotula e Raganelli cit.

<sup>31</sup> Cfr. Baia Curioni (1994)

<sup>32</sup> Cfr. Toniolo (1993).

<sup>33</sup> Cfr. Cotula e Spaventa cit.

<sup>34</sup> Cfr. Cotula e Raganelli cit.

<sup>35</sup> Cfr. Cotula e Spaventa cit.

<sup>36</sup> Ferri (1994) documenta come la stessa instabilità finanziaria, che colpì sia le banche miste che gli altri istituti di credito, possa aver contribuito a propagare e ad accentuare gli effetti della Grande Depressione del 1929-1934 attraverso fenomeni di razionamento del credito.

<sup>37</sup> Cfr. Castronovo cit.

<sup>38</sup> Cfr. Amatori e Brioschi (1997).

<sup>39</sup> Cfr. Ricciardi (1997).

<sup>40</sup> Il caso della Comit rappresentava in maniera emblematica l'anomalia degli intrecci fra banca e impresa che sfociavano in assetti proprietari autoreferenziali. La Comofin, inizialmente controllata da un sindacato di imprese «amiche» di Comit, deteneva la maggioranza delle azioni Comit, mentre la Comit aveva poi finito per detenere la quasi totalità delle azioni Comofin. La Sofindit, scatola finanziaria in cui confluirono le partecipazioni industriali Comit, deteneva a sua volta una quota rilevante in Comofin. In sostanza, attraverso la catena Comofin-Sofindit la Comit controllava se stessa (Rodano 1983).

di intervento sul mercato dei cambi volta a rafforzare la lira, fino alla fissazione delle parità legali decise negli accordi di Londra del dicembre dello stesso anno (cosiddetta «quota novanta»). La rivalutazione fu associata a una rigida politica deflattiva che preparò la strada alla crisi del 1929.

A metà del 1928 la Fed aveva dovuto rialzare i tassi, preoccupata dalla forte salita dei corsi azionari americani, e i principali paesi europei dovettero imitare la manovra per mantenere le parità auree del *gold standard*. Dunque, mentre fu solo a metà del 1929 che si ebbe una inversione nel ciclo internazionale, in Italia era in corso una politica monetaria restrittiva già da un triennio<sup>35</sup>.

La caduta di *Wall Street* contagiò il mercato azionario italiano nel 1930. La discesa dei corsi azionari fu rilevante se valuta in termini nominali (l'indice di rendimento totale nominale scese di circa il 50%) ma la riduzione nel livello dei prezzi al consumo rese la perdita per l'investimento azionario meno drammatica in termini reali. La fase di profonda recessione incominciata nel 1929 e la parallela discesa dei corsi azionari misero nuovamente in gravissima difficoltà il sistema delle banche miste italiane, ampiamente esposte nei confronti delle principali società industriali<sup>36</sup>. Gli utili delle imprese crollarono e lo *shock* deflattivo aumentò il peso reale del loro debito, mentre gli investimenti in impianti e attrezzature si ridussero del 30% circa. Nel 1932, a fronte di depositi e conti correnti per 4,5 miliardi di lire, gli immobilizzi industriali delle banche ammontavano a 12 miliardi<sup>37</sup>.



Il salvataggio delle banche miste e delle società industriali da esse finanziate o partecipate fu possibile solo grazie all'intervento diretto dello Stato, attraverso la creazione di un ente pubblico *ad hoc*. Fra il 1933 e il 1937, con la nascita e la definitiva affermazione dell'IRI, fu possibile la sopravvivenza di almeno metà della grande industria italiana<sup>38</sup>, fra cui le principali concentrazioni industriali dell'epoca, quali la Terni, la SIP e l'Italgas. Il piano di salvataggio delle banche miste prevedeva, in sostanza, il passaggio delle partecipazioni industriali delle banche all'IRI, dietro pagamento in forma di liquidità, e l'impegno da parte delle banche miste a ridurre l'esposizione a medio-lungo

termine nei confronti delle imprese industriali.

Le sole partecipazioni in società quotate della Comit, che poi confluirono nell'IRI, nel 1933 rappresentavano circa il 10% della capitalizzazione di borsa, mentre le partecipazioni complessive della Comit rappresentavano oltre un quarto del capitale complessivo delle società anonime italiane<sup>39</sup>. L'IRI divenne anche il soggetto controllore delle banche miste in maniera quasi accidentale, grazie alla struttura anomala degli assetti proprietari delle banche stesse. Infatti, l'IRI incorporò le finanziarie che detenevano sia le partecipazioni industriali delle banche miste sia, per via degli incroci azionari, le partecipazioni di controllo nelle banche stesse<sup>40</sup>.

Ciò portò anche alla cancellazione dal listino di borsa di Comit, Credit e Banco di Roma (e di tutti gli altri titoli bancari) che vennero poi ri-quotate all'inizio degli anni Settanta. È solo nel 1956, con la quotazione di Mediobanca che il settore bancario ricomincia a essere rappresentato nel listino di borsa. Indipendentemente dagli effetti sul sistema bancario, la nascita dell'IRI segnò un punto di svolta nell'evoluzione degli assetti proprietari del sistema produttivo italiano<sup>41</sup>.

Se, tuttavia, sembra innegabile che dietro il disegno alla base della creazione dell'IRI vi fu una chiara scelta di politica economica e industriale da parte del governo fascista, non bisogna sottovalutare la oggettiva difficoltà nel cedere le partecipazioni delle banche miste a imprenditori privati con i mezzi necessari per rilevarle<sup>42</sup>. In ogni caso, almeno in una fase iniziale, la creazione dell'IRI fu un chiaro sintomo dell'assoluta impossibilità di contare sul mercato azionario per la creazione di assetti di controllo in cui il *trade off* fra liquidità dell'investimento e adeguato controllo sulle scelte manageriali trovasse un equilibrio soddisfacente. Allo stesso tempo, la scomparsa delle banche miste tolse alla borsa la spinta propulsiva che da esse era venuta nei primi anni del secolo, mentre, dal canto loro, l'IRI e l'IMI ebbero un'attività molto limitata, almeno nelle fasi iniziali della loro vita, e non seppero mai esercitare quel ruolo di stimolo allo sviluppo del mercato mobiliare che era stato proprio delle grandi banche miste<sup>43</sup>. È indubbio, comunque, che con il fascismo prenda corpo un disegno

esplicito e strutturato volto ad assoggettare l'economia al controllo completo dello Stato. Da questo punto di vista, come osserva Aleotti<sup>44</sup>, la borsa come centro di allocazione delle risorse finanziarie «indipendente», e soggetto alle sole regole degli equilibri fra domanda e offerta rappresentò un elemento del tutto incompatibile con l'impostazione della politica economica di Mussolini.

Tutti i provvedimenti regolamentari e legislativi che si susseguirono nel periodo fascista furono esplicitamente disegnati con l'obiettivo di ridurre il ruolo e il peso della borsa nel sistema finanziario italiano. In particolare, a partire dal 1935, furono introdotte limitazioni agli utili distribuibili, imposte prima proporzionali e poi progressive sulle società di capitali, controlli sugli aumenti di capitale, e soprattutto l'obbligo di acquistare buoni del tesoro inalienabili per nove anni per un importo pari a ogni acquisto effettuato in borsa. Tutti questi provvedimenti rimasero in vigore fino al 1942. Fra il 1940 e il 1942 vennero inoltre introdotte disposizioni quali l'imposta patrimoniale progressiva sui titoli azionari, il regime di nominatività dei valori mobiliari<sup>45</sup>, un'imposta sulle transazioni azionarie del 5%, e l'obbligo di un deposito di copertura del 50% per le operazioni in vendita. Negli anni successivi alla caduta del fascismo questi vincoli vennero poi in parte rimossi.

Il periodo che va dalla fine del 1942 alla fine del 1947 coincide con una fase congiunturale fortemente recessiva: il reddito netto pro-capite a prezzi costanti

<sup>41</sup> Secondo Barca e Trento (1997) la nascita dell'IRI permise una gigantesca operazione di salvataggio industriale che diede luogo alla «più rilevante riallocazione proprietaria nella storia dell'Italia unitaria».

<sup>42</sup> Alberto Beneduce, regista dell'operazione di «nazionalizzazione», era dell'idea di procedere a ri-privatizzare in breve tempo la maggior parte delle imprese entrate nell'orbita dell'IRI. Invano tentò di convincere alcuni gruppi privati (fra cui Fiat e Pirelli) a risanare la SIP, fortemente indebitata con la Comit. Nel caso dell'Italgas l'operazione di dismissione ebbe successo solo grazie alla concessione di condizioni molto vantaggiose per l'acquirente (cfr. Castronovo cit.). Più facile fu invece la cessione ai privati, nel 1934, del «gioiello» Edison, che negli anni Cinquanta diverrà poi il punto di snodo degli assetti di controllo delle principali società quotate, in particolare del settore elettrico (cfr. Toniolo cit.). Nonostante il caso Italgas, Beneduce, allo stesso tempo, era contrario all'idea di svendere le partecipazioni dell'IRI. Per questo motivo la Terni non fu ceduta alla Montecatini, e l'Alfa Romeo non fu ceduta alla Fiat (cfr. Amatori e Brioschi cit.).

<sup>43</sup> Barca e Trento cit. sottolineano, invece, come la nascita dell'IRI fu la conseguenza di una esplicita scelta politica volta alla marginalizzazione del mercato di borsa, rinunciando definitivamente a creare le premesse per lo sviluppo di un adeguato mercato privato dei capitali, con le relative regole di governo societario necessarie per sostenerlo, e a sviluppare gli strumenti e regole atti a creare quella separazione fra proprietà e controllo necessaria per la crescita e lo sviluppo di grandi imprese. Essi sottolineano come, negli anni successivi, le modalità di funzionamento e di *governance* delle imprese pubbliche rimarranno del tutto peculiari: il controllo è formalmente assegnato allo Stato ma i *managers* delle imprese pubbliche godranno di una elevata autonomia anche nelle scelte strategiche più importanti, e saranno soggetti a forme di controllo sulle *performance* assai blande da parte del potere politico.

<sup>44</sup> Cfr. Aleotti cit.

<sup>45</sup> Rossi (1986) sottolinea come tale provvedimento abbia rappresentato un tentativo di «...emarginazione del mercato dei valori mobiliari dal sistema finanziario», essendo la «nominatività obbligatoria un provvedimento che menoma in maniera decisiva le caratteristiche di trasferibilità, e quindi di liquidità, dei titoli azionari».

si dimezzò. L'iper-inflazione (fatto pari a 100 l'indice dei prezzi al consumo nel 1942, a fine 1947 salì a circa 2800) determinò una flessione del rendimento reale delle azioni nei cinque anni considerati di quasi l'80%. Il periodo 1942-1947 rappresentò dunque la seconda più importante «fase nera» per il mercato azionario italiano, dopo la crisi del 1907. A confronto l'impatto della Grande Crisi del 1929 ebbe invece effetti di gran lunga meno rilevanti sui rendimenti delle azioni. Complessivamente la crisi industriale e del modello di banca mista, gli eventi bellici e la recessione, i provvedimenti varati durante il regime fascista con la costituzione dell'IRI e dell'IMI, furono tutti fattori che contribuirono a cambiare profondamente la fisionomia e la struttura del sistema finanziario e bancario italiano, consegnando sempre più decisamente nelle mani dello Stato il ruolo di centro decisionale nell'allocazione delle risorse finanziarie, inaugurando una prolungata fase di intervento diretto nell'economia da parte dello Stato con riflessi inevitabilmente negativi sullo sviluppo della borsa.

### 1.3 La ricostruzione e il boom economico

L'indagine straordinaria sulle società per azioni condotta nel periodo della Costituente ci fornisce una delle prime rilevazioni statistiche accurate sulla struttura delle principali imprese italiane. I dati rivelarono la larga diffusione, già nel secondo dopoguerra, di gruppi piramidali, che continueranno a rappresentare uno

dei tratti caratterizzanti della struttura del listino italiano per tutti gli anni successivi<sup>46</sup>. L'indagine rivelò la presenza di una struttura tipo composta da una *holding*, spesso puramente finanziaria, preposta al controllo di società operative, spesso attraverso complesse articolazioni di *sub-holding* intermedie.

I dati mostrarono, inoltre, in particolare per le società quotate, frequenti casi in cui società industriali controllavano o avevano un'influenza rilevante su compagnie di assicurazione<sup>47</sup> e banche<sup>48</sup>.

La questione dei gruppi piramidali sarà uno dei problemi fondamentali della *governance* delle imprese quotate e del funzionamento stesso della borsa valori. Tuttavia, nei circa venti anni che seguirono la fine del secondo conflitto mondiale tali problemi rimasero in ombra, forse nascosti dall'eccezionale *performance* dell'economia reale in un periodo unico, in termini di crescita e sviluppo, nella storia dell'Italia unitaria. Gli anni della ricostruzione e poi quelli del cosiddetto miracolo economico, che vanno dal dopoguerra ai primi anni Sessanta, rappresentano inoltre uno dei periodi più favorevoli per l'investimento in azioni nell'arco di tempo da noi considerato. Tra la fine del 1947 e la fine del 1961 il rendimento reale medio annuo (composto) è di circa il 15%. Le determinanti della eccezionale crescita economica del secondo dopoguerra sono ascrivibili a diversi fattori, sia interni che legati alla congiuntura internazionale<sup>49</sup>. Fra i fattori interni che contribuirono a favorire il processo di accumulazione vanno sicuramente annoverati la stabilità

<sup>46</sup> Trento (1993) nota come negli anni immediatamente precedenti il 1913 prenda avvio un deciso processo di concentrazione del controllo e di formazione di gruppi piramidali, favorito anche dal risanamento finanziario delle imprese dovuto alle commesse pubbliche e ai profitti bellici. Il fenomeno ha probabilmente avuto uno sviluppo negli anni successivi al 1913, ma l'indagine della Costituente ci rivela come già a metà degli anni Quaranta esso avesse diffusamente permeato gran parte del tessuto economico e produttivo del paese.

<sup>47</sup> La Ras era nell'orbita del gruppo Pesenti, La Fondiaria era controllata dalla Snia Viscosa (per poi passare sotto il controllo del gruppo Montedison); più recente è il passaggio della Toro sotto il controllo della Fiat (cfr. Battilossi 1992).

<sup>48</sup> La Sade controllava il Credito industriale di Venezia, Italcementi aveva una presenza rilevante nella Banca provinciale lombarda di Bergamo e nel Credito commerciale, Edison assunse il controllo del Banco Lariano (ceduto poi nel 1977 al San Paolo di Torino), la Fiat era presente nella Banca popolare di Novara, la Bastogi nella Banca popolare di Valdagno e La Centrale nella Banca popolare di Milano.

<sup>49</sup> Una nota analisi delle determinanti del cosiddetto «miracolo economico» italiano è stata elaborata da Fuà (1965).

politica e il clima di elevata distensione nelle relazioni sindacali. Le stime della Banca d'Italia riportano come dal 1953 al 1961 i salari aumentarono del 47% circa mentre la produttività del lavoro aumentò dell'84%<sup>50</sup>. Anche la rapidissima apertura verso l'estero dell'economia italiana, generata dalla progressiva liberalizzazione degli scambi commerciali, favorì un agevole processo di crescita e accumulazione da parte delle imprese maggiori, sia quelle appartenenti ai grandi gruppi privati che quelle pubbliche nell'orbita dell'IRI, la cui posizione competitiva sui mercati esteri era rafforzata dal basso costo del lavoro e allo stesso tempo potevano contare su rendite oligopolistiche sul mercato domestico. L'elevato tasso di accumulazione rese possibile un rapido processo di modernizzazione tecnologica del sistema produttivo italiano, che, potendo beneficiare, come sottolinea Fuà, del vantaggio dei *late comers*, si posizionò sugli standard tecnologici più elevati dell'epoca, facendo registrare un salto qualitativo elevato rispetto ai sistemi produttivi relativamente arretrati utilizzati nel periodo pre-bellico<sup>51</sup>. L'eccezionale *performance* del mercato azionario nel secondo dopoguerra è quindi associata a un notevole aumento della produttività complessiva dei fattori, dovuta sia all'adozione di tecnologie produttive più avanzate sia alla presenza di rendimenti crescenti e all'adeguamento dello *stock* di capitale fisso utilizzato al livello ottimale<sup>52</sup>. Fra il 1947 e il 1953 circa il 54% degli aumenti di capitale delle

società per azioni italiane transitò per il mercato borsistico<sup>53</sup>; inoltre, vennero abolite l'imposta cedolare sui dividendi (reintrodotta poi nel 1962), l'imposta sulla negoziazione dei titoli azionari, e le limitazioni alla distribuzione degli utili societari. Tuttavia, Barbiellini Amidei e Impenna (1999) osservano come negli anni della ricostruzione e del miracolo economico la borsa italiana non riuscì a fare un vero salto di qualità: a partire dal secondo dopoguerra (e fino a metà degli anni Ottanta) il numero di società quotate rimase sostanzialmente invariato; il flusso di entrate e uscite dalla borsa creò un certo rinnovamento nel listino, ma, complessivamente, i settori industriali rappresentati nel listino rimasero quelli più tradizionali e meno innovativi rispetto al panorama delle principali imprese non quotate.

#### 1.4 **Gli anni Sessanta e Settanta: nazionalizzazioni, ristrutturazioni e l'ascesa delle imprese pubbliche**

Gli anni che vanno dal 1962 al 1972 furono caratterizzati da una forte correzione al ribasso degli indici azionari, pur in un contesto di moderata crescita dell'indice dei prezzi al consumo. Una delle spiegazioni della *performance* negativa del mercato azionario in questo periodo si basa sul peso eccessivo delle operazioni di aumento di capitale da parte delle imprese quotate. La tesi, in particolare, è sostenuta da Lamfalussy (1972), secondo cui dal 1957 al 1965 le imprese quotate dei principali paesi europei

<sup>50</sup> I dati sono citati da Castronovo cit.

<sup>51</sup> Su quest'ultimo punto l'analisi di Fuà ha trovato un riscontro empirico puntuale nel lavoro di Rossi e Toniolo (1994). Rossi e Toniolo stimano un indicatore di «puro» progresso tecnologico a livello aggregato per l'economia italiana, definito in termini di elasticità dell'*output* complessivo al progresso tecnico, depurata per gli effetti sulla produttività legati a economie di scala e ad aggiustamenti dello *stock* di capitale al livello desiderato. Tale indicatore risultava pari a 1,61 nel periodo 1919-1939 e sale a 2,26 nel periodo 1946-1963, per poi ridiscendere a 0,57 nel periodo 1964-1973.

<sup>52</sup> Cfr. Rossi e Toniolo (1994).

<sup>53</sup> Cfr. Aleotti (1990), cit.

<sup>54</sup> Cfr. Lamfalussy (1972).

<sup>55</sup> Cfr. Graziani (1975).

<sup>56</sup> Cfr. Boltho (1986).

<sup>57</sup> Cfr. Fuà (1992).

<sup>58</sup> Cfr. Graziani cit.

avrebbero fatto un eccessivo ricorso alle emissioni azionarie (per finalità di riequilibrio della struttura finanziaria) rispetto alla dimensione dei relativi mercati dei capitali, e tale fenomeno avrebbe contribuito a deprimere i corsi delle azioni.

Nel caso dell'Italia la spiegazione avanzata da Lamfalussy non trova pieno riscontro: nel periodo 1957-1965 il rapporto medio fra aumenti di capitale a pagamento e capitalizzazione di borsa<sup>54</sup> risulta pari al 2,7%, contro il 3,9% del periodo 1947-1956 e il 4,9% dal dopoguerra al 1998. È difficile quindi argomentare che negli anni in esame gli aumenti di capitale abbiano esercitato una pressione particolarmente elevata rispetto alle dimensioni del mercato borsistico dell'epoca.

Anzi, probabilmente la riduzione dei corsi fece sì che il peso medio degli aumenti di capitale sulla capitalizzazione scendesse ulteriormente all'1,1% nel periodo 1966-1972.

In realtà, la discesa degli indici di prezzo e di rendimento delle azioni coincise in maniera abbastanza precisa con un'inversione di tendenza nell'andamento congiunturale dell'economia italiana. Il 1963 identifica, infatti, un punto di svolta nell'andamento del ciclo e segna la fine del periodo del cosiddetto «miracolo economico»<sup>55</sup>.

Una delle linee interpretative che spiegano il forte rallentamento del tasso di crescita a partire dai primi anni Sessanta riconduce la caduta dei profitti e del tasso di accumulazione all'incremento dei salari, legato all'inasprimento delle relazioni sindacali e al mutato

scenario competitivo internazionale.

Nel 1969 si ebbero le manifestazioni più acute del deterioramento dei rapporti fra sindacati e imprese che sfociarono in una serie di lotte e scioperi particolarmente duri e prolungati. Magnani (1994) sottolinea come nel periodo successivo ai primi anni Sessanta la crescita del Pil continuò a ritmi sostenuti e in tutto il periodo 1964-1969 le condizioni macroeconomiche complessive rimasero favorevoli. Egli attribuisce il forte rallentamento dell'attività di investimento e accumulazione al rafforzamento del ruolo dei sindacati e al mutamento del clima nelle relazioni industriali, tutti sviluppi alimentati anche dall'emergere fra i partiti politici di sinistra di progetti volti a realizzare un più diretto coinvolgimento dei lavoratori nella vita delle imprese. Secondo una diversa linea interpretativa, invece, l'esaurimento della fase di eccezionale crescita degli anni Cinquanta è da ascrivere al venire meno di ulteriori e sostanziali possibilità di riallocazione di fattori produttivi (in primo luogo il lavoro) dall'agricoltura all'industria<sup>56</sup>.

La quota sul prodotto interno lordo dell'agricoltura passò dal 27% circa nel 1949 al 10% nel 1970, e tale riduzione fu dovuta essenzialmente alla diminuzione della forza lavoro impiegata in questo settore<sup>57</sup>. Il fenomeno è infatti riconducibile anche agli imponenti flussi migratori che interessarono il Sud dell'Italia nel ventennio successivo alla seconda guerra mondiale. Augusto Graziani riporta che fra il 1951 ed il 1971 non meno di quattro milioni di

persone lasciarono il Mezzogiorno per dirigersi, in oltre la metà dei casi, verso le regioni del Nord dell'Italia<sup>58</sup>.

Le rilevazioni sui bilanci delle principali imprese italiane (coincidenti sostanzialmente con le principali imprese quotate) effettuate da Zanetti (1975) ci permettono di caratterizzare meglio l'andamento della congiuntura nel periodo 1963-1972. Zanetti individua sostanzialmente due sotto-periodi nel decennio considerato. Nel primo (1963-1968) si ebbe un forte rallentamento dell'attività di investimento e accumulazione, ma una sostanziale stabilità nel livello degli utili delle imprese, mentre nel secondo (1969-1972) vi fu una netta ripresa dell'attività di investimento, ma un forte peggioramento della redditività. Le spiegazioni della *performance* negativa della borsa a partire dal 1962, come sottolinea Aleotti<sup>59</sup>, vanno ricercate anche nel mutato scenario politico che caratterizzò i cosiddetti anni del centro-sinistra, anni in cui riemerse un nuovo atteggiamento di diffidenza e ostilità nei confronti della borsa da parte della classe politica italiana. Prendeva corpo il progetto del «governo politico» dell'economia e della «programmazione economica», attuate attraverso i controlli amministrativi sui flussi finanziari e l'espansione del sistema delle partecipazioni statali, progetto rispetto al quale la borsa non poteva che risultare un fattore estraneo o addirittura di disturbo. Uno dei primi provvedimenti dei governi di centro-sinistra che ebbe un effetto fortemente negativo sul mercato di borsa fu la decisione

di procedere alla nazionalizzazione dell'industria elettrica. Per capire fino in fondo l'impatto che la vicenda poté avere, bisogna tenere presente che all'epoca l'industria elettrica rappresentava la «vetta» della parte privata del capitalismo italiano<sup>60</sup>. La principale società elettrica era la Edison che, insieme alla Bastogi, era al centro di un intreccio di partecipazioni azionarie incrociate che coinvolgevano altre società quotate e finanziarie con interessi nel settore elettrico<sup>61</sup>. Le altre società elettriche, tutte quotate, erano la Sade, la Centrale, la Sip e la Sme. La decisione di nazionalizzare l'industria elettrica portò nel 1964 alla cancellazione dal listino di molte delle società elettriche allora quotate. Ancorché l'impovertimento del listino che ne conseguì ebbe sicuramente un effetto negativo per la borsa, il problema fondamentale fu costituito dal fatto che la procedura finì per essere penalizzante per i piccoli azionisti delle società elettriche. Infatti, il piano di nazionalizzazione fu realizzato attraverso l'espropriazione degli impianti e la concessione di un indennizzo alle società, senza un rimborso diretto agli azionisti (attraverso, ad esempio, quella che oggi definiremmo come un'Opa totalitaria sul capitale delle società). Le società elettriche non vennero quindi immediatamente liquidate e i piccoli azionisti si ritrovarono in mano titoli di società spesso non più quotate e per giunta svuotate dei loro principali *assets*, senza contare che i piani di indennizzo furono lenti e farraginosi. L'idea che mosse il governo fu quella di dare fiducia agli imprenditori delle

società ex-elettriche, assegnando loro delle risorse finanziarie da reinvestire in altri settori produttivi<sup>62</sup>. Venne, tuttavia, totalmente ignorato il diritto dei piccoli azionisti di recedere da imprese che mutano radicalmente oggetto sociale. La nazionalizzazione dell'industria elettrica fu un evento di portata storica per il capitalismo privato italiano, come giustamente enfatizzano Scalfari e Turani (1974). Esso condizionò profondamente gli eventi futuri e ridisegnò la mappa degli assetti produttivi e finanziari della grande industria italiana. La nazionalizzazione, infatti, iniettò nel sistema mezzi freschi (ovvero crediti fruttiferi nei confronti dell'Enel) per circa 1.500 miliardi di lire (pari a oltre 25.000 miliardi ai prezzi del 1998, ovvero il 4% circa del Pil del 1964), di cui solo 400 destinati alle imprese elettriche controllate dall'IRI (cioè Sme e Sip). Si trattò quindi di una riallocazione di mezzi finanziari verso il sistema privato paragonabile solo a quella che circa trenta anni prima permise il salvataggio delle grandi banche miste. L'utilizzo delle risorse provenienti dagli indennizzi elettrici avrà un impatto relevantissimo sugli assetti proprietari e di potere di alcune delle principali società quotate in borsa dell'epoca, *in primis*, come diremo di seguito, la Montecatini e la Edison, ma indirettamente sugli equilibri complessivi dell'*establishment* del capitalismo privato italiano. Molte delle operazioni che di seguito analizzeremo, indipendentemente dal giudizio di merito circa l'opportunità

<sup>59</sup> Op. cit.

<sup>60</sup> Cfr. Amatori e Brioschi cit.

<sup>61</sup> A partire dagli anni Trenta la Bastogi svolse un ruolo di garante degli equilibri di potere all'interno dei principali gruppi quotati del tutto simile a quello che poi, come illustreremo, svolgerà Mediobanca a partire dagli anni Sessanta. Al patto di sindacato che governava la Bastogi partecipavano, all'inizio degli anni Cinquanta, praticamente tutti i principali gruppi quotati (Fiat, Pirelli, Montecatini ed Edison), oltre alle principali società finanziarie e assicuratrici (Ras, Generali, La Centrale, Italmobiliare), tutti gruppi nei quali la stessa Bastogi deteneva partecipazioni spesso rilevanti. La Bastogi si specializzò anche in operazioni di intermediazione mobiliare, curando molti collocamenti in borsa di azioni e obbligazioni (cfr. Battilossi op. cit.).

<sup>62</sup> La Edison utilizzò gli indennizzi per diversificare nella chimica e petrolchimica; la Pirelli effettuò un aumento di capitale da 1,4 miliardi di lire per acquisire tre società elettriche (una proveniente dalla Edison e un'altra dalla Centrale) che vantavano crediti nei confronti dell'ENEL per sette miliardi di lire (cfr. Colajanni 1991). Seguirono poi un numero elevato di fusioni fra società ex elettriche che portarono alla cancellazione di 24 titoli fra il 1963 e il 1965 (cfr. Amatori e Brioschi cit.). Sull'utilizzo degli indennizzi da parte di Centrale, Sip, Sme e Bastogi si veda Scalfari e Turani (1974).

<sup>63</sup> Op. cit.

<sup>64</sup> Cfr. Amatori e Brioschi cit.

<sup>65</sup> Cfr. Scalfari e Turani cit.

<sup>66</sup> *Ibidem*.

<sup>67</sup> Per una più dettagliata descrizione della vicenda non si può che rimandare ancora alla magistrale ricostruzione dei fatti in Scalfari e Turani cit.

<sup>68</sup> Cfr. Colajanni cit.

<sup>69</sup> Cfr. Barca e Trento cit.

industriale e strategica, mettono in luce quello che sarà uno dei problemi di fondo del funzionamento della borsa, e cioè la presenza di un sistema di regole adeguato per tutelare gli azionisti di minoranza in occasione di operazioni poste in essere fra società appartenenti allo stesso gruppo o a gruppi «amici». Ad esempio, appena varato il provvedimento di nazionalizzazione, la Edison si affrettò a incorporare tutte le principali società elettriche controllate (fra cui le quotate Edison Volta, Elettrica Bresciana e Dinamo), insieme ad altre sue controllate operanti nel settore chimico, per un totale di 16 incorporazioni. Secondo Scalfari e Turani<sup>63</sup>, l'obiettivo del riassetto societario fu quello di convogliare le risorse degli indennizzi delle società elettriche verso altre società controllate a bassa redditività, e comunque con immediate esigenze di mezzi freschi, attraverso movimenti di fondi all'interno della nuova Edison post-incorporazioni, piuttosto che attraverso operazioni e prestiti infra-gruppo che avrebbero inevitabilmente lasciato tracce nei bilanci delle singole società incorporate. Non abbiamo informazioni sui rapporti di concambio decisi, ma c'è da immaginare che gli azionisti di minoranza più accorti di Dinamo o Edison Volta probabilmente non furono entusiasti dell'operazione. L'iniezione di liquidità degli indennizzi elettrici diede avvio a metà degli anni Sessanta ad altre importanti operazioni di riassetto di società quotate che minarono fortemente la credibilità del mercato di borsa. Nel 1964 si fusero la Montecatini,

enorme complesso chimico-minerario, vero e proprio «gigante malato» dell'industria italiana<sup>64</sup>, e la Sade. L'obiettivo della fusione era quello di incanalare in Montecatini la liquidità Sade proveniente dagli indennizzi della nazionalizzazione, ma il rapporto di concambio fu estremamente penalizzante per gli azionisti Sade<sup>65</sup>.

Qualche anno prima, fra il 1960 e il 1961, la stessa Montecatini era riuscita a mettere in piedi una complessa operazione che si sostanziava nella realizzazione di una partecipazione incrociata con la sua controllata Fidia, cui partecipavano fra l'altro l'Iri della famiglia Agnelli, la Pirelli e Mediobanca. La Montecatini comprò dall'Iri la Vetrocoke, pagandola con proprie azioni rivenienti da un aumento di capitale *ad hoc*. Successivamente l'Iri cedette alla Fidia le azioni Montecatini ricevute in cambio del 15% della stessa Fidia. La Fidia finì quindi per detenere il 7% della controllante Montecatini<sup>66</sup>. Nel 1965, dalla fusione fra Montecatini e Edison, nacque la Montedison<sup>67</sup>. La nuova società, che fu per molti anni una delle prime imprese quotate per capitalizzazione, presto si trasformò in una conglomerata, con rilevanti partecipazioni anche in campo finanziario (provenienti da Edison), operante in settori dai quali potevano nascere scarse sinergie operative e commerciali<sup>68</sup> e con complessi problemi di coordinamento manageriale. Alla vigilia della fusione gli assetti proprietari di Montecatini ed Edison erano organizzati secondo un modello autoreferenziale analogo a quello delle banche

miste agli inizi del secolo. Montecatini controllava la finanziaria Fidia, che a sua volta come detto deteneva il 7% di Montecatini; la Edison controllava la Itlpi che a sua volta partecipava Edison. Il progetto di fusione fu quindi sottratto a qualsiasi scrutinio da parte del mercato e da parte dell'autorità pubblica (l'Iri deteneva il 6% di Montecatini)<sup>69</sup>. Il giudizio del mercato si manifestò però qualche anno dopo quando, nel 1968, i prezzi della Montedison crollarono da 2000 a 1350 lire (a fronte di un andamento sostanzialmente stabile dell'indice generale di borsa). Due anni dopo la sua nascita, la Montedison, con l'obiettivo di razionalizzare e semplificare la struttura del gruppo, incorporò in un colpo solo, in maniera analoga a quanto aveva fatto la Edison solo pochi anni prima, ben 31

società, di cui molte quotate in borsa. Anche questa volta non abbiamo informazioni accurate sui rapporti di concambio, ma si ha la sensazione che anche questa operazione sia stata sottratta a qualsiasi scrutinio da parte del mercato e degli azionisti di minoranza.

All'impatto negativo delle vicende, per così dire «chimico-elettriche», si aggiunsero, sempre in quegli anni, i provvedimenti, forse ancora più penalizzanti per la borsa, adottati dai governi di centro-sinistra in materia tributaria. Come anticipato, nel 1962 fu reintrodotta una ritenuta d'acconto sui dividendi del 15%. Nel 1964 venne concesso agli azionisti di optare fra una ritenuta d'acconto del 5% o una ritenuta a titolo definitivo (cosiddetta «cedolare secca») del 30%. Ma nel 1967 la cedolare secca venne eliminata e la ritenuta d'acconto venne riportata al 15%. E ancora nel 1974 venne reintrodotta l'opzione fra la cedolare secca del 30% e la ritenuta d'acconto del 10%. La cedolare secca venne ancora aumentata al 50% nel 1976. È solo nel 1977, con l'adozione della cosiddetta legge Pandolfi, che venne introdotto il credito d'imposta sui dividendi e si eliminò la doppia tassazione degli utili societari, ponendo fine alla schizofrenia della politica fiscale del governo in materia di tassazione dei dividendi. Ancora una volta, dopo l'esperienza del 1943-1947, fu un nuovo periodo di iper-inflazione, legato allo *shock* petrolifero del 1973 e al forte deprezzamento del cambio della lira (che sempre nello stesso anno uscì dagli accordi di cambio europei allora

definiti con il termine «serpente monetario»), a determinare un altro periodo «nero» per l'investimento in azioni. L'episodio inflazionistico legato allo *shock* petrolifero fu meno violento di quello degli anni Quaranta ma più persistente: gli anni dal 1973 al 1983 furono caratterizzati da un'inflazione a due cifre, pari in media al 20% e con valori massimi fino al 27% nei primi anni Ottanta. Le forti perdite per titoli azionari furono, tuttavia, dovute al fatto che, nonostante l'elevata inflazione, si registrò anche una forte caduta dei prezzi nominali delle azioni; si registrò una perdita reale complessiva per l'investimento in azioni paragonabile a quella dell'iper-inflazione degli anni Quaranta. Come mostra la precedente figura 1.2, negli anni dal 1963 al 1978 si assiste a una integrale distruzione, in termini reali, della ricchezza accumulata in borsa nel periodo della ricostruzione e del *boom* economico del secondo dopoguerra. In questo periodo negativo per la borsa emergono con grande evidenza gli effetti devastanti di una pressoché totale assenza di regole di funzionamento del mercato: nel periodo 1969-1972 gli episodi legati alle vicende dei vari Sindona, Bonomi, Calvi, segnarono irrimediabilmente la reputazione del mercato e minarono la fiducia dei risparmiatori nei confronti del funzionamento della borsa e dell'investimento in azioni. In quegli anni anche tra gli economisti emerge con forza l'idea che il mercato di borsa di allora fosse solo un teatro di manovre speculative svolte ai danni dei piccoli azionisti. Nel 1973, infatti,

<sup>70</sup> Cfr. Vercelli (1986).

<sup>71</sup> Cfr. Colajanni cit. e de Cecco e Ferri (1996).

<sup>72</sup> Cfr. Amatori e Brioschi cit.

<sup>73</sup> Mediobanca entrò nel capitale di Fiat nel 1965. Successivamente essa organizzò sia l'entrata che l'uscita del capitale libico da Fiat, e guidò le operazioni di diversificazione della Fiat, che arriverà a detenere una partecipazione strategica nella stessa Montedison. Mediobanca era invece nel capitale della Pirelli già dal 1958. Mediobanca assistette la Pirelli nelle complicate operazioni di alleanze societarie con la Dunlop e nell'ancora più complicate operazioni di riassetto di partecipazioni derivanti dallo scioglimento di tali alleanze. Successivamente ridisegnò l'assetto societario del gruppo creando una catena di controllo verticale che consentiva alla Pirelli & C. di controllare la Pirelli attraverso una serie di partecipazioni a cascata (cfr. Colajanni cit.).

Federico Caffè scriveva: «la borsa non è strumento di vigore competitivo e di collocazione efficiente del capitale monetario; bensì strumento di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di un'economia di mercato». Anche Balducci, Marinelli, Marconi e Niccoli (1978), cinque anni più tardi, in un saggio sull'evoluzione del mercato finanziario italiano, scrivevano: «Non sembra che un listino di borsa come quello di Milano ... possa essere un elemento di guida, scontati gli eventuali effetti dannosi della speculazione, alla gestione imprenditoriale, attraverso le informazioni che fornisce sul costo del capitale, ed offra possibilità di investimenti ad un elevato numero di risparmiatori». Verso la fine degli anni Settanta, come era avvenuto nei primi anni sessanta, si registra una marcata simmetria fra andamento degli indici di borsa e punti di svolta del ciclo economico: a partire dal 1978 si osserva una netta ripresa del mercato borsistico in coincidenza con un sensibile miglioramento della fase congiunturale. Fra i fattori stabilizzanti che agevolarono la ripresa vanno sicuramente annoverati l'adesione dell'Italia agli accordi di cambio dello SME nel 1978, e, sempre nello stesso anno, l'avvio di una nuova fase di distensione nei rapporti sindacali contraddistinta dalla cosiddetta «svolta dell'EUR», avviata da Luciano Lama. La ripresa fu possibile anche grazie ai processi di profonda ristrutturazione e riorganizzazione portati avanti dalle maggiori imprese italiane già dalla metà degli anni Sessanta;

complessivamente, tuttavia, gli anni Settanta furono caratterizzati da una caduta dei profitti e del tasso di accumulazione, soprattutto per le imprese maggiori<sup>70</sup>.

Nel caso dei principali gruppi quotati (primi fra tutti la Fiat, l'Olivetti, la Pirelli e la Montedison), i più incisivi processi di ristrutturazione incominciarono intorno al 1977. Tali processi, agevolati anche da specifiche disposizioni legislative, erano finalizzati essenzialmente a ridurre gli esuberanti occupazionali e a riequilibrare la struttura finanziaria, anche attraverso la raccolta di capitale di rischio in borsa.

Le operazioni di ristrutturazione dei principali gruppi privati avvennero sotto la regia di Mediobanca, guidata da Enrico Cuccia, che a partire dagli anni Sessanta si era affermata come l'unica vera banca d'affari in Italia<sup>71</sup>. Mediobanca giocò un ruolo cruciale sia nell'organizzare le operazioni di raccolta di capitale sul mercato sia nel ridefinire gli assetti manageriali e di comando delle imprese a essa legate<sup>72</sup>. In particolare, Mediobanca ebbe un ruolo profondo nel definire le strategie finanziarie, ma anche industriali, di Fiat e Pirelli<sup>73</sup>. Fu però emblematico il ruolo che essa ebbe nelle vicende della Montedison nel corso degli anni Settanta e Ottanta.

Il caso Mediobanca-Montedison ci sembra indicativo (come già era avvenuto, ad esempio, con la crisi delle banche miste o con la nazionalizzazione delle imprese elettriche) della incapacità sia del mercato, da un lato, che delle istituzioni pubbliche, dall'altro, di contribuire a generare assetti



di governo societario e di indirizzo manageriale sufficientemente stabili e funzionali agli obiettivi di crescita e sviluppo delle imprese. Vale la pena quindi richiamare brevemente tali vicende, poiché, per quanto forse abbastanza note, danno un'idea precisa di quello che succedeva in borsa negli anni Settanta e Ottanta.

Nel 1968 nacque dall'intesa fra Cefis (succeduto a Enrico Mattei alla guida dell'ENI) e Cuccia l'idea della scalata alla Montedison da parte della stessa ENI.

L'operazione riuscì anche grazie al valore di borsa particolarmente basso dei titoli Montedison<sup>74</sup>, come accennato in precedenza. Insieme, l'ENI e l'IRI, che pure partecipò, sebbene in maniera passiva all'operazione, finirono per detenere un pacchetto di azioni determinante ai fini del controllo di Montedison. Con il sostanziale *placet* del governo, e con la regia di Mediobanca, una delle principali imprese private italiane finì, quindi, per passare sotto il controllo pubblico.

All'operazione di «nazionalizzazione» della Montedison seguì il passaggio dello stesso Cefis dall'ENI alla Montedison, di cui divenne presidente nel 1971, e una forte frattura fra il nuovo *management* dell'ENI e quello della Montedison. Paradossalmente, quindi, la Montedison, se pur formalmente sotto il controllo pubblico, si trovò priva di un azionista di riferimento. Vi era un patto di sindacato fra gli azionisti pubblici e quelli privati (presenti in Montedison prima della scalata dell'ENI) che non riusciva però a esprimere indirizzi chiari e unitari. La situazione si fece ancora più instabile quando nel

1972 entrò nel patto anche la SIR di Rovelli (che aveva acquistato azioni Montedison utilizzando finanziamenti della stessa ENI). Sempre nel 1972 vi fu il tentativo di scalata alla Bastogi, che controllava il 7% di Montedison da parte di Michele Sindona, attraverso la prima Opa della storia della borsa italiana. L'Opa non ebbe successo, anche grazie all'opposizione dell'allora Governatore della Banca d'Italia Guido Carli<sup>75</sup>, e la Montedison nel tentativo di resistere alla potenziale scalata diede vita alla fusione fra la Bastogi e la Italdi, fusione che permise alla Montedison di assumere il controllo della Bastogi stessa. L'operazione, tuttavia, comportò un grave pregiudizio degli interessi degli azionisti di minoranza delle due società coinvolte nella fusione<sup>76</sup>. In realtà, il progetto di fusione fra Bastogi e Italdi era funzionale a conferire alla Montedison di Cefis un maggiore grado di autonomia dal suo azionista principale che rimaneva l'Eni. La Montedison aveva il 45% dell'Italdi (che a sua volta, insieme all'altra controllata Sade finanziaria deteneva più del 7% di Montedison) e una quota minoritaria di Bastogi (che invece deteneva il 7% di Montedison). Dopo la fusione fra Italdi e Bastogi, si sarebbe realizzata una rilevante partecipazione incrociata fra la nuova Bastogi e Montedison, e a sua volta Montedison sarebbe divenuto l'azionista maggiore di Bastogi, per via di un rapporto di concambio che prevedeva l'assegnazione di due azioni Bastogi per un'azione Italdi. Tale rapporto di concambio, tuttavia, fu estremamente penalizzante per

<sup>74</sup> Cfr. Colajanni cit. Tecnicamente, tuttavia, più che di una vera e propria scalata, si trattò, almeno formalmente, di un'azione di sostegno dei corsi di Montedison effettuata dall'ENI tramite acquisti in borsa sollecitati dallo stesso Governo (cfr. Barca e Trento cit. e Scalfari e Turani cit.).

<sup>75</sup> Egli vi si oppose anche in forza del fatto che il fondo pensioni della Banca d'Italia era uno dei principali azionisti della Bastogi (cfr., ad esempio, de Cecco e Ferri cit.).

<sup>76</sup> Cfr. Amatori e Brioschi cit.

<sup>77</sup> Cfr. Scalfari e Turani cit.

<sup>78</sup> *Ibidem*.

<sup>79</sup> *Ibidem*.

<sup>80</sup> Cfr. Colajanni cit.

<sup>81</sup> Schimberni, in particolare, riuscì a cedere all'ENI gran parte delle attività meno redditizie della Montedison nella chimica di base, sulla base di un accordo fra i due gruppi che prevedeva una focalizzazione nei comparti dove essi avevano maggiore specializzazione e quota di mercato. Anche Gardini, dopo l'uscita di scena di Schimberni, raggiunse un accordo con l'ENI che portò alla costituzione di una società, l'Enimont, in cui Montedison ed ENI avevano quote paritetiche. Tuttavia, dopo un tentativo di scalata all'Enimont, Gardini cedette la quota Enimont e l'ENI si ritrovò a possedere sostanzialmente tutte le attività nella chimica di base in precedenza appartenenti a Montedison (cfr. Barca e Trento cit.).

<sup>82</sup> Cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo (1990).

gli azionisti di minoranza Bastogi, poiché chiaramente disallineato rispetto ai prezzi di borsa delle due società<sup>77</sup>.

Scalfari e Turani sostengono poi che l'Italpi sarebbe stata «tosata» da Montedison prima di fondersi con Bastogi: Montedison avrebbe conferito a Italpi alcune partecipazioni finanziarie per un valore di 14 miliardi di lire e in cambio si sarebbe appropriata delle partecipazioni in campo alimentare dell'Italpi (in particolare la Pavesi) valutabili in 25 miliardi di lire<sup>78</sup>.

L'obiettivo che aveva indotto Sindona a tentare la scalata alla Bastogi fu quello di impadronirsi della partecipazione del 10% che Bastogi aveva nella Italcementi di Pesenti. A sua volta, l'Italcementi era il principale azionista di Bastogi. Paradossalmente, fu proprio Sindona, dopo aver perso la battaglia per il controllo di Bastogi e pur tuttavia ritrovandosi con un pacchetto di azioni di questa società rastrellate sul mercato nel corso della scalata, a tentare di ostacolare in assemblea la fusione fra Bastogi e Italpi, rivendicando, fra l'altro, il fatto che Italpi fosse stata spogliata dei suoi *assets* più redditizi, rappresentati dalle partecipazioni nel settore alimentare<sup>79</sup>.

Anche il governo tentò di intervenire nei delicati assetti di controllo di Montedison sollecitando, nel 1975, la costituzione di un sindacato, naturalmente guidato da Mediobanca, volto a collocare una quota delle azioni Montedison di IRI ed ENI presso gli azionisti privati, al fine di accrescerne il loro peso nel patto di sindacato.

L'operazione non ebbe successo a causa delle difficoltà finanziarie in cui versavano gli azionisti privati, prima fra tutti la SIR. Dopo gli anni travagliati che contraddistinsero il «disastro» della chimica in Italia, fu ancora Mediobanca che, nel 1981, organizzò la «privatizzazione» di Montedison. L'operazione, formalmente complessa e finanziata da un aumento di capitale *ad hoc*, si sostanziò nel passaggio delle quote di IRI e ENI in Montedison a Gemina, finanziaria cui partecipavano i principali gruppi privati legati a Mediobanca, e in primo luogo la Fiat<sup>80</sup>.

Con la privatizzazione si raggiunse un assetto più stabile che favorì, insieme all'avvento di Mario Schimberni alla presidenza (nel 1981), il riequilibrio economico e finanziario del gruppo Montedison<sup>81</sup>. La situazione, tuttavia, divenne di nuovo tesa quando Schimberni tentò di ridurre l'influenza che Gemina aveva in Montedison scalando la Bi-Invest, del gruppo Bonomi, che era appunto uno dei principali azionisti di Gemina e allo stesso tempo uno dei principali gruppi quotati. L'operazione ovviamente non fu gradita né a Mediobanca né agli altri azionisti privati di Gemina. Gemina vendette sul mercato la sua quota e questo fece di Montedison un sorta di *public company*<sup>82</sup>, ma allo stesso tempo aprì la strada alla scalata di Gardini, che guidava il gruppo Ferruzzi, fra il 1986 e il 1987<sup>83</sup>. Gardini, che godette successivamente dell'appoggio di Mediobanca, si trovò però presto a dover gestire il problema dell'elevato indebitamento, poiché

a quello che portava in dote Montedison (nonostante i consistenti aumenti di capitale effettuati prima della scalata) si sommava quello contratto dal gruppo Ferruzzi per finanziare la scalata. Nonostante le cessioni di numerose partecipazioni (in particolare la Standa alla Fininvest), il problema dell'elevato indebitamento non trovava soluzione. Negli anni successivi gli eventi precipitarono con l'uscita di scena di Gardini, la successiva dichiarazione dello stato di insolvenza, e il piano di ristrutturazione del debito varato nel 1993. Il controllo passò nelle mani di Mediobanca e di altre banche creditrici a essa legate (in particolare Comit e Banca di Roma). L'epilogo del gruppo Montedison-Ferruzzi forse non poteva essere più prevedibile di così: Mediobanca «nazionalizza», «privatizza» e infine, insieme alle altre banche creditrici, assume direttamente il controllo del gruppo Montedison-Ferruzzi.

L'inversione di tendenza del ciclo, che prende avvio dai primi anni Sessanta e la progressiva riduzione del peso della borsa nel sistema produttivo italiano coincidono anche con la fase di crescente espansione delle sistema delle imprese pubbliche in Italia. A partire dagli anni Sessanta e fino almeno alla metà degli anni Ottanta, al circuito «privato» del mercato del capitale di rischio si affiancò un circuito «pubblico», rappresentato dai conferimenti ai fondi di dotazione degli enti di gestione delle imprese pubbliche (essenzialmente Iri, Eni e Efim), circuito che rapidamente si dilatò

fino a divenire una presenza sempre più ingombrante e a condizionare l'esistenza e il funzionamento stesso del circuito dei capitali «privato». Il fenomeno in questione ha prodotto un'espansione del sistema delle imprese pubbliche che in pratica ha interessato tutto il ventennio a cavallo fra la metà degli anni Sessanta e la metà degli anni Ottanta. Fra il 1971 ed il 1977 la quota del fatturato delle imprese pubbliche sul totale delle imprese con almeno 20 addetti passò dal 2 al 16% circa, mentre la quota riconducibile ai gruppi privati (compresi quelli esteri) scese dal 20 al 18% circa<sup>84</sup>. In una prima fase, lo sviluppo delle imprese pubbliche poggiò essenzialmente sull'accesso privilegiato al capitale di credito, accesso favorito dall'ambiguità legata a una presunta implicita garanzia pubblica sul ripagamento del debito contratto dalle imprese nell'orbita delle Partecipazioni Statali. Questo fenomeno naturalmente implicò condizioni meno favorevoli nell'accesso al credito bancario da parte delle imprese private, soprattutto nei periodi caratterizzati da condizioni monetarie più restrittive<sup>85</sup>. In tutto il periodo che va fino ai primi anni Settanta l'apporto di risorse pubbliche si mantenne nell'ambito di una quota relativamente limitata del fabbisogno finanziario complessivo delle imprese pubbliche, sebbene il progressivo deterioramento della redditività avesse incominciato a comprimerne le possibilità di autofinanziamento, incentivando un ricorso massiccio al credito bancario. A partire, invece, dai primi anni

Settanta si registrò un deciso deterioramento della redditività delle imprese pubbliche che rese problematico un ulteriore ricorso al debito bancario. Di conseguenza, l'entità delle risorse concesse dal Tesoro al fondo di dotazione degli enti di gestione incominciò ad assumere proporzioni di assoluto rilievo e di ordine di grandezza sostanzialmente commisurato al livello delle perdite degli enti stessi<sup>86</sup>. A partire dai primi anni Sessanta le risorse intermedie dal circuito pubblico del capitale di rischio (rappresentati dal flusso delle risorse conferite ai fondi di dotazione e dagli apporti al capitale azionario delle imprese pubbliche) incominciarono infatti a lievitare fino a diventare un multiplo pari a oltre 5 volte l'ammontare delle risorse raccolte attraverso il circuito privato (aumenti di capitale in borsa)<sup>87</sup>. È verosimile quindi ipotizzare che l'espansione del circuito finanziario «di Stato» abbia contribuito a marginalizzare la borsa quale canale di raccolta di capitale di rischio. Questa, tuttavia, è probabilmente solo una delle molteplici cause della riduzione del peso della borsa nel sistema economico nel periodo in esame; non si può dimenticare che gli anni settanta sono stati caratterizzati da un andamento congiunturale complessivamente negativo, almeno per le imprese maggiori, e che il periodo 1972-1977 è stato uno dei peggiori per l'investimento azionario, come ricordato in precedenza. È verosimile che questi fattori abbiano disincentivato la raccolta in borsa da parte delle imprese

<sup>83</sup> Anche in questo caso il termine scalata è improprio. Gardini acquistò sul mercato circa il 17% di Montedison, mentre un altro 23% circa fu acquistato direttamente da altri gruppi quotati in parte in contanti e in parte concambiando altre partecipazioni Ferfin (cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo cit.).

<sup>84</sup> Cfr. Alzona (1979) e Marzovilla (1992).

<sup>85</sup> Cfr. Marzovilla cit.

<sup>86</sup> Cfr. Virno (1992).

<sup>87</sup> I dati sono ripresi dal rapporto della Commissione per il riassetto del patrimonio mobiliare pubblico e per le privatizzazioni, Ministero del tesoro, Roma, 1990.

<sup>88</sup> Cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo cit.

<sup>89</sup> Cfr. Rapporto IRS sul mercato azionario 1998 e 1999.

<sup>90</sup> *Ibidem*.

<sup>91</sup> Fra le operazioni più importanti si segnalano l'acquisto dell'Alfa Romeo da parte della Fiat, l'acquisto della Fondiaria da parte della Montedison, la già citata scalata alla Montedison da parte del gruppo Ferruzzi, l'acquisizione di una quota della SGB belga da parte del gruppo De Benedetti (che, come noto, non portò all'acquisizione del controllo come era nelle intenzioni del gruppo).

<sup>92</sup> Cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo, cit.

quotate, indipendentemente dal processo di espansione del mercato dei capitali «pubblico». Allo stesso modo, si può osservare come nella prima metà degli anni Ottanta, nonostante la lievitazione dei conferimenti ai fondi di dotazione (che si assestano su di una media di circa 4.500 miliardi annui, contro i circa 650 degli anni Settanta), la raccolta di capitale di rischio in borsa si fa assai intensa, probabilmente sulla scia del rialzo dei corsi e del miglioramento congiunturale.

### 1.5 **Gli anni Ottanta e Novanta: privatizzazioni e regolamentazione**

Fra il 1980 e il 1987 anche il peso sulla capitalizzazione totale delle società pubbliche quotate in borsa, riconducibili essenzialmente al gruppo Iri, scende sensibilmente, passando dal 33 al 24% circa<sup>88</sup>. Quindi, anche all'interno del comparto delle società quotate, le imprese pubbliche riducono il loro peso proprio nella fase in cui i conferimenti ai fondi di dotazione assumono dimensioni considerevoli. Con riferimento al solo gruppo Iri, nel periodo 1980-1988 i conferimenti e i finanziamenti non onerosi con destinazione al fondo di dotazione si mantengono su di una media annua di oltre 2.500 miliardi di lire, cifra pari a circa la metà della raccolta media annua in borsa da parte di tutte le società quotate. Come prima argomentato, la tesi dello «spiazzamento» del circuito privato del capitale di rischio da parte di quello «pubblico» può quindi spiegare solo in parte, e solo forse per alcune fasi dei

periodi analizzati, la progressiva riduzione del peso della borsa nel sistema finanziario italiano negli anni Sessanta e Settanta. È bene sottolineare, infine, una caratteristica del tutto peculiare del mercato di borsa italiano: almeno a partire dagli anni Ottanta, il rapporto fra volume dei collocamenti azionari e capitalizzazione di borsa assume valori di gran lunga superiori a quelli osservabili in altri mercati europei. Nel periodo 1980-1997 tale rapporto è pari al 7,9% per l'Italia, contro valori compresi fra l'1,6 e il 2,4% circa per Francia, Germania e Regno Unito<sup>89</sup>. La capacità, quindi, della borsa italiana di fornire capitale di rischio è stata assai elevata in rapporto alle sue dimensioni relative. Tale risultato vale anche considerando la raccolta di capitale di rischio al netto dei dividendi distribuiti. Come già sottolineato, in Italia la raccolta netta diviene sistematicamente positiva a partire dagli anni Ottanta, mentre in Francia e Germania, ad esempio, nel periodo 1985-1997 il saldo fra raccolta e dividendi è quasi sempre negativo<sup>90</sup>. Gli anni Ottanta contrassegnano una nuova fase positiva per l'economia italiana e per il mercato borsistico. A partire dalla seconda metà del decennio la crescita reale del Pil oscilla intorno al 3%, approssimativamente in linea con la media dei paesi del G7, e l'inflazione si riporta sotto il 10%. Nel corso degli anni ottanta il rendimento medio annuo reale delle azioni è pari a circa il 14%. Nel 1986, in particolare, il mercato sembra essere in preda a una

euforia incontrollabile. L'indice nominale per i titoli maggiori sale di oltre il 200% e si assiste a un elevatissimo numero di quotazioni in borsa di nuove società, e il numero complessivo di società quotate passa da circa 160 a oltre 200.

Dopo l'euforia del 1986, nel 1987, sulla scia del crollo della borsa USA, si registra una forte correzione al ribasso dei corsi azionari, concentrata nell'ultimo quadrimestre dell'anno. A partire dalla fine del 1987 prende avvio una fase di stasi, alternata da ulteriori flessioni, nel livello dei corsi azionari; bisogna aspettare il 1997 per rivedere l'indice di rendimento totale delle azioni sui valori del 1986.

Negli anni Ottanta si registra un elevato ricorso al mercato da parte di tutti i principali gruppi quotati (in particolare Pirelli, Fiat, De Benedetti e Montedison), anche sulla spinta del forte rialzo dei corsi azionari. L'ingente richiesta di mezzi freschi al mercato è destinata al finanziamento di un cospicuo numero di acquisizioni in Italia e all'estero<sup>91</sup>. La raccolta di fondi da parte dei principali gruppi avviene anche attraverso la cessione di quote minoritarie di società controllate con la loro conseguente quotazione in borsa<sup>92</sup>. Si registra, di conseguenza, un sensibile salto dimensionale del listino, concentrato, come detto, soprattutto negli anni 1986-1988, ancorché la simultanea quotazione delle pure *holding* di partecipazione e delle loro controllate creasse naturalmente inutili duplicazioni. Dalla metà degli anni Ottanta ai primi anni Novanta la normativa

sulle società quotate e il mercato mobiliare compie un vero e proprio salto di qualità, considerata la pressoché totale assenza di regole, se non di quelle minimali previste dal codice civile, che aveva caratterizzato tutto il periodo precedente. Nel 1983 venne adottata la legge istitutiva dei fondi di investimento mobiliare aperti. Nel 1985 la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), istituita nel 1974<sup>93</sup>, assunse la struttura di vera e propria *authority* indipendente. Nel 1991 venne introdotta la legge che disciplinava il settore dell'intermediazione mobiliare (cosiddetta legge sulle Sim) e la legge sull'*insider trading* e la manipolazione. Nel 1992, infine, venne introdotta la legge sulle Opa.

Di assoluto rilievo, per l'impatto sulla qualità dell'informativa societaria, fu anche l'introduzione, sempre nei primi anni Novanta, di regole assai più precise e vincolanti per la redazione dei bilanci civilistici, che emendarono le vecchie norme in materia contenute nel codice civile del 1942, oltre all'introduzione di regole per la redazione dei bilanci consolidati. Entrambi gli interventi sono contenuti nel d.lgs. 127/1991 che ha recepito con enorme ritardo le direttive comunitarie in materia (in particolare la direttiva n. 78/660 del luglio 1978 e la direttiva 83/349 del giugno 1983). Nonostante il salto di qualità nella regolamentazione del mercato mobiliare, gli anni Ottanta, e in una certa misura i primi anni Novanta, possono essere definiti, forse più di quelli passati, gli anni delle alchimie finanziarie e delle

cosiddette «*horror story*» del «capitalismo all'italiana», per usare un'espressione di Bragantini<sup>94</sup>. Ci sembra utile ripercorrere tali vicende per dare un quadro preciso di quello che i gruppi hanno rappresentato per il funzionamento della borsa in quegli anni, e di come gli interessi degli azionisti di minoranza siano spesso passati in secondo ordine. La prima *horror story* si colloca ancora una volta nell'ambito della travagliata vicenda del gruppo Ferfin-Montedison, nel periodo successivo alla scalata di Gardini alla Montedison. Nel 1988 venne annunciata l'operazione di fusione per incorporazione della Iniziativa Meta, società quotata controllata da Montedison con partecipazioni nel settore finanziario (in particolare la quota di controllo de La Fondiaria), immobiliare e terziario, nella Ferruzzi Finanziaria, la *holding* al vertice del gruppo che controllava la stessa Montedison. L'operazione, nonostante lo sdegno iniziale suscitato nella comunità finanziaria, andò comunque in porto. La fusione ebbe, infatti, l'effetto di sostituire, fra gli *asset* all'attivo della Montedison, la quota di maggioranza in Iniziativa Meta con una quota di minoranza in Ferruzzi Finanziaria (per giunta rappresentata da azioni privilegiate successivamente convertite in azioni di risparmio). Gli azionisti di minoranza di Iniziativa Meta, e quindi anche quelli della stessa Montedison che partecipava in Iniziativa Meta, si videro sostituire una partecipazione in una società quotata con una in una società non quotata che deteneva attività in settori completamente diversi da quelli del terziario e della

<sup>93</sup> Cavazzuti (1999) ricorda come la nascita della Consob nel 1974 fosse stato il risultato di una sorta di baratto politico, per cui i partiti che osteggiavano l'introduzione di una cedolare secca del 30% sui dividendi accettarono tale disposizione in cambio dell'istituzione di un'autorità di vigilanza sul mercato azionario.

<sup>94</sup> Cfr. Bragantini (1996).

<sup>95</sup> Cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo cit.

<sup>96</sup> La Ferruzzi Finanziaria non aveva, tuttavia, mai pubblicato un bilancio consolidato e ciò rendeva quanto meno ardua la definizione del prezzo di offerta delle azioni, prezzo che era naturalmente cruciale ai fini della determinazione del rapporto di concambio Iniziativa Meta-Ferruzzi Finanziaria (cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo, cit.).

<sup>97</sup> Cfr. Bragantini cit.

<sup>98</sup> *Ibidem*.

<sup>99</sup> La ricostruzione degli eventi che segue è ripresa dall'audizione dell'allora presidente della Consob, Enzo Berlanda, presso la commissione finanze della Camera del 11 ottobre 1995.

<sup>100</sup> Cfr. Berlanda cit.

<sup>101</sup> L'irregolarità riguardava la contabilizzazione delle perdite su crediti per vendite rateali. Tali crediti erano stati ceduti nell'ambito di un rapporto di *factoring* con la Ratealfactor (pure controllata da Gemina fino alla fine del 1994) con la clausola formale del *pro-soluto*, e così erano iscritti nel bilancio di RCS, ma di fatto per via di accordi collaterali con Ratealfactor l'intero rischio di credito continuava a gravare su RCS.

finanza<sup>95</sup>. Inoltre, per via del divieto alle partecipazioni incrociate, Montedison si dovette contestualmente disfare della sua quota nella controllante Ferruzzi Finanziaria cedendola ai suoi stessi azionisti nell'ambito dell'offerta finalizzata alla quotazione in borsa della stessa Ferruzzi Finanziaria<sup>96</sup>.

Solo due anni prima, nel 1986, l'operazione che aveva portato all'uscita dell'azionista libico LAFICO dalla Fiat, si era dimostrata un altro esempio di uso «disinvolto» delle strutture di gruppo. La Fiat aveva la liquidità necessaria per rilevare la quota dei libici ma la normativa del codice civile rendeva problematica l'operazione di riacquisto di azioni proprie. La Fiat trasferì quindi la sua liquidità all'IFIL, finanziaria del gruppo Fiat che deteneva partecipazioni nei settori della finanza e del terziario (in particolare Toro e Rinascente), acquisendo alcune di queste partecipazioni<sup>97</sup>. Gli azionisti di minoranza di Fiat, ma soprattutto quelli di IFIL, videro sensibilmente modificata la composizione degli *assets* finanziari nel portafoglio delle proprie società senza essere stati chiamati minimamente in causa.

La quotazione in borsa della Premafin, *holding* del gruppo edilizio della famiglia Ligresti, nel 1989 avvenne a un prezzo chiaramente eccessivo<sup>98</sup>. Questo fu pari a circa venti volte gli utili di quello che all'epoca era l'ultimo e unico bilancio di Premafin, il che equivaleva a una valutazione di Premafin pari a circa dieci volte il patrimonio netto civilistico. Senza contare che Premafin era una pura «scatola cinese», avendo come

*assets* quasi esclusivamente partecipazioni in controllate già quotate. Resta da chiarire come mai l'operazione ebbe successo e il mercato non fece una piega: le azioni Premafin nel primo giorno di quotazione chiusero a 16.700 lire contro le 17.000 del prezzo di offerta.

Un caso ancora più emblematico, se non altro perché vide coinvolte imprese pubbliche, è quello descritto da Zingales (1994) relativo al trasferimento della Finsiel dall'IRI alla Stet nel 1992. L'IRI deteneva l'84% circa di Finsiel che cedette alla Stet, società quotata pure controllata dall'IRI ma con una quota di poco superiore al 50%, a un prezzo chiaramente inflazionato. Il prezzo di cessione della quota Finsiel fu pari a circa cinquanta volte gli utili, contro valori per società simili (quotate nei principali mercati esteri) compresi fra venti e trenta. Solo un anno prima l'Olivetti aveva offerto per la stessa partecipazione un prezzo pari a circa un terzo di quello pagato dalla Stet. Questa volta però, a differenza di quanto avvenuto con Premafin, il mercato si «piegò»: all'annuncio dell'operazione le azioni Stet persero circa il 18% (tenendo conto della variazione dell'indice di mercato).

Un'altra *horror story* riguarda la vicenda del 1995 della cosiddetta operazione «Supergemina», che tuttavia non venne portata a termine. Vale la pena di ricordare però le vicende della Rizzoli editore (RCS), strettamente correlate al progetto Supergemina. Il 1° settembre 1995 venne annunciato il progetto Supergemina: Gemina avrebbe

incorporato Ferfin (già sotto il controllo di Mediobanca), Snia Bpd e Sorin Biomedica (entrambe società quotate), mentre Montedison avrebbe incorporato Caffaro e Snia Fibre (pure società quotate). Naturalmente il comunicato non indicava i rapporti di concambio ai quali sarebbero avvenute le varie fusioni, anche perché all'epoca non erano ancora disponibili i conti semestrali delle società coinvolte. RCS costituiva il principale *asset* di Gemina, per cui la sua valutazione era essenziale ai fini della determinazione dei rapporti di concambio. Il 4 settembre 1995 venne diffuso un *budget* con una previsione di utile operativo netto per la semestrale '95 di RCS di 40 miliardi di lire<sup>99</sup>. Dopo soli 22 giorni, il 26 settembre, Gemina annunciò al mercato impreviste perdite per la sua controllata RCS per circa 270 miliardi di lire. Nonostante gli incalzanti inviti a chiarire la situazione da parte della Consob, il 2 ottobre i vertici di Gemina e RCS dichiararono con disarmante franchezza di «non essere in grado di fornire spiegazioni esaurienti sulla compatibilità dei 276 miliardi di perdita semestrale con l'utile operativo netto di 40 miliardi annunciato in precedenza»<sup>100</sup>. Questo *black-out* contabile non doveva, tuttavia, aver eccessivamente sorpreso gli investitori più avvezzi agli «usi» del nostro mercato di borsa. Infatti, solo due mesi prima, la Consob, dopo approfondite indagini, aveva trasmesso alla magistratura di Milano un rapporto relativo a irregolarità nell'informativa contabile relativa ai bilanci annuali del 1994 di Gemina e RCS<sup>101</sup>.

Inoltre, a seguito di una ispezione in cui erano emerse irregolarità nella certificazione dei bilanci 1994 di Gemina e RCS, la Consob aveva preso provvedimenti anche nei confronti della società di revisione che aveva certificato tali bilanci<sup>102</sup>. La vicenda passò poi nella mani della magistratura che chiese un rinvio a giudizio di tale soggetto per falso in certificazione. È difficile dire fino a che punto vi fu connivenza fra revisori e società revisionate e fino a che punto, invece, la mancata rilevazione delle irregolarità nel bilancio RCS da parte della società di revisione fosse il risultato di semplice negligenza<sup>103</sup>.

Gli aspetti paradossali della vicenda, comunque, non finirono qui. Alla fine del 1994 Gemina diffuse un comunicato in cui prevedeva che l'esercizio si sarebbe chiuso con un utile superiore a quello del '93 (che era stato pari a 115 miliardi di lire). Nei primi mesi del 1995, quando ancora la vicenda RCS non era emersa in tutta la sua gravità, Gemina fu costretta a fare marcia indietro annunciando perdite per almeno 250 miliardi (dovute, per esplicita ammissione, a perdite di RCS previste per 430 miliardi). Nella medesima occasione però, con grande disinvoltura, Gemina annunciò anche un aumento di capitale per 1.500 miliardi di lire, finalizzato in parte a ripianare le perdite RCS e in parte a finanziare acquisizioni collegate al processo di privatizzazioni allora nel suo stadio iniziale. L'operazione, che si chiuse con inspiegabile successo nell'aprile del 1995, portò nelle casse di Gemina mezzi freschi per 1.300 miliardi di lire

circa. Paradossalmente, è proprio dall'analisi del documento informativo (previsto dalla normativa Consob) preparato da Gemina in occasione dell'aumento di capitale, che la Consob incominciò a vigilare attentamente sui conti annuali 1994 di Gemina e RCS (che saranno resi pubblici solo nel giugno del 1995) e inviò poi alla magistratura le risultanze delle sue ispezioni nell'agosto del 1995. Ma ormai il danno era fatto. Gemina aveva condotto in porto una delle più rilevanti operazioni di raccolta di denaro in borsa di quegli anni in contesto di assoluta inadeguatezza dell'informativa contabile relativa alla propria situazione economico-finanziaria. Simili ai *lapses* contabili di Gemina furono quelli di cui soffrirono i responsabili dell'Olivetti in occasione di una rilevante operazione di aumento di capitale condotta sempre nel corso del 1995. Fra novembre e dicembre di quell'anno l'Olivetti raccolse in borsa oltre 2.000 miliardi di lire. Era noto che il gruppo fosse in fase di ristrutturazione, e il documento informativo, redatto in occasione dell'aumento di capitale, stimava gli oneri di ristrutturazione in 900 miliardi di lire. Sempre il documento informativo, riportava previsioni sull'indebitamento finanziario netto a fine 1995 per 400 miliardi. Nel gennaio del 1996, una volta chiusa l'operazione di aumento di capitale, sui quotidiani finanziari incominciarono a circolare voci su dati previsionali 1995 ben più preoccupanti di quelli riportati nel documento informativo, e i prezzi del titolo Olivetti scesero di oltre il 13% in pochi giorni.

<sup>102</sup>È opportuno sottolineare che tale società di revisione aveva certificato anche il bilancio 1994 della Ratealfactor.

<sup>103</sup>Longo e Macchiati (1999) sottolineano come vi siano stati altri gravi casi di società quotate in crisi (Ferfin e Banco di Napoli) per le quali le società di revisione avevano certificato il bilancio limitandosi solo a esprimere dei rilievi, mentre poi la magistratura aveva aperto indagini per verificare l'esistenza di frodi. Longo e Macchiati, inoltre, enfatizzano i conflitti di interesse che possono nascere dal fatto che sono gli amministratori (espressione degli azionisti di controllo) a scegliere la società di revisione e che questi possono essere interessati a ridurre la qualità della certificazione per aumentare le possibilità di espropriazione degli azionisti di minoranza. Essi, infatti, trovano che, per 144 società quotate italiane nel periodo 1995-1997, un aumento di dieci punti percentuali nel livello della quota del primo azionista determina una riduzione di circa il 7% nel numero di ore impiegate per la revisione (utilizzate come proxy della qualità della certificazione), controllando naturalmente per la dimensione della società e per la sua struttura finanziaria.

Dopo le pressioni della Consob e della comunità finanziaria, il 23 gennaio 1996 l'Olivetti fu costretta a uscire allo scoperto: gli oneri di ristrutturazione vennero ristimati in 1.050 miliardi di lire e l'indebitamento finanziario netto in ben 800 miliardi, il doppio di quello previsto solo due mesi prima.

Naturalmente, gli episodi Gemina-RCS, Olivetti e le altre *horror story* cui abbiamo accennato, hanno profondamente segnato la reputazione, soprattutto nell'ambito della comunità finanziaria internazionale, del mercato di borsa italiano. Sempre nei primi anni Novanta, altre vicende controverse, relative però a società quotate più piccole e spesso in difficoltà finanziarie (in particolare, le vicende relative a Sanità e Acqua Marcia), hanno contribuito ad alimentare un clima di sfiducia da parte dei piccoli azionisti nei confronti del mercato azionario. Il triennio 1996-1998 coincide con un periodo di profonda trasformazione del listino di borsa, che porta con sé anche una certa «normalizzazione» nei comportamenti di società e intermediari, avvicinando il mercato italiano agli standard di condotta dei mercati più evoluti.

Vi sono almeno due elementi alla base di tale cambiamento. In primo luogo, il governo dà avvio con decisione al programma di privatizzazioni ed entrano in borsa colossi pubblici quali l'ENI, l'INA, l'IMI e l'ENEL, che erano sempre rimasti fuori dal mercato azionario. La quotazione di tali società porta la capitalizzazione di borsa su livelli non troppo distanti dal 50% del Pil. Il Governo privatizza, tramite operazioni di offerta

pubblica, anche società già quotate delle quali deteneva saldamente il controllo (in particolare, Telecom, Comit, Credit e BNL), o banche controllate da fondazioni (in particolare, Istituto San Paolo di Torino, Banca di Roma e Monte dei Paschi di Siena). Questo processo trasforma molte imprese e banche pubbliche quotate in borsa in quasi *public company* con azionariato molto disperso, nonostante la presenza di azionisti con quote di rilievo raccolti in patti di sindacato più o meno formalizzati (cosiddetti «noccioni duri»).

Il secondo fattore alla base della trasformazione del listino, ancorché quantitativamente meno rilevante rispetto alle privatizzazioni, è rappresentato dalla quotazione in borsa di circa quaranta società private medio-piccole e «indipendenti», cioè non controllate da gruppi quotati, probabilmente sulla spinta degli incentivi fiscali previsti dal cosiddetto decreto Tremonti. Tale fenomeno rappresenta in una certa misura una novità per il mercato, dal momento che l'ultima ondata di quotazioni nel periodo 1986-88 aveva visto l'ingresso in borsa di società che nella maggioranza dei casi erano controllate da società già quotate. Nel 1998 viene approvato il cosiddetto Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/1998), che raccoglie in unico corpo normativo la disciplina della sollecitazione, dell'Opa, dell'*insider trading*, dell'intermediazione mobiliare e dei mercati regolamentati, prima sparse fra diverse leggi. Con l'accorpamento si procede anche a un notevole sforzo di affinamento e snellimento delle

norme previgenti, soprattutto per ciò che riguarda la regole dell'Opa. Le novità di maggiore rilievo riguardano la privatizzazione dei mercati regolamentati e la possibilità di accesso diretto in borsa per le banche (entrambe, tuttavia, già previste dal precedente d.lgs. 415/1996).

Ancora un volta, tuttavia, la riforma della normativa del mercato mobiliare varata con il Testo Unico della finanza non tocca, se non marginalmente, il problema della disciplina delle società per azioni. Il Testo Unico si limita, per le sole società quotate, a ridefinire il ruolo e i compiti del collegio sindacale, a modificare le procedure di funzionamento delle assemblee societarie, a rendere possibile l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte di un gruppo qualificato di soci (senza quindi dover passare necessariamente per l'assemblea, come previsto dall'art. 2393 del codice civile) e a introdurre una disciplina organica delle deleghe di voto.

Notevolissimi, e assai importanti per lo sviluppo del mercato di borsa, furono invece gli sforzi di razionalizzazione delle norme fiscali in materia societaria e di redditi da capitale. Le norme sulla DIT cambiarono radicalmente gli incentivi fiscali alla base della scelta fra debito e azioni. Parallelamente, la storia quanto mai travagliata della tassazione dei dividendi azionari trovò una felice soluzione con l'introduzione, a partire dalla metà del 1998, di una ritenuta d'imposta a titolo definitivo del 12,5%, perfettamente allineata a quella dei titoli di debito.

## 1.6 Gli inizi del XXI secolo: nuovi scandali, nuove bolle e nuove crisi

Fra il 1998 e il 2000 si registra una nuova fase positiva per il mercato azionario, alimentata non solo dalla fase espansiva del ciclo economico ma soprattutto dalla cosiddetta «*dot.com mania*» che porta a una bolla delle quotazioni dei titoli tecnologici, legati alle tecnologie informatiche e all'utilizzo di internet; in questo triennio il rendimento reale delle azioni è stato pari a quasi il 30%. Questa euforia, simile a quella del 1986, porta alla nascita, in Italia e nei principali paesi europei, di mercati borsistici specializzati nella quotazione di imprese innovative di piccole e medie dimensioni e il numero di società quotate sul listino della borsa di Milano fa un altro significativo salto dimensionale. Agli inizi del 2001 scoppia la bolla delle quotazioni dei titoli tecnologici (che peraltro aveva contagiato anche i titoli di altri settori più tradizionali) e successivamente l'attentato alle Torri Gemelle a New York dell'11 settembre 2001 innesca una fase di forti tensioni e turbolenze sui mercati che dureranno fino al 2003. Complessivamente, nel biennio 2001-2002 il valore reale delle azioni crolla di quasi il 70%.

Nel 2002 nasce l'euro e la moneta unica esercita immediatamente un effetto rilevante nel favorire l'integrazione del mercato dei capitali europeo e uno dei principali riflessi di questo fenomeno è rilevabile nella forte crescita del mercato obbligazionario *corporate*.

Ma gli effetti positivi derivanti dalla nascita della moneta unica sono presto oscurati da una nuova stagione di grandi scandali societari, frutto sostanzialmente di frodi realizzate con la compiacenza delle società di revisione e degli organi di controllo interni. Negli Usa fanno grande scalpore i casi Enron e Worldcom, mentre in Italia i *default* Cirio e Parmalat coinvolgono una vasta platea di piccoli risparmiatori che avevano esposizioni derivanti prevalentemente dal possesso di obbligazioni di tali società. Proprio il forte sviluppo del mercato obbligazionario *corporate* innescato dall'introduzione dell'euro aveva infatti permesso a Cirio e Parmalat di collocare ingenti prestiti obbligazionari presso investitori professionali sul mercato internazionale (in esenzione quindi dalle norme sul prospetto e la sollecitazione); molti di questi titoli furono tuttavia poi rivenduti agli investitori *retail* italiani.

Questi scandali innescano una nuova riflessione sull'assetto della regolazione delle società quotate che in Italia porta, con la cosiddetta «legge sul risparmio» (l. 262/2005), ad affrontare in maniera sistematica alcuni importanti temi di *corporate governance* e controlli societari che non erano stati toccati in occasione dell'emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998.

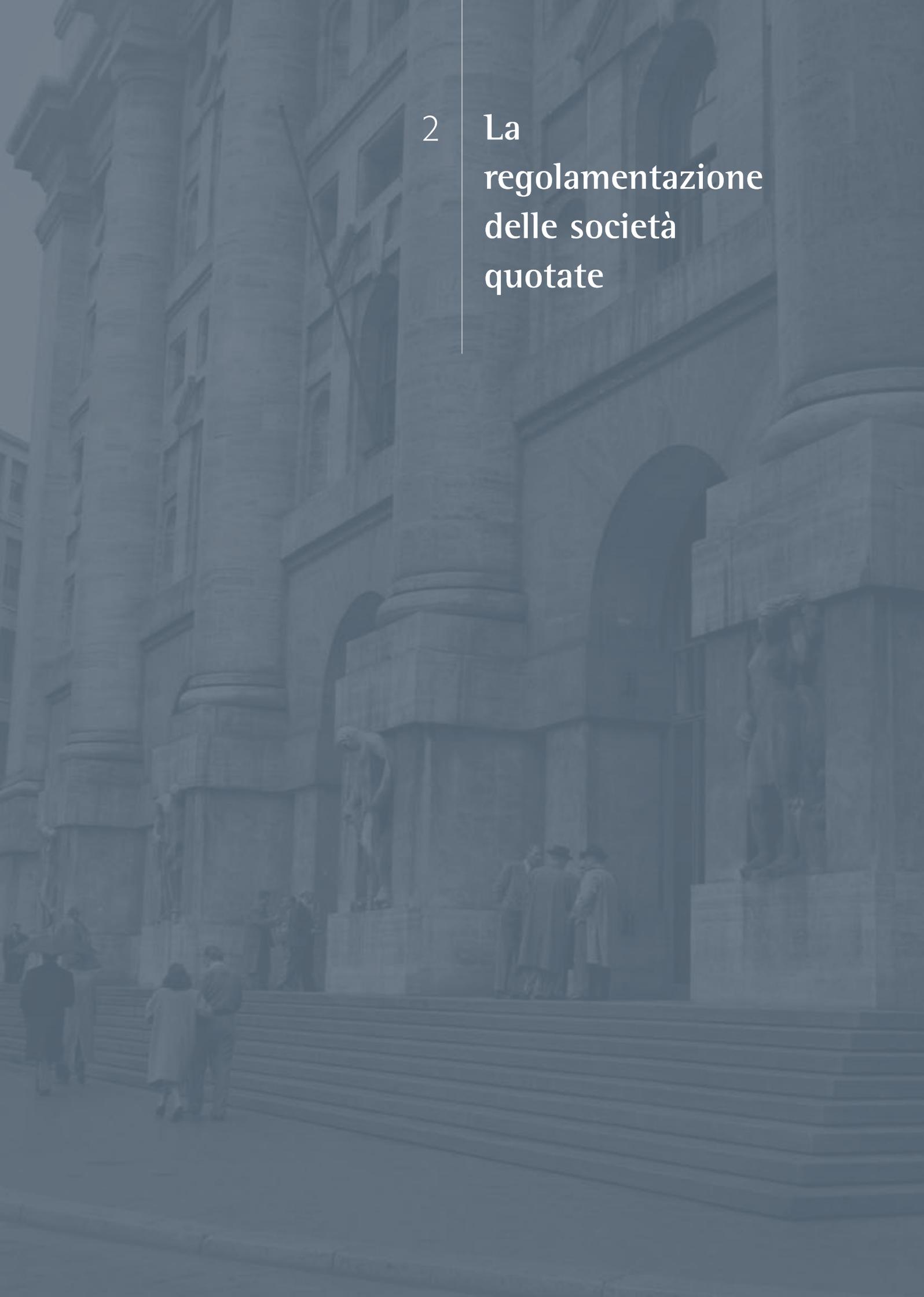
Dal 2003 alla fine del 2006 prende avvio una nuova fase positiva del mercato azionario che è però il riflesso non solo di condizioni macroeconomiche favorevoli ma anche di politiche monetarie fortemente espansive che portano a una robusta

espansione del credito e degli attivi del settore bancario in tutte le principali economie avanzate. I bassi tassi d'interesse e l'abbondante liquidità determinano una lievitazione dei prezzi degli immobili e permettono un fortissimo sviluppo dei settori del *private equity*, degli *hedge fund* e del mercato delle operazioni di acquisizione e fusione, tutti fenomeni che esercitano un impatto positivo sulle borse e alimentano una forte pressione al rialzo dei corsi (nel periodo 2003-2006 il rendimento reale delle azioni è pari a quasi il 100%); la ricerca di rendimenti elevati, in un contesto di tassi reali molto bassi o negativi, alimenta la domanda di titoli strutturati e determina una fortissima crescita, soprattutto negli Usa, di operazioni di cartolarizzazione di mutui e altri attivi bancari. Agli inizi del 2007 i nodi vengono al pettine: lo scoppio della bolla dei prezzi delle abitazioni fa emergere problemi nel settore delle cartolarizzazioni dei mutui cosiddetti *sub-prime* negli Usa; ciò determina una catena di eventi che finisce per innescare il fallimento di alcune delle maggiori banche di investimento americane (*in primis* Lehman Brothers) e poi una crisi finanziaria che porta alla più severa recessione economica dal dopoguerra. Ne sono seguite nazionalizzazioni e salvataggi bancari negli Usa e in molti paesi europei che hanno portato a una espansione del debito pubblico che oggi minaccia la sopravvivenza dell'euro. Ma qui siamo nella cronaca e non ancora nella storia; affidiamo ad altri il compito di analizzare questi eventi con più distacco e lucidità.

## Bibliografia

- Aleotti A.**, 1990.  
*Borsa e industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Milano: Edizioni Comunità.
- Amatori F. e Brioschi F.**, 1997.  
*Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in: *Storia del capitalismo italiano*, a cura di F. Barca, Roma: Donzelli.
- Baia Curioni S.**, 1995.  
*Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna: Il Mulino.
- Baia Curioni S.**, 1994.  
*Evoluzione istituzionale della Borsa valori in Italia dal 1918 alla vigilia della legge bancaria del 1936*, in: *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, volume V, Roma-Bari: Laterza.
- Balducci R., Marconi M., Marinelli M.L. e Niccoli A.**, 1979.  
*L'evoluzione degli intermediari e dei mercati: 1950-1972*, in: *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna: Il Mulino.
- Barbiellini Amidei F. e Impenna C.**, 1999.  
*Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni cinquanta*, in: *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Collana Storica della Banca d'Italia, Roma-Bari: Laterza.
- Barca F.**, 1997.  
*Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in: *Storia del capitalismo italiano*, a cura di F. Barca, Roma: Donzelli.
- Barca F. e Trento S.**, 1997.  
*La parabola delle partecipazioni statali: una missione tradita*, in: *Storia del capitalismo italiano*, a cura di F. Barca, Roma, Donzelli.
- Battilossi S.**, 1992.  
*Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, in: *Annali di storia dell'impresa della Fondazione Assi*, Bologna: Il Mulino.
- Berlanda E.**, 1995.  
*Il caso Gemina*, Audizione del Presidente della Consob presso la Camera dei deputati, Commissione finanze, Roma, 11 ottobre 1995.
- Biscaini Cotula A.M. e Ciocca P.**, 1979.  
*Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in: *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna: Il Mulino.
- Boltho A.**, 1986.  
*L'economia italiana a confronto: 1973-1985*, in: *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell'economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, a cura dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari «Luigi Einaudi», Bologna: Il Mulino.
- Bonelli F.**, 1971.  
*La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino: Fondazione Luigi Einaudi.
- Bragantini S.**, 1996.  
*Capitalismo all'italiana. Come i furbi comandano con i soldi degli ingenui*, Milano: Baldini&Castoldi.
- Brioschi F., Buzzacchi L. e Colombo M.G.**, 1990.  
*Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere dell'industria italiana*, Roma: La Nuova Italia Scientifica.
- Buzzacchi L. e Pagnini M.**, 1994.  
*I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali: un'indagine empirica del caso italiano*, Temi di Discussione della Banca d'Italia n. 240.
- Castronovo V.**, 1995.  
*Storia economica d'Italia*, Torino: Einaudi.
- Cavazzuti F.**, 1999.  
*La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, mimeo.
- Ciocca P.**, 1991.  
*Banca Finanza Mercato*, Torino: Einaudi.
- Colajanni N.**, 1991.  
*Il Capitalismo senza capitale. La storia di Mediobanca*, Milano: Sperling & Kupfer Editori.
- Confalonieri A.**, 1976.  
*Banca e industria in Italia, 1894-1906*, Milano: Banca Commerciale Italiana.
- Confalonieri A.**, 1982.  
*Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto del 1914*, Milano: Banca Commerciale Italiana.
- Confalonieri A.**, 1965.  
*Credito ordinario e «medio termine»: considerazioni sull'esperienza italiana*, in: «Bancaria», 1965, 7, pp. 783-797.
- Cotula F. e Garofalo P.**, 1996.  
*Le aziende di credito nel sistema finanziario italiano. Aggregati monetari e creditizi. Concentrazione e conti economici delle banche*, in: *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, Collana Storica della Banca d'Italia - Statistiche, Roma-Bari: Laterza.
- Cotula F. e Raganelli T.**, 1996.  
*Introduzione*, in: *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, Collana Storica della Banca d'Italia - Statistiche, Roma-Bari: Laterza.
- Cotula F. e Spaventa L.**, 1993.  
*(a cura di), La politica monetaria fra le due guerre 1919-1935*, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Roma-Bari: Laterza.
- Da Pozzo M. e Felloni G.**, 1964.  
*La borsa valori di Genova nel secolo XIX*, Torino: Ilte.
- de Cecco M. e Ferri G.**, 1996.  
*Le banche d'affari in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- De Luca G.**, 2002.  
*Dall'economia industriale all'«industria» della finanza: le società quotate al listino azionario della Borsa di Milano dal 1861 al 2000*, in: *Le società quotate al listino azionario della Borsa di Milano dal 1861 al 2000. Profili storici e titoli azionari*, Milano: Libri Scheiwiller.
- Ferri G.**, 1994.  
*Sugli effetti dell'instabilità finanziaria nella Grande Crisi in Italia*, in: *Il progresso economico in Italia. Permanenze, discontinuità, limiti*, a cura di P. Ciocca, Bologna: Il Mulino.
- Fuà G.**, 1965.  
*Notes on Italian economic growth 1861-1964*, Milano: Giuffrè, trad. it. in: 1992. *Lo sviluppo economico in Italia. I. Lavoro e reddito*, Milano: Franco Angeli.
- Fuà G.**, 1975.  
*Lo sviluppo economico in Italia. Volume III - Studi di settore e documentazione di base*, Milano: Franco Angeli.
- Gelsomino C.O.**, 1994.  
*Introduzione*, in: *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, volume V, Roma-Bari: Laterza.
- Gerschenkron A.**, 1962.  
*Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge: Harvard University Press, trad. it. 1965.
- Il problema storico dell'arretratezza economica*, Torino: Einaudi.
- Graziani A.**, 1975.  
*Aspetti strutturali dell'economia italiana nell'ultimo decennio*, in: *Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana*, a cura di A. Graziani, Torino: Einaudi.
- Lamfalussy A.**, 1972.  
*I mercati finanziari europei*, Torino: Einaudi.
- Longo M. e Macchiati A.**, 1999.  
*La qualità nella revisione contabile sulle imprese quotate: aspetti economici e regolamentari*, in: «Banca Impresa Società», 2, pp. 259-284.
- Marzovilla O.**, 1992.  
*Obiettivi delle partecipazioni statali: concretizzazioni e compatibilità*, in: *Crisi e ristrutturazione delle imprese a partecipazione statale*, a cura di A. Marzano, Milano: Franco Angeli.
- Polsi A.**, 1993.  
*Alle origini del capitalismo italiano. Stato, banche e banchieri dopo l'Unità*, Torino, Einaudi.
- Ricciardi F.**, 1997.  
*Sofindit: controllo, risanamento e riorganizzazione dell'attività di una holding di smobilizzo (1930-1934)*, mimeo.
- Rodano G.**, 1983.  
*Il credito all'economia: Raffaele Mattioli alla Banca Commerciale Italiana*, Napoli: Ricciardi.
- Rossi G.**, 1986.  
*La scalata del mercato: la borsa e i valori mobiliari*, Bologna: Il Mulino.
- Rossi N., Sorgato A. e Toniolo G.**, 1993.  
*I conti economici degli italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, in: «Rivista di Storia Economica», X, pp. 1-47.
- Rossi N. e Toniolo G.**, 1994.  
*Un secolo di sviluppo economico*, in: *Il progresso economico in Italia. Permanenze, discontinuità, limiti*, a cura di P. Ciocca, Bologna: Il Mulino.
- Scalfari E. e Turani G.**, 1974.  
*Razza padrona. Storia della borghesia di stato*, Milano: Feltrinelli.
- Siciliano G.**, 2001.  
*Cento anni di borsa in Italia. Mercato, imprese e rendimenti azionari nel ventesimo secolo*, Bologna: Il Mulino.
- Siciliano G.**, 2002.  
*La regolamentazione delle borse valori in Europa e negli USA agli inizi del Novecento*, in: «Rivista di Storia Economica», XVIII, pp. 131-192.
- Toniolo G.**, 1993.  
*Il profilo economico*, in: *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, a cura di G. Guarino e G. Toniolo, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Roma-Bari: Laterza.
- Toniolo G.**, 1989.  
*(a cura di), La Banca d'Italia e l'economia di guerra 1914-1919*, Collana Storica della Banca d'Italia - Documenti, Roma-Bari: Laterza.
- Trento S.**, 1993.  
*Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, Temi di discussione della Banca d'Italia n.196.
- Vercelli A.**, 1986.  
*La «lunga crisi»: interpretazioni e prospettive*, in: *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell'economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, a cura dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari «Luigi Einaudi», Bologna: Il Mulino.
- Virno C.**, 1992.  
*Fondi pubblici al sistema delle partecipazioni statali: riflessioni su alcuni schemi interpretativi*, in: *Crisi e ristrutturazione delle imprese a partecipazione statale*, a cura di A. Marzano, Milano: Franco Angeli.
- Zanetti G.**, 1975.  
*Per una politica di aumento della produttività del sistema*, in: *Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana*, a cura di A. Graziani, Torino: Einaudi.
- Zingales L.**, 1994.  
*The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange*, in: «Review of Financial Studies».





## 2 La regolamentazione delle società quotate



## 2 La regolamentazione delle società quotate

Piergaetano Marchetti

### 2.1 **La situazione al momento dell'Unità**

Una visione del divenire nei centocinquant'anni dell'Unità d'Italia della disciplina delle società quotate non è certamente possibile nel succinto spazio concesso, non foss'altro per la molteplicità delle prospettive attraverso le quali la vicenda dovrebbe essere affrontata.

È evidente infatti, per limitarci solo all'angolo visuale giuridico, come alla ricostruzione del divenire della regolamentazione, sia codicistica sia della legislazione speciale (che grande rilevanza ha assunto in materia societaria) dovrebbe accompagnarsi uno studio "sul terreno" degli statuti, delle deliberazioni societarie, del contenzioso, della regolamentazione pubblicistica. Basti pensare, al riguardo, come

praticamente sino alla fine degli anni Cinquanta a livello legislativo non si pose il problema di una (corposa e significativa) regolamentazione differenziale tra società quotate e non. Di qui il grande interesse che avrebbero ricerche ad ampio raggio sugli statuti, così come sull'attività delle Camere di Commercio e ancor prima sulle prassi autorizzative (sino all'entrata in vigore del codice di commercio del 1882 che abolì l'istituto della autorizzazione alla costituzione delle società) e poi su quelle omologatorie da parte dei tribunali civili (prassi, queste ultime, sulle quali si cominciò a far luce all'inizio degli anni Settanta al Tribunale di Milano). Anche questo lavoro, verosimilmente, getterebbe nuova luce nel diritto societario volta volta vigente, non tuttavia, probabilmente, tale da evidenziare



particolari specificità per le società quotate.

In effetti, all'epoca dell'unificazione politica del Paese, il fenomeno della società per azioni è perlomeno limitato e l'istituto è concepito tipicamente come funzionale a raccogliere capitali nel pubblico, anche se questo pubblico è un pubblico limitato. Basti pensare che al 31 dicembre 1865 si annoverano 343 società per azioni, delle quali solo venti con azioni di valore nominale unitario di meno di cento lire (corrispondenti al 2008 a più di 400 euro). Le società quotate alla Borsa di Milano erano due, salite nel 1867 a otto. Non pare azzardato ritenere che complessivamente in tutte le Borse italiane i titoli azionari nazionali trattati negli anni dell'Unità non superassero venti-venticinque società.

Se volessimo usare un linguaggio attuale potremmo dire che la società per azioni nei primi decenni dell'Unità è tipicamente, secondo il modello legislativo, una società con azioni diffuse tra il pubblico. Che la diffusione poi fosse tale da approdare anche alla trattazione in borsa (per la quale non era richiesta una specifica dimensione) era un accidente sostanzialmente privo di rilievo legislativo (Pivato, Scognamiglio, 1972, p. 14; De Luca, 2002). Che la società per azioni fosse tipicamente destinata a fare un qualche appello al risparmio anonimo e diffuso emerge dall'unico modo di costituzione che i codici preunitari, ma anche il codice di commercio, conoscevano, vale a dire la costituzione per pubblica sottoscrizione in adesione a un

programma (i primi prospetti) diffuso dai promotori. E che la società per azioni tipicamente si prestasse ad abusi in fase soprattutto di sottoscrizione era nozione di comune esperienza, addirittura enfatizzata dai giuristi. È d'obbligo la citazione nientemeno che di Jhering (Acerbi, 2011, p. 28) che vede nelle società per azioni uno degli istituti giuridici «più calamitosi» che si risolve in un perenne «campo di battaglia, un cimitero; pozza di sangue, cadaveri, tombe, saccheggiatori, sciacalli». Facevano eco gli economisti quali Boccardo, per cui i «forsennati giochi di Borsa» erano divenuti, «abitudine pressoché universale e ... funesta», vero flagello (Teti, 1999, p. 1217). Insomma, il fenomeno dei venditori di cieli azzurri, o comunque di abili speculatori che lanciano sottoscrizioni a caro prezzo di azioni di società con programmi velleitari, irrealizzabili, se non proprio fraudolenti è coevo all'affermarsi in Italia, pur nei limiti di cui si è detto, della società anonima.

Il problema centrale con il quale, per quanto attiene alla disciplina societaria, nasce il Regno d'Italia è quello di coniugare i principi liberisti con adeguate cautele nei confronti dei gravissimi rischi che l'istituto della società per azioni può arrecare, diremmo con linguaggio moderno, al pubblico risparmio. Per rendersi conto di come il giurista vedeva il problema nei primi anni dell'Unità pare significativo questo brano di Vivante: «La costituzione delle società anonime diede frequenti occasioni in tutti i paesi e anche in tempi recenti a deplorabili

abusi dei loro fondatori. Profittando della fiducia degli azionisti, essi riuscirono spesso a farsi assegnare un grande numero di azioni quale compenso di conferimenti in natura, di fatiche, di progetti cui davano un valore esagerato e le misero in circolazione anche prima che tutto il capitale fosse sottoscritto, illudendo il pubblico col vanto di un capitale che ancora non esisteva. Con false notizie, con programmi ingannevoli o con altri artifici fecero salire il corso delle azioni collocandole nelle mani di povera gente, di operai, di domestici, di piccoli commercianti che ritiravano in cambio dei loro risparmi un foglio di carta senza valore. Quando non poterono spacciare immediatamente le azioni, si prepararono l'occasione di un più lento ma più lucroso collocamento distribuendo coi primi bilanci lauti dividendi, nel cui pagamento impiegavano i primi versamenti fatti dagli azionisti. Le grandi Banche che dovrebbero aiutare la costituzione delle nuove imprese col più scrupoloso senso di responsabilità, favoriscono spesso ogni genere di emissione pur di guadagnare delle laute provvigioni sul collocamento dei titoli. Questi furti, che l'impunità legale rese molto frequenti, non solo pregiudicarono i disgraziati possessori delle azioni, ma screditarono eziandio le imprese onestamente progettate che non poterono costituirsi. Questa dolorosa esperienza ci dà la ragione del sistema complicato e diffidente con cui le leggi s'ingegnarono di garantire nella fondazione dell'impresa l'integrità del suo capitale contro gli abusi dei promotori, e dell'indole

imperativa delle sue disposizioni che restringono la libertà dei contraenti in limiti insolitamente ristretti.» (Vivante, 1903, p. 153 s.). A centocinquant'anni, dopo crisi e qualche incredibile scorreria, forse le crude e semplici parole del grande commercialista prefigurano un dilemma ricorrente.

## 2.2 Dall'Unità al codice di commercio del 1865

In particolare, e tra l'altro, il tema centrale di discussione fu rappresentato dal controllo pubblico autorizzativo (non solo di legalità) e dalla figura dei commissari per la vigilanza sulla gestione. Un progetto piemontese (Lanza) poco prima dell'Unità proponeva per il Regno Sabauda di riformare, rispetto al codice di commercio colà vigente, la disciplina delle società per azioni (ma anche dell'accomandita per azioni) in senso fortemente pubblicistico, nel senso cioè di sottoporre costituzione e gestione a forte controllo amministrativo, giungendo sino a fissare un valore minimo unitario dell'azione col dichiarato fine di evitare l'adescamento di troppo vaste schiere di pubblico non adeguatamente responsabile. Il tema è al centro delle iniziative per la riforma societaria all'indomani della proclamazione del Regno d'Italia. A poco più di un anno dalla proclamazione, viene presentato alla Camera un progetto ministeriale (Pepoli, dal nome del ministro proponente) che pure esso si ispira a una linea piuttosto severa prevedendo sempre l'autorizzazione per la costituzione e commissari di

vigilanza sulla gestione, nonché un valore minimo delle azioni. Questa impostazione, certo prevenuta verso l'istituto societario, nella sua moderna forma anonima, turbata dai rischi di frodi, ma forse mossa anche dall'esigenza di controllare il formarsi di forti centri di potere (residuano elementi della vecchia autorizzazione di polizia), certo consapevole che l'appello al risparmio (relativamente) diffuso

insito tipicamente nell'istituto della società per azioni poteva, senza controlli esterni, creare rischi sistemici significativi, suscitò non poche reazioni, a cominciare dallo stesso Parlamento. Fu così che la Camera istituì una commissione di pochi deputati coordinata da Tommaso Corsi, la quale adottò un'impostazione nettamente liberista giudicando inutile e controproducente il controllo pubblicistico. Il sistema capitalistico, si afferma, «ha capacità civile per trattare i propri affari» (Padoa Schioppa, 2010, p. 208), non ha bisogno di tutele esterne che già avevano dato pessima prova nel prevenire frodi. Sono sufficienti adeguate norme organizzative idonee (anche attraverso vigilanti interni: inizia ad apparire l'istituto dei sindaci) che potranno dare, grazie alle tutele offerte agli stessi partecipanti, la possibilità di esperire azioni di responsabilità e favorire in genere, per così dire, l'operare degli anticorpi del sistema.

In questo contrastato quadro i lavori per la disciplina societaria non progrediscono e si preferì affrontarli attraverso la revisione del codice di commercio piemontese, revisione compiuta nella primavera 1865 ed entrata in vigore il 1° gennaio 1866. Fu questo, anche formalmente, il primo codice di commercio dell'Italia unita. Si deve all'indagine attenta di Giuseppe Acerbi (2011, p. 40) aver messo in luce che nei pochi anni che trascorsero dalla discussione sul progetto Pepoli e la commissione (dal nome del relatore) Corsi – cioè da fine 1862 al 1865 – si assistette a una significativa attività che in via amministrativa, da un lato, imponeva la pubblicazione degli atti costitutivi delle società per azioni autorizzate, dall'altro, offriva criteri per il rilascio della autorizzazione (di competenza centralizzata ministeriale), sul valore unitario delle azioni, sui conferimenti, su altri aspetti più sensibili al fine di prevenire frodi al risparmio. I giudizi complessivi sul codice di commercio del 1865 non sono unanimi. A un'opinione (dominante) che la valuta in termini di un mero *restyling* del codice piemontese, si affianca una visione più propensa a coglierne non pochi aspetti innovativi. Certo è che, per quanto attiene alla disciplina societaria, rimane, e anzi si estende (a tutte le accomandite per azioni, fossero queste nominative o al portatore) il controllo autorizzativo e dei commissari governativi, anche se non è esclusa la nomina volontaria di censori, prototipo dei sindaci, da parte degli azionisti. Si

lascia ampio spazio all'autonomia statutaria in materia assembleare (competenze, *quorum*, ecc.), ma appare una prima disciplina del conflitto di interessi del socio amministratore (art. 148). I casi in cui il socio amministratore non può votare sono solo due, ma di essi uno ha un'importanza enorme: «gli amministratori non possono dar voto ... nell'approvazione del bilancio». E ancora, vale la pena di rammentare il divieto di delega di voto agli amministratori e la loro responsabilità secondo le norme del mandato. Si inaspriscono le norme sull'effettività del capitale, contro gli abusi dei promotori e sui conferimenti, secondo le proposte che già figuravano nel progetto piemontese Lanza. Lo schema costitutivo continuava a essere quello dell'offerta in sottoscrizione cui seguiva l'assemblea dei sottoscrittori secondo lo schema (alternativo rispetto alla costituzione contestuale) rimasto in vigore sino alla recentissima riforma del 2003. Il controllo pubblico viene dunque mantenuto, ma il codice del 1865 pone solide basi per un suo superamento nel momento in cui accredita e vuol dare solide basi a una disciplina che, a prescindere dalla vigilanza esterna e pubblica, concepisce gli amministratori come mandatari, oggi diremmo rigorosamente imparziali, caratteristica questa che è addirittura sancita nell'art. 129, il primo articolo della sezione dedicata alle società anonime e che ne definisce i caratteri tipologici essenziali. Il dibattito tra fautori del controllo pubblico e i liberisti che lo considerano indebito e quindi

di intralcio alla vita economica continua a fasi alterne. Se nel 1866 si istituì presso il Ministero delle Finanze un ufficio strutturato “di sindacato” sulle società, competente per il rilascio delle autorizzazioni e per la vigilanza continua (con competenze particolarmente incisive sugli istituti di credito), dopo solo tre anni l’ufficio è soppresso.

La competenza è attribuita alle Camere di Commercio (*rectius*: a un ufficio provinciale composto dal Prefetto e da due membri eletti dalla Camera di Commercio): regio decreto 5 settembre 1869, n. 5256 (Padoa Schioppa, 1992, p. 213). Le ispezioni vengono ridimensionate perché avranno luogo solo «sul reclamo ... » di azionisti (che rappresentano almeno il 10% del capitale sociale) e sono dirette a verificare il rispetto della legge e dello statuto (escludendosi così nettamente il merito). Eppure, un certo contrappasso si registra in questa deriva verso l’abolizione del controllo pubblico, nel senso che tutte le società industriali e commerciali dovranno pubblicare il loro resoconto (confermandosi così quanto già stabilito in sede di entrata in vigore del codice del 1865 con il regio decreto 30 dicembre 1865, n. 2727), rendiconto lasciato peraltro all’autonomia privata, ma con obbligo di indicare distintamente il capitale nominale, quello sottoscritto e quello realmente versato. Il rendiconto, almeno per estratto, è pubblicato sul Foglio Annunzi Legali e l’ispezione, pur nella più blanda versione adottata dopo la deliberazione di soppressione dell’ufficio di sindacato, si estende (sempre peraltro sul reclamo degli azionisti

che rappresentano almeno un decimo del capitale) all’ipotesi di evitare che “i resoconti e i prospetti pubblicati siano inesatti” (il che, in assenza di una analitica disciplina della materia, continua a tenere aperto un significativo spazio al controllo di merito).

### 2.3 Il codice di commercio del 1882 e la sua preparazione

Le istanze liberiste guadagnano terreno, per quel che concerne le società per azioni, con il codice di commercio del 1882, varato dopo lunghi e complessi lavori preparatori di cui abbiamo memoria grazie all’eccezionale opera di Marghieri (Marghieri, 1885), lavori che presero il via proprio dopo soli tre anni dall’entrata in vigore del codice del 1865, in quel 1869 che, come si è visto, segnò l’addolcimento del controllo pubblico sulle società anonime con la smobilitazione dell’apposito ufficio ministeriale. Le istanze imprenditoriali e liberiste furono certamente alla base della richiesta di una legislazione più favorevole allo sviluppo dell’economia (per la vicenda, per tutti, Padoa Schioppa, 1992, p.157 ss.; Teti, 1999; Ungari, 1974, Acerbi, 2011).

Uno dei temi principali che attraversarono la lunga fase dei lavori per il codice del 1882 fu, ancora una volta, quello dell’autorizzazione per la costituzione di società anonime e del controllo esterno. Alla tesi del mantenimento dell’autorizzazione governativa si contrappose (e fu accolta addirittura dal Senato) la tesi, che dopo più di un secolo venne

accolta, di affidare il controllo sulla costituzione delle società anonime al solo notaio cui spettava di redigere (ora per atto pubblico) l’atto costitutivo. Alla fine si giunse alla soluzione di compromesso di concepire il controllo sulla costituzione in termini di mero controllo di legalità, affidandolo al Tribunale civile. Fu la soluzione della cosiddetta omologazione destinata a durare appunto sino agli anni Duemila.

Correttamente si è osservato che il dissidio sul problema tecnico a chi affidare il controllo sulla costituzione della società nascondeva, ed era conseguenza di, un ben più profondo dissidio sulla “filosofia” ad adottare nella nuova disciplina delle anonime: lasciare agire liberamente, come in ogni affare privato, gli interessati, fidando nella loro capacità di autotutelarsi; ovvero considerare la società azionaria non un fatto meramente privato, ma di “ragione pubblica” in quanto facevano appello al “capitale nazionale”

(Teti, 1999, p. 1233). È evidente che la concezione liberista, che annoverava in prima persona imprenditori del calibro del senatore Alessandro Rossi, doveva guadagnare terreno quanto più si diffondeva il numero delle società per azioni, tanto più si restringeva la prudentiale coincidenza iniziale tra anonima e società che fa appello al pubblico (ancorché limitato, date le soglie per l'investimento azionario minimo) dei risparmiatori. Era in un certo senso naturale che il ceto imprenditoriale fosse portato a ritenere la società anonima “cosa sua”, di un ceto ormai responsabile e capace di autocontrollo, dimenticando, peraltro, che la società anonima si divaricava, comprendendo anche società a più largo azionariato, quel più largo azionariato che Matteo Pescatore, il paladino nel dibattito parlamentare di forti controlli non esitava a definire “razza pecorile”, incapace di qualsiasi efficace ruolo di supervisione collettiva.

Parallelamente alla discussione sul controllo pubblico in sede di costituzione si sviluppa, come è naturale, quella sul controllo esterno sull'attività sociale. La caduta dell'istituto dei commissari pubblici era inevitabile. Si adotta la soluzione, in sostanza tuttora in vigore, dei sindaci nominati dall'assemblea (tre o cinque effettivi e due supplenti soci e non soci «per la sorveglianza delle operazioni sociali e per la revisione del bilancio»: art. 183 cod. comm. 1882). Soluzione, anche questa, non indolore, dato che il dibattito parlamentare, ma anche qualche Camera di Commercio, rivelarono voci di scetticismo sull'efficacia di un controllo affidato a persone scelte e retribuite da coloro che nominano pure i controllati (Padoa Schioppa, 1992, p. 176; Teti, 1999, p. 1239). Come contrappeso a questa dissoluzione del controllo pubblico si cerca di rafforzare i diritti delle minoranze, si estende la disciplina della pubblicità legale e prende qualche maggior consistenza la, prima inesistente, disciplina del bilancio (al quale vengono dedicati nel codice del 1882 otto articoli: artt. 189 n. 6 e 176-182). Appare la clausola generale per cui «il bilancio deve dimostrare con evidenza e verità gli utili realmente conseguiti e le perdite sofferte», l'obbligo di relazione dei sindaci sul bilancio (ai sindaci spetta un coinvolgimento diretto, in quanto devono concordare con gli amministratori la “forma dei bilanci”, modelli legali essendo prescritti solo per gli istituti di credito e le compagnie di assicurazioni), il divieto di distribuire somme non

corrispondenti a utili realmente conseguiti, ma si consente di retribuire (per non più di tre anni) il capitale con interessi computati tra le spese per le società la cui messa a regime, dato l'oggetto sociale, richiede tempo (art. 181). Si rafforza la tutela del capitale introducendo la regola della sottoscrizione totale del nominale e del versamento di almeno i tre decimi delle azioni sottoscritte, si introduce il divieto di emettere nuove azioni sin tanto che quelle in circolazione non siano interamente liberate, appare l'istituto della riserva legale, nonché la regola del limite del capitale versato ed esistente per l'emissione di obbligazioni (emissione che può avvenire, come per la costituzione, mediante “pubblica sottoscrizione” tramite “un manifesto” – leggasi: un prospetto – di cui si disciplina il contenuto: art. 173). Regole, queste, ben note al giurista che le vede sopravvivere in non poca misura sino almeno alla riforma del 2003. E si ritrova pure il giurista nel clima antecedente l'ultima riforma e la disciplina speciale delle azioni quotate quando analizza le norme in tema di responsabilità (e controlli) degli amministratori. L'azione di responsabilità per atti od omissioni verso la società e i terzi è deliberata dall'assemblea che «la esercita attraverso i sindaci». Compagno gli istituti ben noti della denuncia a iniziativa di aliquote di capitale al collegio sindacale e al Tribunale stesso (ma non, come avverrà più tardi, a iniziativa del pubblico ministero) quando «sia fondato motivo di grave irregolarità nello svolgimento dei doveri degli

amministratori e dei sindaci». Si può giungere all'ispezione e ai commissari ma, salvo una pubblicazione integrale della relazione in caso di sospetto non infondato, la parola finale è rimessa poi all'assemblea. Il conflitto di interessi è disciplinato in termini generali senza più la tipizzazione del codice del 1865 del voto sul bilancio. Ho detto che non si fa fatica a riconoscere istituti a noi ben famigliari anche un secolo dopo la loro introduzione. Ciò rende conto della formidabile *path dependance* che caratterizza il sistema italiano. Ed il sistema assestatosi a fine ottocento, in sostanziale assonanza con quello dei principali paesi europei, è un tipico sistema che si basa sulla forza e la fiducia di un ceto imprenditoriale cui si apriva il mondo e che fidava nella propria iniziativa, ma anche nei propri anticorpi. È presto ancora per parlare a proposito della disciplina societaria di mercato. I soci sono visti come imprenditori più che come risparmiatori. I contraenti deboli non sono in questa arena, sono i consumatori di beni, consumatori alla cui maggior tutela presto si dirigeranno le note battaglie di Cesare Vivante e Angelo Sraffa. Vivante, il più moderno dei commercialisti, si attesta sulla vigilanza degli azionisti ben consapevole delle frodi cui la grande anonima poteva prestarsi, ma altrettanto fiducioso nel baluardo di norme imperative affidate agli azionisti e alla loro assemblea (Teti, 1999, p. 1239). Perfettamente omogenea a questa impostazione era la disciplina delle borse, affidate, come è noto, alle

Camere di Commercio, enti di natura pubblicistica, ma largamente affidate alla guida del ceto imprenditoriale delle varie località. Durante i lavori per il Codice del 1882 si formò una commissione *ad hoc* disposta dal Ministro Castagnola per affrontare il problema delle borse, sui cui lavori ci informa come di consueto l'opera di Margheri. Anche in materia di borsa i nostri legislatori di fine ottocento adottano un metodo (che troppo di frequente siamo costretti a rimpiangere nel nostro Paese) di alta professionalità con un'attenta ricognizione comparatistica. Si prende atto che le borse sono una delle massime e più utili istituzioni per la vita economica e commerciale e si dà atto delle diverse impostazioni che il legislatore può assumere: quella della completa liberalizzazione e quella di una (almeno parziale) disciplina pubblicistica. La conclusione è di limitare l'interferenza pubblica ma che tuttavia «sarebbe irrazionale ... che il governo lasciasse attribuzioni tanto gelose quanto sono quelle inerenti alle borse in Italia in balia di una riunione privata» (Margheri, 1885, appendice, p. 11). La soluzione accettata dal codice del 1882 è, come per la autorizzazione e il controllo, una situazione di compromesso molto squilibrata verso l'autonomia privata. Delle borse si tratta solo nel Regolamento di esecuzione ove si conferma il principio dell'attribuzione alla Camera di Commercio della competenza in materia di borse, che pure sono istituite su proposta di una Camera di Commercio con decreto reale. La succitata disciplina

(soggetta successivamente a qualche ritocco) in relazione ai titoli quotati emessi da società si limita a prescrivere che la loro ammissione alla trattazione in borsa è di competenza camerale, sentita la deputazione di borsa. Successivamente, (regio decreto giugno 1907) comparirà il requisito "che siano stati approvati dall'assemblea generale dei soci e pubblicati i bilanci di due esercizi" e che al parere favorevole della deputazione di borsa si aggiunga quello del sindacato di borsa (quest'ultimo parere fu fortemente voluto dagli ambienti interessati in quanto il sindacato era composto da mediatori che, peraltro, si è osservato da altri, proprio per questo motivo "avrebbe potuto troppo facilmente rendersi strumento di particolari interessi" (Bianchini, 1911, p. 1351). Solo per l'ammissione dei valori esteri è richiesta una autorizzazione governativa. A ogni altro aspetto dovranno provvedere i regolamenti emanati da ciascuna borsa (nel 1911 se ne contavano trenta!).



#### 2.4 **Propositi di riforma e disciplina delle borse sino al progetto Vivante del 1922**

Che la soluzione del codice del 1882 fosse un compromesso instabile, che il problema dell'alternativa tra ampia autonomia e controlli rigorosi anche di tipo pubblicitario esterno, ovvero tra una concezione della società anonima come esplicazione di libera attività economica, piuttosto che strumento diretto (anche) a coinvolgere il risparmio del Paese con tutti i conseguenti rischi, che questo problema continuasse a dividere e appassionare fu evidente già negli anni immediatamente successivi all'entrata in vigore del più lodatissimo codice di commercio. Basti pensare che iniziative varie di matrice ministeriale, per

ritornare sulla disciplina societaria, si hanno nel 1891, nel 1894 (una commissione elabora proposte di riforma), nel 1904, nel 1905, nel 1910 (si approdò a un progetto di oltre duecento articoli). Si intrecciavano importanti convegni di ambienti interessati quali il primo congresso delle società anonime organizzate dalla neocostituita Assonime che si celebrò a Torino nel 1911. E basta scorrere le prime annate della *Rivista del diritto commerciale*, fondata nel 1903 da Vivante e Sraffa, per avere una testimonianza dell'ampiezza, intensità e, per molti versi, eccezionale attualità del dibattito. Come ha sottolineato di recente Antonio Padoa Schioppa (Padoa Schioppa, 2010, p. 7 ss. e p. 25) la nota anonima della direzione della *Rivista di diritto commerciale*

che introduce il progetto Fani-Luzzati del 1910 esprimeva una valutazione positiva del progetto nella precisa e dichiarata consapevolezza che il problema era quello di trovare un equilibrio tra il filone più liberista, contrario «all'introduzione di vincoli e controlli» penetranti e quella opposta che invocava norme rigorose adeguate a combattere frodi e abusi. Attualità, dicevo, di quel dibattito. Fu allora che apparvero idee quali quelle del sindaco eletto dalla minoranza, ovvero della legittimazione del singolo socio a esperire l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (Padoa Schioppa, 2010, p. 18 e ss.). E sono questi anche gli anni in cui si invoca una più adeguata disciplina del bilancio, in cui si caldeggia ampia autonomia

all'assemblea, ma nella consapevolezza della funzione molto spesso «decorativa» (Padoa Schioppa, 2010, p. 21) dell'assemblea stessa (non proprio, come riteneva Pescatore, docile gregge, ma neppur unico contropotere), e in cui pure si invocano forti presidi alle minoranze e rigidi baluardi alle frodi, comprese quelle che potevano derivare da un disinvolto utilizzo delle azioni al portatore. Sul fronte della borsa nulla si fece nella sostanza, dovendosi peraltro segnalare il rigetto di una proposta di estrema liberalizzazione della quotazione in borsa eliminando il *placet* delle Camere di Commercio e i requisiti di almeno due bilanci (ben sintetici peraltro!) approvati (Padoa Schioppa, 2010, p. 24). L'assetto istituzionale *post-unitario* basato sulla competenza della Camera di Commercio si rafforza e stabilizza con la legge 30 marzo 1913, n. 272, sulle borse che doveva regolare la materia in sostanza per molti aspetti sino alla riforma del 1974 se non addirittura sino all'introduzione della SIM. L'impianto pubblicistico della Borsa affidato alla Camera di Commercio rimane, ma si accentua il controllo governativo dato che i Ministri competenti possono in ogni tempo, seppur di concerto con l'ente camerale, svolgere ispezioni ed «emanare i provvedimenti reputati di volta in volta necessari, secondo le speciali condizioni del mercato, per assicurare il regolare andamento degli affari nelle singole borse». Ai mediatori poi (ora, per i valori mobiliari, agenti di cambio) iscritti (e tali devono essere) al ruolo «è vietato di

esercitare il commercio relativo alla specie di mediazione da essi prestato», fissandosi rigida incompatibilità con gli uffici bancari (art. 24). Proprio la facoltà di operare anche in proprio in stretta commistione con istituti di credito e finanziari se, da un lato, aveva registrato un impetuoso sviluppo del mercato borsistico nei primi anni del secolo, dall'altro, aveva secondato la gravissima crisi del 1907 (sulla regolazione: Baia Curioni, 1995).

Le continue tentazioni riformatrici in materia societaria ripresero appena terminata la guerra del 1915-1918 con plurime iniziative, destinate peraltro a restare lettera morta sino alla riforma del codice civile del 1942. Il periodo tra le due guerre merita comunque grande attenzione perché, coincidendo largamente con il ventennio fascista, rivela (almeno sotto questo particolare punto di vista, quello cioè della disciplina delle società anonime) il blocco tra grande imprenditoria e potere politico. Il ceto dei giuristi mostra certamente una certa dose di resistenza in punto di indipendenza di valutazione che impedisce derive estreme quali l'adesione alle note tesi germaniche della tutela dell'impresa in sé.

Il nesso tra clima politico-sociale e disciplina societaria e la svolta del fascismo si coglie anzitutto analizzando, seppur a grandissime linee, e assumendone ad esempio paradigmatico, alcune problematiche, il cosiddetto progetto di riforma Vivante, presidente di una commissione incaricata nel giugno 1919 dall'allora Ministro Guardasigilli Lodovico Mortara di riforma non

solo della disciplina societaria, ma del codice di commercio nella sua interezza. La commissione licenziò il progetto nel 1922 (ante marcia su Roma) accompagnato da una relazione per la materia societaria di Antonio Scialoja. In un clima generale di forte presenza del movimento socialista, sensibile e reattivo ai grandi profitti di guerra del ceto imprenditoriale, la manipolazione delle assemblee da parte dei gruppi di comando, i gruppi societari a catena, i sindacati di voto, la scarsa affidabilità dei bilanci, la sostanziale irresponsabilità degli amministratori fiduciari degli azionisti di controllo, diventano temi «sensibili» sui quali il progetto interviene (Padoa Schioppa, 2010, p. 27 ss.). Anzitutto, la manipolazione delle

azioni. La nominatività obbligatoria (pur introdotta dal 1920 al 1922) non viene imposta, come da più parti si voleva, ma viene incentivata dal momento che nelle assemblee ordinarie legittimati al voto sono unicamente i titolari di azioni nominative iscritti a libro soci da almeno tre mesi. E poi i sindacati di voto, vietati senz'altro. E ancora, il diritto della minoranza di esperire l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. Si introduce la possibilità di emettere azioni a favore dei dipendenti, ma non si giunge (la proposta era stata formulata) a includere nel consiglio di amministrazione di loro rappresentanti.

Su questi aspetti significativamente si indirizza puntualmente la reazione di Assonime e Confindustria, che elaborò un vero controprogetto di Codice di Commercio. In particolare, durissima è la difesa dei patti di sindacato, considerati essenziali per la stabilità e la difesa contro avventurose scalate. Altrettanto decisa è la contrarietà alla nominatività obbligatoria e all'azione di responsabilità promossa dalla minoranza. L'obiettivo di vanificare gli sforzi del progetto Vivante in tema di trasparenza, tutela delle minoranze, responsabilità degli amministratori da parte dei rappresentanti del ceto imprenditoriale "non sorprende" ci dice Antonio Padoa Schioppa: «da un lato [esso] evidentemente risponde agli interessi degli imprenditori, dall'altro queste esigenze potevano ora meglio farsi valere, in quanto il clima politico era profondamente mutato rispetto agli anni in cui era maturato il progetto Vivante. L'avvento di Mussolini al potere infuse in effetti al capitalismo italiano o quanto meno a una parte importante di esso, la fiducia che le istanze degli imprenditori potessero ormai ottenere da parte del Governo un ascolto ben maggiore che nel recente passato, dopo le accese tensioni sociali del primo dopoguerra...». (Padoa Schioppa, 2010, p. 36). Questa attesa da parte del ceto imprenditoriale, continua l'Autore citato, «si rivela non infondata». Già nel 1923 i lavori per un nuovo codice di commercio ripartono da zero nell'ambito di un più vasto movimento di riforma dei codici che Mussolini intende promuovere. Guida la sottocommissione

incaricata di rivedere appunto il codice di commercio, e con esso la disciplina societaria, un "fedelissimo": Mariano D'Amelio, primo Presidente della Corte di Cassazione dal 1923 al 1943. Il progetto pronto alla fine del 1925, a regime ormai consolidato, prosegue seppur con misura nella deriva filo-gruppi di controllo e di reazione alle illusioni vivantiniane. Sempre per limitarci ad alcuni degli istituti più sensibili e significativi, basti ricordare come cada qualsiasi contrarietà per le azioni al portatore, così come ogni preclusione di principio nei confronti dei sindacati di voto (per i quali pure si propone un limite di validità temporale), così come viene abbandonata l'idea di azioni di responsabilità su iniziativa delle minoranze. Non si giunge a introdurre le azioni a voto plurimo. Compaiono le azioni a voto limitato e diventa facoltativo il voto scalare, altro tradizionale strumento per rafforzare il ruolo dell'assemblea e dell'azionariato diffuso. Fa, in corrispondenza con la legittimazione dei sindacati di voto, la sua apparizione la clausola di gradimento. Nonostante le concessioni, gli ambienti imprenditoriali (Consiglio dell'Economia, questa volta, e, ancora, Assonime) non rinunciano a criticare come troppo timidi nei confronti degli interessi del ceto imprenditoriale e dei gruppi di comando le soluzioni del progetto D'Amelio. Il voto plurimo, la rimozione di ogni vincolo ai sindacati di voto, la eliminazione di *quorum* costitutivi utilizzabili come strumenti di veto a favore almeno di minoranze qualificate sono alcuni dei cavalli di battaglia del

mondo imprenditoriale. Un mondo imprenditoriale al quale è totalmente estranea la prospettiva che il rigore e la tutela delle minoranze potessero essere volano per uno sviluppo del sistema, un mondo imprenditoriale relazionale, indifferente alle problematiche di platee diffuse di risparmiatori. Eppure eravamo alla vigilia di Berle e Means, ma in un paese che ben presto, peraltro, si doveva avviare verso strade dirigiste e autarchiche. E in effetti, quella vigilanza e quella supervisione affidate ai meccanismi dello stesso sistema societario che il filone riformatore di Vivante aveva senza successo propugnato in breve tempo sarebbe stato occupato da un rinnovato tipo di controllo e presenza pubblica. Lo stato "amico" diventava anche lo Stato imprenditore e controllore. Fu così che, tra l'altro, venne introdotta nel 1926 e rafforzata nel 1935 l'autorizzazione ministeriale alla costituzione e alle emissioni azionarie che superassero determinate soglie. Un ritorno, per certi versi all'antico, davvero solo per finalità di contrasto dei flussi monetari? Dilagò il fenomeno dello Stato imprenditore e delle società azionarie a partecipazione pubblica, si riformò l'istituto del collegio sindacale istituendo un ruolo di revisori contabili soggetto a controllo pubblico, al quale almeno un sindaco doveva appartenere. Ancora una volta alla base di alcune di queste riforme (e segnatamente quella del rafforzamento del controllo contabile) stanno i suggerimenti di Cesare Vivante (Padoa Schioppa, 2010, p. 55 ss.). Un Vivante,

peraltro, ormai scettico sul ruolo dell'assemblea, quasi rassegnato di fronte al potere degli amministratori, fautore, anzi, di un realistico rafforzamento del potere esecutivo (Teti, 1999, p. 1262) che nel continuare ad additare (Padoa Schioppa, 2010, p. 58) l'esigenza di controlli inevitabilmente apriva la legittimazione a un forte intervento dello Stato, uno Stato che non dettava le regole del gioco, ma che autorizzava, proteggeva i gruppi di comando, ne traeva, a sua volta, sostegno organico, nella nota concezione corporativa. Uno stato, anche, che non esitava a usare la sanzione penale con la riforma Rocco in modo pesante, salvo poi, ma qui facciamo un ardito salto di decenni sino all'immediata vigilia dei giorni nostri, ritrarsi quando troppo indulgenti (o interessate) visioni liberiste invocheranno l'alibi dell'autoregolamentazione, dei meccanismi di mercato per ridurre drasticamente la tutela penale. Insomma, si dispiega negli anni Trenta, favorito paradossalmente dal combinato operare di crisi economica, isolazionismo e autoritarismo corporativo, la concezione di Rocco per cui sono la direzione e la "alta vigilanza" del potere pubblico l'istanza cui è affidato l'equilibrio dei poteri economici pur nel rigido e prezioso rispetto di «un'ordinata gerarchia di classi e di funzioni produttive» (Teti, 1999, p. 1237; Ungari, 1963).

## 2.5 Il codice del 1942

Con il progredire del tempo ci si avvicina a vicende, ovviamente, più note e facenti parte del bagaglio

culturale non solo degli specialisti. Pare così superfluo ripercorrere le vicende che condussero al codice (unico, stante l'unificazione *in extremis* di quello civile e commerciale) del 1942, con la disciplina societaria dapprima contenuta nel progetto di codice di commercio varato nel 1940 a seguito dei lavori di una commissione ministeriale presieduta da Alberto Aquini (che, come noto, ebbe anche cariche pubbliche nel periodo fascista), indi trasfuso in un progetto di Libro V dell'unificato (progetto) di codice unico (a sua volta il progetto ebbe varie stesure) ed infine appunto nel Libro V "del Lavoro" del codice varato con il regio decreto 30 marzo 1942, n. 318. Il giudizio sul codice per quanto riguarda la società per azioni (non si parla più di "anonima" anche perché seppur per ragioni di guerra era ormai stata imposta con regio decreto legge 25 ottobre 1941, n. 1148, confermato con regio decreto legge 29 marzo 1942, n. 239, la nominatività obbligatoria) il giudizio, dicevo, degli studiosi è tutt'altro che univoco. A chi lo ritiene nato vecchio e superato si oppone l'opinione secondo cui «l'ambizione del codice non era certamente quella di attirare il risparmio privato, il piccolo risparmio tante volte evocato nella Relazione, verso l'investimento azionario, quanto piuttosto quella di difendere gli equilibri di potere e impedire ogni indesiderata intromissione nel controllo delle società. D'altro canto questa scelta era anche la logica e naturale conseguenza di una serie di fattori: la scarsa

propensione dei risparmiatori all'investimento azionario e la preferenza per il più tranquillo reddito fisso, la ridotta importanza che tradizionalmente aveva avuto il ricorso al piccolo risparmio per la formazione del capitale di rischio in Italia, l'esistenza di canali alternativi di finanziamento» (Teti, 1999, p. 1278).  
Segni di questa "debolezza" del codice del 1942 sarebbero tra l'altro, proprio in relazione al mancato accoglimento di proposte che pure, anche all'inizio del ventennio, erano state coraggiosamente formulate, la mancata disciplina dei sindacati di voto, la piuttosto tenue tutela delle minoranze, la debolezza del Collegio sindacale e quindi la supervisione esterna, la debolissima disciplina dei gruppi e in particolare delle partecipazioni incrociate (sussisteva solo il divieto di sottoscrizione reciproca del capitale), la rinuncia dell'azione di responsabilità sociale della minoranza e così via.

Altri (Padoa Schioppa, 2010, p. 82) preferirono sottolineare con una visione più storicistica «il conseguimento di un assetto normativo sostanzialmente equilibrato tra autonomia privata e profili di controllo interni e pubblici», considerato alla stregua «di un'elaborazione normativa fondata su un ... lungo ed approfondito percorso di preparazione». Altri ancora sottolinearono le occasioni mancate, ma anche la realistica, la realisticamente necessaria, diremmo, esigenza di consolidare un sistema capitalistico certo non robusto, ma anche il merito di aver resistito alle sollecitazioni più social-dirigistiche, populisticamente anticapitalistiche e antiliberiste, di parte della dottrina fascista (Acerbi, 2010, p. 88 ss.).  
In effetti, per giudicare il codice del 1942 occorre far buon uso della sensibilità storica, avendo cura di rispettare l'insegnamento che render conto dello "ieri" non significa vedere con gli occhiali del "dopo". Una normativa più rispettosa delle esigenze del mercato del risparmio, più incisiva verso i gruppi di comando, più "efficiente" nel conflitto degli amministratori e delle informazioni contabili appare impensabile in un'economia autarchica, di guerra, in un regime che certo non assumeva a valore la concorrenza, che vedeva, tutto sommato, nel nesso grande impresa-potere politico un presidio prezioso. Ed è ancora degno di nota come qualche strumento, che certo si rivelerà inadeguato (ma che esiterei a definire *tout court* di premeditato alibi ideologico e mistificatorio) come la denuncia al collegio sindacale e il reclamo

al Tribunale anche a iniziativa del Pubblico Ministero, così come una ben più articolata disciplina del bilancio, la tutela degli obbligazionisti e la disciplina dell'opzione, viene ad arricchire il panorama della (certo non forte) tutela (anche) dell'azionariato di minoranza.

## 2.6 Il dopoguerra e la Costituzione

La critica, piuttosto, deve riguardare il "dopo", la lentezza e la fatica con cui in Italia si scopre il mercato, l'esigenza di tutela del risparmio mobiliare diverso dai titoli di stato, la necessità di una disciplina dei gruppi, di più adeguati controlli nel quadro di un'economia aperta. Qualche maggiore attenzione viene riservata in sede di lavori dell'Assemblea costituente alla partecipazione dei dipendenti e al "risparmio popolare". Sotto il primo profilo, si evita il riconoscimento costituzionale dei Consigli di Gestione, ma si introduce la norma programmatica allora assai impegnativa per cui: la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge, alla gestione delle imprese (art. 46 Cost.). Sotto il secondo aspetto si sancisce il favore per l'accesso del risparmio popolare "al diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese" (art. 47 Cost.), norma da cui scaturì la introduzione nell'art. 2441 dell'ultimo comma relativo al trattamento di favore per gli aumenti di capitale riservati ai dipendenti. Si delinea così, anche con

specifico riferimento alla materia societaria, quel “compromesso straordinario” che caratterizza l’epoca della Costituente (e che, come noto, trova nei tre commi dell’art. 41 una esemplificazione quasi plastica) tra, per dirla con Calamandrei, la rivoluzione mancata e la rivoluzione promessa (per quest’epoca per tutti Acerbi, 2010; Marchetti, 1997, del quale ultimo contributo si farà qui ampio uso).

Il rapporto “Industria” della Commissione economica presso il Ministero omonimo alla Assemblea Costituente non cita neppure una norma della disciplina vigente come bisognosa di riforma. L’attenzione si appunta sulla interdipendenza tra le grandi imprese societarie (interdipendenze multiple, a catena, fra gruppi ristretti di fiduciari, rappresentanti di oligarchie economiche), sulla conseguente formazione di posizioni di monopolio di fatto, sulla capacità delle “oligarchie economiche” di utilizzare la diffusione dell’azionariato «per esercitare un potere assoluto». La diagnosi sfocia nell’affermazione di una generica opportunità «che lo Stato sorto dalla Costituente debba, come è avvenuto in altri paesi, intervenire in questo campo con adatte disposizioni legislative e pubblici controlli». Vi è la riluttanza a disegnare, seppur a grandi linee, un modello di disciplina societaria, così come l’assenza, pur in un quadro che predica l’ammodernamento delle strutture dell’economia capitalista, di specifici e decisi riferimenti a un ruolo dei mercati, ovvero all’opportunità di una disciplina *antitrust* (e non genericamente, e ancora in modo equivoco, di

limitazione dell’iniziativa privata) del tipo di quella che erano gli Sati Uniti a esportare nei paesi sconfitti. Non maggiori sono le indicazioni di disciplina che si ricavano dai pur corposi risultati dell’indagine straordinaria sulle società per azioni che De Gasperi non volle fossero allora pubblicati: una forte sottolineatura dell’alto livello di concentrazione e dei poteri di gruppo che potevano costituire la premessa per proporre ben più radicali interventi strutturali rispetto a una mera riforma della disciplina societaria. Si preferiscono da parte di chi denunciava il sistema capitalistico chiuso del Paese formule e parole d’ordine generali (la politica “antimonopolistica”, la svolta “democratica nell’economia”), rispetto a progetti di riforma che si misurano sulle soluzioni specifiche e articolate e che rappresentano quindi in un certo senso il “momento della verità” del proprio progetto politico. Rimane dunque nel dopoguerra la riforma delle società per azioni, una “terra di nessuno” in Italia. A fronte della tendenza dei giuristi a «fare riferimento più a schemi dogmatici o ad astrazioni classificatorie che non alla realtà economica e al sostrato sociale, anche quando devono affrontare problemi di ordine legislativo», stanno gli economisti che dimostrano disdegno o nobile distacco nei confronti degli istituti positivi (Visentini, 1968). Opera il “ricatto ideologico” degli anni del dopoguerra, il timore, che la concezione della società per azioni come roccaforte del capitalismo induce, che il dibattito per la riforma possa essere letto come una sorta di referendum sul sistema capitalistico, obbligando

a scelte di campo radicali, predicate, ma tiepidamente volute. Per sfuggire a questo nodo ognuno prende le distanze da un discorso puntuale sulla riforma della società per azioni. Come per la disciplina *antitrust* vi era il convincimento che vi fosse altro cui pensare: occupazione, ricostruzione, equilibrio politico, guerra fredda e così via.

## 2.7 Le proposte di Ascarelli e degli Amici del Mondo. La Commissione Santoro Passarelli

Il discorso della riforma è ripreso a metà degli anni Cinquanta da una ristretta pattuglia di uomini che comprende pubblicisti e polemisti (Ernesto Rossi e il giovane Eugenio Scalfari), giuristi (Tullio Ascarelli e Bruno Visentini), politici (Riccardo Lombardi e Ugo La Malfa). Il “Mondo” e i convegni degli Amici del Mondo costituiscono il luogo in cui si coagula la posizione riformista sul governo delle imprese in un clima culturale eclettico, occidentale, antimarxista ma sensibile alle esigenze di economia sociale e liberal-socialiste. Inizia così una “lunga marcia” per la riforma del diritto societario e per la disciplina antimonopolistica che non a caso vedrà costantemente nel ruolo di protagonisti alcuni di coloro che parteciparono all’evento che in qualche modo segna l’avvio di tale lunga marcia, vale a dire il Convegno tenutosi a Roma il 12 e 13 marzo 1955 per iniziativa degli Amici del Mondo. Basti pensare al fatto che tra i membri del comitato promotore del Convegno

si annoverano Ugo La Malfa e Bruno Visentini, che il progetto di riforma allora delineato venne presentato come proposta di legge nel 1956 e nel 1958, che Bruno Visentini fa parte della Commissione ministeriale che mise a punto il “grande” progetto di riforma nel 1965, che decisivo è il ruolo di La Malfa nella ripresa di un progetto di riforma nel 1973 e poi nel varo della riforma del 1974 (il decreto legge 8 aprile 1974, n. 95 convertito nella legge 7 giugno 1974, n. 216) che, con l’istituzione della Consob, avrebbe costituito la prima importante riforma del diritto societario. La legge *antitrust* italiana vede la luce nel 1990 sulla base di due progetti di legge dovuti a un esponente del partito di La Malfa, Battaglia, e a un giurista sensibile all’insegnamento di Ascarelli, Guido Rossi (Donativi, 1990). La riforma della disciplina societaria viene concepita in funzione antimonopolistica. La valenza monopolistica della disciplina societaria (allora vigente) è, per Ascarelli, duplice. Da un lato, si osserva come sussista «la possibilità di utilizzare la formazione di varie società per conciliare l’unità di comando di varie imprese da parte di una persona o di un gruppo», grazie alla leva finanziaria che il gruppo assicura. Dall’altro lato, vi è il rischio «della formazione di prepoteri di singoli o gruppi all’interno della società (...) e così pure sempre (della) formazione di prepoteri e di concentrazione di poteri che costituisce il quadro nel quale deve collocarsi il fenomeno delle formazioni monopolistiche, ove se ne voglia cogliere l’intera portata nella

struttura economica e nella stessa funzionalità della struttura politica». Entrambi tali aspetti, nel momento in cui viene a mancare il meccanismo regolatore insito nell’associazione tra potere e rischio, pone una domanda di meccanismi idonei a selezionare «i dirigenti capaci e incapaci» (Ascarelli, 1956, 1955). In questa prospettiva, è logico che le proposte di riforma societaria si fondino, tra l’altro, sullo smantellamento dei sistemi di partecipazioni reciproche, sulla limitazione del proliferare di opache società di comodo (che spesso nascondono il perseguimento di fini consortili), su di un irrobustimento dei controlli e del ruolo degli azionisti (della “maggioranza” degli azionisti delle società a capitale diffuso) e degli spazi di autotutela, sulla conseguente introduzione di una legittimazione di gruppi di soci a esperire direttamente l’azione di responsabilità, sulla elezione per liste del collegio sindacale (il collegio sindacale «assumerebbe allora nei confronti degli amministratori che costituirebbero l’esecutivo, una funzione parlamentare di esponente dell’elettorato attivo riunito in assemblea», sull’incentivazione di forme associative tra azionisti diversi da quelli che costituiscono il gruppo di controllo, su di una limitazione dell’incetta “inconsapevole” di deleghe di voto, e così di seguito. La limitazione della possibilità di autofinanziamento dei gruppi di controllo, la facilitazione dell’*exit* degli azionisti (attraverso la rimozione di vincoli alla libera circolazione delle azioni), rigorosi

divieti di finanziamenti infragruppo dovrebbero concorrere a costituire un presidio alla posizione patrimoniale del socio escluso dal comando. A tutto ciò si aggiunge la forte istanza per un’adeguata informazione dei mercati accompagnata da un controllo pubblicitario sulla completezza e veridicità dei dati diffusi. Complessivamente, da un lato «devono studiarsi misure pubblicitarie integrative in relazione a quella più vasta diffusione delle azioni che si collega col loro collocamento nel pubblico attraverso le borse» (la necessità di una regolamentazione dei collocamenti e dell’appello al pubblico risparmio è ricorrente); «dall’altro non devono trascurarsi le misure volte a facilitare la possibilità di autotutela del singolo», dal momento che, nonostante l’assenteismo dell’azionista risparmiatore, l’esperienza storica e comparatistica dimostra «una certa efficienza di norme la repressione della cui violazione è affidata all’iniziativa del singolo» (Ascarelli, 1956). Il progetto di Ascarelli venne tradotto in una proposta di legge del 1956 di Villabruna e ripresentato nel 1958 da La Malfa e Lombardi. In essi si delinea un sistema misto, che oggi definiremmo di supervisione interna ed esterna sul governo delle imprese, e un ruolo del mercato finanziario (il “collocamento” o “l’opinione pubblica” dei risparmiatori nel linguaggio ancora incerto dell’epoca) come “momento della verità” (il luogo e il momento in cui si “giudica”

la capacità) e luogo di controllo di quella concentrazione di potere finanziario che, grazie al sistema delle partecipazioni reciproche e del reticolo di gruppo, può agevolare sistemi – diremmo sempre oggi – di “tasca profonda”, i quali, a loro volta si ribaltano a livello del mercato del prodotto.

In Ascarelli ricorrono, come è evidente, molti motivi già presenti nel primo Vivante degli anni Venti, ma anche dosi di realismo che caratterizzano i progetti successivi. Il filone riformatore non è antisistema. Lo stesso controllo precostituito attraverso i patti di sindacato come la scissione tra proprietà e controllo sono dati di fatto accettati, da “sfidare” con antidoti e contropoteri, con una supervisione interna ed esterna. La proprietà diffusa e la maggioranza figlia del caso sono prospettive illusorie e mistificatrici. Non escludono la contendibilità se si sanno trovare strumenti adatti quali l’abbattimento delle partecipazioni reciproche, degli autofinanziamenti e delle spoliazioni arbitrarie, la coalizione delle minoranze, le *proxy fights*, la trasparenza che induca alla reazione, il controllo rigoroso dei conti.

Il progetto Ascarelli resta senza seguito.

Nel 1959, tuttavia, sembra che la fiaccola della riforma societaria debba essere presa in mano dallo stesso governo, in un clima economico non privo di aperture e caratterizzato da un assai favorevole andamento della borsa (Castronovo, 2006, p. 409 ss.). È infatti il Ministro dell’Industria a istituire una commissione di studio,

presieduta dal giurista Francesco Santoro Passarelli, con il compito di delineare obiettivi e temi di intervento di una riforma del diritto societario. E in questo contesto, appunto, che prende corpo l’evoluzione-involuzione del disegno ascarelliano. La Commissione Santoro Passarelli si chiude con un nulla di fatto. Durante i lavori si verifica una spaccatura netta tra due orientamenti. Emerge infatti una posizione nuova, fautrice della distinzione delle azioni in due categorie: azioni senza diritto di voto (concepite come strumento di investimento del risparmio) e azioni con diritto di voto (concepite come azioni di comando). A compensare la privazione del voto dovrebbero esservi privilegi patrimoniali e un forte controllo esterno di natura pubblicistica (un pubblico revisore individuato in Banca d’Italia) destinato a sostituire il collegio sindacale, munito di forti poteri,



compreso quello di impugnazione delle delibere assembleari (pure quelle di approvazione del bilancio) e di denunciare gravi irregolarità. A questa impostazione sostenuta da Bruno Visentini e Gino de Gennaro (e condivisa non senza difficoltà da Assonime) (Marchetti, 2010, p. 122 ss.) si contrapponeva quella di «conservare anche per le grandi e grandissime imprese la struttura attuale della società per azioni con una serie di modifiche destinate a rendere possibile, in relazione alle mutate condizioni di fatto, un'effettiva partecipazione degli azionisti alla vita sociale e comunque un concreto dibattito sugli interessi degli azionisti e un efficace controllo sull'operato dei gruppi di gestione» (Relazione in Scotti Camuzzi, 1966, p. 30 ss.). La tesi delle due categorie di azioni approderebbe a una concezione della grande società, in particolare della società quotata "di tipo oligarchico". Il controllo esterno, a sua volta, si risolverebbe in un controllo pubblicistico invasivo delle imprese e così si aprirebbe la via a una deriva dirigistica di controllo di merito annientando l'iniziativa privata. Su questo contrasto si arenano i lavori della Commissione e il tema del controllo esterno, cavallo di Troia di una progressiva dilatazione della presenza pubblica che peserà, come vedremo, sui tentativi di riforma sino al 1974.

## 2.8 I progetti del centro sinistra (Commissione De Gregorio)

Con il primo centro-sinistra la riforma delle società per azioni entra a far parte del programma di governo nel 1963, indicandone anche le linee direttrici di fondo. Di esse alcune rispondono a un'esigenza di "bonifica": capitale minimo, oggetto consistente in un'attività imprenditoriale, regolamentazione restrittiva delle partecipazioni reciproche, maggiore informativa contabile, rafforzamento della tutela delle minoranze e dei diritti patrimoniali degli azionisti e revisione della disciplina assembleare, dei doveri e responsabilità degli amministratori, dei prestiti obbligazionari. Per quanto attiene alle società quotate, le linee programmatiche di governo adottano la tesi, secondo la quale occorre dare «adeguata disciplina (...) alle azioni di risparmio, azioni che, per un verso, attribuiranno ai titolari diritti patrimoniali inderogabili e, per altro verso, siano prive di diritti di coamministrazione ed in particolare del voto». Anche per le azioni di risparmio tuttavia, doveva restare fermo il principio della nominatività obbligatoria. Quanto alla vigilanza, si prevede la formazione presso Banca d'Italia di «un organo di vigilanza sulle società per azioni con compiti di tutela delle minoranze e di controllo nell'osservanza delle norme della nuova legge». (Scotti Camuzzi, 1966, p. 3 ss. ove tutti i documenti sui progetti di cui si dirà in questo capitolo). Viene istituita nel 1964 una Commissione presieduta da Alfredo De Gregorio per redigere

la riforma. All'inizio del 1965 la Commissione licenzia un progetto, che sarà poi modificato (1967) in alcuni punti da un comitato interministeriale composto dai ministri che avevano designato i componenti della commissione stessa (Giustizia, Industria, Bilancio, Finanze, Tesoro). Il progetto era accompagnato da una relazione con due osservazioni in parte dissenzienti, rispettivamente, dei commissari Auletta e Giannotta e de Gennaro e Ferri. Il progetto De Gregorio prende atto della separazione irreversibile tra proprietà e controllo. L'influenza della posizione di Visentini nella Commissione Santoro Passarelli è evidente. Il mito della autotutela delle minoranze è archiviato. Occorrono norme inderogabili e organi pubblici di controllo. Le norme inderogabili ripercorrono le misure classiche del miglior filone riformista: divieto di partecipazioni incrociate, divieto e forte limitazione nella raccolta di deleghe, più largo spazio alla rilevanza del conflitto di interesse, divieto dell'esercizio del voto a esclusivo danno delle minoranze, forte tutela patrimoniale degli azionisti in caso di aumento di capitale e di fusioni, e così di seguito anche attraverso un significativo richiamo a una maggior incisività del ruolo del consiglio di amministrazione. I poteri dell'organo di vigilanza nel progetto De Gregorio riguardavano, si è visto, oltre che il controllo dell'informazione, la gestione. L'organo di vigilanza infatti (art. 46 del progetto originario del 1965) poteva muovere rilievi sull'andamento

della gestione e sul bilancio da render noti all'assemblea, esercitare – ove non vi avesse provveduto l'assemblea – l'azione sociale di responsabilità verso gli amministratori, denunciare ex art. 2409 cod. civ. le irregolarità riscontrate nell'adempimento dei doveri di amministratori e sindaci, impugnare le delibere assembleari, render note al pubblico le proprie censure. Questa concezione "forte" della supervisione esterna sostitutiva di quella interna doveva tuttavia scatenare ancora una volta il timore che il controllo pubblico esterno sulla grande impresa azionaria diventasse l'occasione per una dilatazione della presenza della mano pubblica. È questo il tema che viene sinceramente o strumentalmente cavalcato per frenare il rinnovato impulso riformatore, come già cinque anni prima in occasione della Commissione Santoro Passarelli. Lo stesso governatore della Banca d'Italia (cui pure si pensava allora di affidare il compito di supervisore pubblico esterno) nella relazione annuale (1966) esprime larga adesione al progetto di riforma De Gregorio, ma manifesta altresì una netta preferenza per la supervisione affidata «sul piano civilistico» a «una disciplina assai rigorosa delle società per azioni, tale da offrire ai risparmiatori e più in generale alla collettività le maggiori garanzie nel loro corretto funzionamento, piuttosto che a forme di supervisione affidate a controlli esterni». Il fuoco di sbarramento nei confronti del rischio di una dilatazione dell'ipoteca pubblica sul governo delle imprese fece presa. La versione modificata del

progetto De Gregorio del Comitato dei Ministri nel 1967 elimina infatti il potere di promuovere azioni di responsabilità, di avviare il procedimento ex art. 2409 cod. civ., di muovere rilievi sull'andamento della gestione. E anche su questa versione più ridotta il Ministro del Bilancio muoveva riserve, riserve foriere, si è detto, dell'arenamento del progetto.

La prima legislatura del centro-sinistra (1963-1968) si chiudeva così con un nulla di fatto sulla riforma societaria. Il confronto tra l'ampio spazio dedicato al problema nell'accordo «politico programmatico per il governo di centro-sinistra» del dicembre 1963 e la ben minore attenzione riservata dal paragrafo 39 del programma per il quinquennio 1966-70 (l. 685/1967) danno conto della fase "calante" in cui ormai la disciplina della società per azioni si colloca (Minervini, 1967).

Occorre peraltro ricordare come il controllo esterno nel progetto De Gregorio viene ricondotto a Banca d'Italia e ciò rende evidente quanto eccessivo fosse il timore di una deriva dirigistica tanto evocata. Nella relazione che accompagna il progetto De Gregorio si sottolineava come la scelta di attribuire la vigilanza alla Banca d'Italia fosse scelta "politica", sorretta dall'intento «di inserire la vigilanza sulle società per azioni entro le linee del sistema già in atto», precisandosi altresì che il nuovo tipo di controllo si configurava non già come controllo parallelo «a quello già esistente presso la Banca d'Italia», bensì come arricchimento e sviluppo della

funzione (già) propria di «un organo tecnico, istituzionalmente titolare di ampie competenze in ordine a controlli nelle aziende». Si aveva cura infine di sottolineare, in sede di commento al modo in cui si articolava la (nuova) funzione di vigilanza e della disciplina dei relativi atti amministrativi, che si perseguiva un organico inserimento «nelle strutture amministrative attualmente esistenti». L'idea del controllo pubblico a tutela del risparmio sulle società quotate si collocava nell'alveo della disciplina bancaria, come estensione soggettiva di competenze, arricchimento e diversificazione di funzioni di uno stesso organo di vigilanza nel rispetto di unicità di moduli, schemi, atti amministrativi. La via "bancaria" del controllo del mercato mobiliare accolta dal progetto De Gregorio corrispondeva, del resto, a una delle originarie ispirazioni della disciplina bancaria italiana: ispirazione secondo la quale «l'intermediazione creditizia è al centro del sistema finanziario», di guisa che le «altre (rispetto a quelle dell'attività bancaria tipica) forme di appello al pubblico risparmio sono assoggettate a poteri di intervento del medesimo organo di vigilanza» delle banche (Carbonetti, 1986).

La legislatura 1968-72 non registra progressi sul problema della riforma delle società per azioni. Continua (e tende all'esaurimento) la fase politica in cui è all'intervento e alla manovra pubblica che si affida il compito di promuovere lo sviluppo economico. Inizia, peraltro, a prender corpo qualche voce più attenta al finanziamento diretto sul mercato dei capitali delle imprese senza la mediazione bancaria e al di fuori del circuito dell'impresa o dell'indirizzo pubblico. Il problema dello sviluppo del mercato mobiliare viene legato a quello dell'aggiornamento della disciplina societaria, ma rigida è la chiusura a forme di una supervisione esterna di legittimità (e ovviamente di merito).

Il 1968, in effetti, vede la presentazione di un progetto di legge governativo per la costituzione dei fondi comuni (già contemplati, peraltro, nel progetto De Gregorio), mentre la dottrina giuridica italiana (con particolare impegno della *Rivista delle società*) apre le porte a istituti e problemi tipici della disciplina dei mercati mobiliari e, anzitutto, alle problematiche dell'Opa. Un corposo progetto di riforma delle borse valori (*Rivista delle società*, 1968, p. 942 ss.) faceva peraltro parte del programma del primo centro-sinistra (completando così il disegno complessivo che trovava il suo caposaldo nella riforma delle società per azioni). I lavori per il progetto risalgono al 1965 e se il suo contenuto guarda prevalentemente – senza particolari novità rispetto al sistema vigente – al funzionamento delle borse, la relazione rivela un disegno più ambizioso. «Una riforma del mercato mobiliare che dia ad esso nuovo slancio e più ampio respiro» è resa necessaria, afferma la relazione, per far fronte alle «esigenze economiche di reperimento di nuovi capitali occorrenti per gli investimenti di cui l'industria nazionale ha imprescrittibile bisogno per poter operare in condizioni di competitività con quella straniera e per essere in grado di soddisfare alla crescente vastità e varietà della domanda interna» Tali esigenze vengono considerate ormai pressanti «da un lato a seguito del notevole assorbimento di mezzi liquidi esercitato dagli organismi economici gestiti o assistiti direttamente dal settore pubblico, dall'altro in relazione

alla esigenza di poter resistere – grazie al raggiungimento di un'ancor maggiore competitività – alla concorrenza estera».

## 2.9 La riforma del 1974 e la nascita della Consob e della normativa sulle società quotate

Il processo di riforma riprende fiato con il ritorno nel 1973 al governo di La Malfa nella funzione di Ministro del Tesoro con attenzione al rapporto tra riforma societaria e disciplina del mercato dei capitali. Così, lo schema di riforma predisposto dalla Commissione presieduta dal magistrato Dino Marchetti nel 1973 (*Rivista delle società*, 1973, p. 270 ss.) riprende alcuni temi “forti” del progetto degli anni 1965-1967 – nell'ambito del modello fondato sulla limitazione della supervisione interna alle azioni “attive” (si istituivano infatti le azioni di risparmio) – e attribuisce la supervisione esterna soprattutto al controllo della veridicità e completezza dell'informazione da parte di una commissione *ad hoc*. La Malfa si rende conto, peraltro, che l'ampio (il prevalente) spazio che il progetto riservava alla disciplina societaria rispetto ai temi del mercato mobiliare avrebbe comportato tempi lunghi e non si sarebbe sottratta alle forze frenanti già sperimentate. Di qui la scelta di mettere a punto un progetto incentrato sul mercato mobiliare (*Rivista delle società*, 1974, p. 370 ss.) nel quale i temi della società sono trattati limitatamente alle società quotate e sotto il profilo (funzionale all'efficienza del

mercato) dell'informazione (contabile e non) e del suo controllo. L'attenzione così si incentra «su due temi fondamentali: quello dell'adeguamento dell'organizzazione e del funzionamento delle borse valori alle esigenze di una società industrialmente progredita e quello della maggiore tutela del risparmio investito, attraverso il rafforzamento del regime dei controlli e delle informazioni obbligatorie». La commissione del mercato mobiliare costituisce il perno attorno al quale ruota la riforma. Viene comunque ribadito come l'estraneità della commissione a ogni controllo di legittimità e merito, anche se si dota l'organo di sorveglianza di incisivi poteri sul piano della informazione e del controllo contabile. Il precipitare del caso Sindona rappresenta (anche) l'occasione per il varo per decreto legge di una riforma, appunto, della disciplina del mercato mobiliare; più precisamente, per l'avvio di una disciplina del mercato mobiliare e dei capitali, sino ad allora pressoché inesistente e comunque del tutto inefficiente. Nell'iter parlamentare di conversione del decreto legge si inseriscono norme di riforma della disciplina della società per azioni, specie – ma non solo – di quelle quotate. E la riforma del mercato non si esauriva in quanto contenuto nella l. 216/1974 di conversione del d.l. 95/1974. Nella legge di conversione vengono infatti pure inserite norme di delega per una più compiuta disciplina della borsa, della revisione e certificazione dei

bilanci, della contabilità delle società finanziarie. Le deleghe vengono attuate con tre decreti del 31 marzo 1975. Il punto di forza della riforma consiste, si diceva, nella istituzione di un organo di supervisione esterna delle informazioni – anche, e soprattutto, contabili – diffuse dalle società quotate e nella forte limitazione alle partecipazioni reciproche. Se pure le soluzioni sulla supervisione esterna si ispirano largamente ai progetti di riforma di quasi un decennio prima, due sono le novità di fondo di questo nuovo sussulto riformatore. Da un lato, si affida il controllo a un organo *ad hoc* abbandonando la soluzione di attribuirlo alla Banca d'Italia. Dall'altro canto, si rafforza l'idea che l'efficienza del mercato dipende non solo dalla quantità e qualità dell'informazione sugli emittenti, ma anche dalla organizzazione e dal funzionamento tecnico del mercato stesso. Di qui, appunto, l'esigenza di un unico organo di controllo: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. La riforma del 1974 venne giudicata lacunosa e riduttiva; si prese nel linguaggio corrente a parlare di “miniriforma”. Ancora una volta tuttavia il giudizio pare non adeguatamente storicizzato (Cottino, 1974; Minervini, 1974). La riforma del 1974 segna una svolta epocale. Apre la via, come si vedrà, a un processo di arricchimento della normativa che, certo in ritardo rispetto ad altri paesi, certo con fatica, comunque condurrà a dotare l'Italia di una disciplina societaria e dei mercati finanziari moderna. Si contestò la eccessiva timidezza

del controllo esterno, con argomenti tuttavia spesso “datati”, come quelli che lamentavano scarsa sensibilità alle esigenze della programmazione, così come si criticò la scarsa sensibilità per il controllo dei “gruppi dominanti”. Le carenze di incisività, tuttavia, si raccordavano ad aspetti più strutturali, di sistema, quali l'assenza di una disciplina *antitrust*, l'invasività delle aree protette e monopolistiche, la mancanza di investitori istituzionali. Indubbiamente la riforma del 1974 non introduce strumenti di cosiddetta supervisione interna per minoranze significative e per investitori istituzionali. Ma non si può dimenticare che la legge sui fondi comuni viene varata quasi dieci anni dopo la riforma del 1974, che le norme valutarie nel 1974 costituiscono ancora una potente barriera all'ingresso dall'estero e che mancava quindi allora in Italia la spinta rappresentata da un mercato di spessore, da intermediari e investitori efficienti.

La riforma segna comunque una rottura, si diceva, perché innesta un sistema diffuso di supervisione dell'informazione che in pochi anni darà risultati enormi: basta leggere un bilancio dei primi anni Settanta e uno della metà degli anni Ottanta. Consolida certo i gruppi di comando (le azioni di risparmio nella formula delle azioni di risparmio convertibili consentirono addirittura in parte l'anonimato al gruppo di controllo), rimandando alla (allora) nebulosa di un mercato del controllo del domani, ma fa della Consob un profeta per nulla disarmato. I poteri della Consob non comprendono il vaglio di correttezza di merito della gestione. Ma il potere di riscontro della veridicità e completezza dell'informazione è tutt'altro che non incisivo, se ben esercitato (Rossi, 1982).

### **2.10 Le componenti della disciplina del 1974 (autorità di controllo, mercati, intermediari, società quotate) le loro potenzialità, gli sviluppi e gli effetti sistemici**

Nella svolta del 1974, nella l. 216 e nei suoi tre decreti delegati si concentrano per la prima volta nella storia della legislazione dell'Italia unita delle nostre materie vari filoni di disciplina. Quello attinente alla struttura istituzionale, all'organizzazione e al funzionamento della borsa (ma, più in generale, del mercato finanziario, distinto dalla banca), quello attinente agli attori (intermediari, ma anche investitori) di questo mercato, quello degli emittenti e dei prodotti ("titoli" un

tempo, ma presto "valori mobiliari") e delle loro operazioni. Ciascuna di queste componenti apre prospettive e avrà sviluppi (con diversa rapidità, certo), allora in larga misura imprevisi. Ciascuno di questi comparti registrerà impostazioni e approcci normativi nuovi per l'Italia, nuovi anche per molta parte della dottrina allineata alla tradizione tedesca più che alla cultura anglosassone (ma così non fu per la *Rivista delle società*, come non lo fu per la *Rivista di diritto commerciale* di Sraffa e Vivante). Ciascuna di queste componenti nel breve volgere di pochi anni subisce evoluzioni radicali, evoluzioni che in estrema sintesi cerchiamo di seguire. La indicazione di questi tre componenti, a ben vedere, è ancora riduttiva. Con la l. 216/1974 inizia anche il processo di riassetto dei mercati finanziari in una direzione non (del tutto) bancocentrica. Il precetto costituzionale di tutela del risparmio diffuso non viene riaccolto in sostanza solo in funzione dei depositanti, ma si muove, come vuole l'art. 47, verso "ogni forma" che esso può assumere. Gli obiettivi della tutela non sono più (di fatto) la (sola) stabilità, ma recepiscono la trasparenza e l'informazione, nonché, seppur gradualmente, la correttezza. Per la concorrenza dovranno ancora passare non pochi anni. La l. 216/1974 segnò l'avvio, si badi, di questo processo che solo alla fine di un tormentato cammino porterà al principio (ormai in larga misura acquisito) della vigilanza per funzioni e non per soggetti. E ancora la l. 216/1974 apre le porte, secondo lo schema proprio

delle Autorità indipendenti, a una tecnica di regolamentazione largamente fondata su norme secondarie, anzi su di una articolata gamma di normazione secondaria di altrettanto articolato contenuto imperativo (dal regolamento alla raccomandazione) e di variabile ambito di estensione. Il sistema aveva già un precedente nell'attività regolatoria di Banca d'Italia, ma il sistema si arricchisce (altri dicono si complica) con un forte sviluppo della caratteristica della pubblicità degli interventi dell'Autorità e con l'instaurarsi della prassi, assai nuova per il nostro ambiente giuridico, del parere preventivo che concorre a formare con gli anni un imponente e prezioso *corpus* di precedenti, dal quale non raramente poi si traggono spunti per l'assunzione a rango di norme dei principi e delle soluzioni via via accolte. L'indipendenza dell'Autorità è anch'essa frutto di un cammino complesso che si assesterà dopo un decennio con la legge 4 giugno 1985, n. 281, che costruisce il rapporto con il Ministro (allora del Tesoro) in termini non gerarchici, ma sostanzialmente informativi: il visto di esecutività sui regolamenti è ristretto ed espressamente riferito al controllo di legittimità. Il referente ultimo dell'attività informativa "sugli atti e gli eventi di maggior rilievo" cui è tenuta la Consob nei confronti del Ministro è poi il Parlamento. Il principio base sancito nella normativa è quello, dunque, di un'autorità "con personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge." La l. 216/1974 è una legge d'urgenza, si è visto, come del

resto molte delle norme che hanno portato a riforme del diritto societario e dei mercati finanziari, sino alla legge sul risparmio del 2005, frutto di Enron, Parmalat e dintorni. Vero è, peraltro, che quando si legifera d'occasione, ma si toccano, come per la riforma del 1974, temi di sistema, la normativa parziale, a mosaico, è inevitabilmente destinata a dimostrarsi insufficiente e chiama così, quasi per logica interna, ampliamenti e adattamenti. E ciò è tanto più vero allorché si disciplinano fenomeni, quelli, qui, del mercato finanziario, in rapidissima evoluzione, secondati da un clima politico generale (ultranazionale) che guarda al mercato, alla globalizzazione, alla competizione tra ordinamenti. Non stupisce, quindi, che la l. 216/1974 nel volgere di poco più di un decennio veda tre interventi riformatori: nel 1981, 1983, e 1985 (di quest'ultimo già qualcosa si è detto). Le riforme portate dalla l. 23 marzo 1983, n. 77, e dalla l. 5 giugno 1985, n. 281 (quelle della l. 30 aprile 1981, n. 175, sono minori), possono essere considerate sotto diversi aspetti: consolidano e ampliano i poteri della Consob ma, allo stesso tempo, incidono per non pochi profili sulla disciplina degli emittenti quotati. I due aspetti in realtà sono spesso strettamente intrecciati. A nuovi doveri (in genere di trasparenza degli emittenti) corrispondono nuovi poteri della Consob. Agli uni e agli altri spesso si affiancano (e si intrecciano) l'emersione e la disciplina di nuovi segmenti o attori del mercato finanziario. È questo il caso della legge 23 marzo 1983, n. 77, che, da un

lato, istituisce dopo un'incubazione ultraventennale, i fondi comuni di investimento mobiliare aperti, e, d'altro canto, introduce l'ampia nozione di valore mobiliare, comprensivo di azioni e obbligazioni, e disciplina qualsiasi forma di sollecitazione al pubblico risparmio e non più solo (come era nel testo originario della l. 216/1974) le offerte pubbliche di azioni e obbligazioni. Torniamo ora agli sviluppi delle componenti fondamentali della disciplina della l. 216. Non è certo possibile in questa sede seguire tutti gli interventi della Consob in materia di mercato e tutte le evoluzioni legislative. Merita tuttavia di essere segnalata la prontezza con cui si



cercò di porre riparo al fenomeno dei "borsini", istituendo con la legge 23 febbraio 1977, n. 49, il mercato ristretto, un mercato minore, ma ufficiale, sotto la vigilanza di Consob, in cui si trattavano soprattutto titoli bancari, delle banche popolari in particolare. Un episodio, questo, della lunga vicenda per catturare alla regolamentazione i mercati di fatto che lungo tutta la storia della borsa, puntualmente si formavano, spesso all'interno delle stesse banche che si ponevano come controparte della propria clientela. Una storia ricorrente ben più generale, questa. La continua storia dell'elusione al proibizionismo (in senso lato), alla regolamentazione, creando reti di

rapporti di fatto che il diritto non riesce a riportare nei recinti (è qui proprio il caso di dire!) sorvegliati. La storia doveva prima battere (legge sulle SIM del 1991) la via della concentrazione obbligatoria nel mercato regolamentato, per virare poi verso la regolamentazione *soft* dei mercati (i mercati non regolamentati del Tuf del 1998 in realtà prevedevano un potere di sorveglianza e intervento della Consob) e approdare infine, con la direttiva MiFID del 2007 al principio opposto a quello di partenza, vale a dire all'abbandono dell'obbligo di concentrazione, ma della nozione stessa di "mercato non regolamentato", legittimando i sistemi multilaterali e la internalizzazione sistematica. In realtà, al di là della suggestione dei nomi anche questi sistemi sono regolamentati seppur con tecniche e sotto una prospettiva (attraverso la disciplina degli operatori e la trasparenza delle operazioni) diversa da quella tradizionale. La sirena della libertà dei mercati moltiplica i mercati (quelli stessi regolamentati hanno diversi comparti), vede nell'informazione e nella trasparenza il baluardo di una forte deriva autoregolatoria, ma si assiste anche alla crescente concentrazione dei mercati (in cui l'Italia è stata clamorosamente coinvolta) e al continuo ripresentarsi di bisogno di regolamentazione. Cerchiamo, chiuso questo *excursus*, di riannodare i fili della vicenda storica per osservare come, una volta posto il problema dei mercati finanziari in una dimensione che vedeva il comparto bancario come un "di cui", fosse inevitabile che la

Consob si ponesse il problema di una riforma di quel mercato che essa era pure deputata a vigilare. Fu così che nel 1987 la Consob pubblica un documento contenente *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*. Le *Linee* trovavano la loro ragion d'essere appunto nella «esigenza di un intervento di adeguamento delle strutture del mercato borsistico italiano, non solo in attuazione delle indicazioni fornite dal Parlamento [consistenti nella assoluta necessità della concentrazione in Borsa secondo le indagini conoscitive di Senato e Camera, rispettivamente, del 1977 e del 1984], ma anche per evitare le penalizzazioni che, nell'eventualità di ritardi, verrebbero a colpire la nostra economia in questa prospettiva di maggiore e più effettiva concorrenzialità internazionale. Nella stessa direzione spingono, d'altro canto, gli interventi di ristrutturazione di recente effettuati nel mercato inglese e quelli annunciati dalle autorità francesi». Le *Linee* concludono che: «Per conferire ai mercati ufficiali garanzie di massima affidabilità è anzitutto necessario superare le differenziazioni attualmente esistenti fra i segmenti del mercato mobiliare regolamentati e quelli non regolamentati. A tal fine occorre impedire che gli intermediari regolati operino anche sui mercati non disciplinati come pure che intermediari non regolati trattino valori destinati alla negoziazione ufficiale. Questo obiettivo è perseguibile soltanto attraverso la disciplina di tutti i segmenti di mercato e di tutti gli intermediari che in esso vi operano».

Si apriva così la via che doveva portare alla legge 2 gennaio 1991, n. 1, istitutiva delle SIM che disciplinava per la prima volta in modo organico le attività di intermediazione mobiliare e in sostanza archiviava (anche se con una certa gradualità) l'agente di cambio, destinata poi a essere superata dal decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (cosiddetto decreto Eurosim), che dava attenzione alle direttive comunitarie sull'armonizzazione della disciplina dei servizi di investimento.

### 2.11 Il corpus della disciplina speciale delle società quotate

Sotto il profilo degli emittenti la L. 216/1974 segna una prima netta specializzazione della disciplina delle società quotate rispetto alla disciplina di diritto comune, disciplina che prima del 1974 era marginale (calcolo del recesso, valutazioni in bilancio). Neppure la normativa regolamentare della Camera di Commercio cui spettava dettare i requisiti della quotazione aveva indotto (seppur come mero mezzo per ottenere, appunto, la quotazione) significative divaricazioni (anche solo sotto forma di attivazione di clausole statutarie non precluse dalla normativa). Il Regolamento della borsa di Milano del 1960 si era limitato a richiedere che dei due bilanci di cui già si chiedeva la sussistenza entrambi presentassero risultati positivi con "remunerazione del capitale" per quanto riguarda l'ultimo. Si aggiungeva il requisito del capitale minimo di un miliardo, quello dell'intera liberazione

e libera circolazione dei titoli, una sufficiente distribuzione dei titoli: requisito, quest'ultimo, lasciato alla discrezionalità degli organi di borsa con facoltà di considerare, per accertarlo, anche le transazioni fuori mercato.

Nasceva una embrionale disciplina dell'informazione in quanto le società quotate erano tenute a trasmettere alla Camera di Commercio, il bilancio, le modifiche statutarie, le modifiche relative alla composizione del capitale e quelle degli organi sociali e dei funzionari con firma, nonché «tutte le informazioni sul proprio ordinamento legale e sulla propria situazione finanziaria riveniente dalla Camera di Commercio».

La l. 216/1974 in realtà contiene norme dedicate alle società quotate, ma anche spezzoni di riforma di diritto comune di portata generale che riprendono temi cari ai filoni riformisti susseguitesisi nel tempo.

La *ratio* delle riforme è composita. Da un lato, si definiscono meglio il controllo e le partecipazioni reciproche con la controllante, così come si disciplinano in modo rigoroso le deleghe; il che dovrebbe rafforzare la supervisione assembleare e il bilanciamento, per così dire, artificiale del potere dei gruppi di controllo (e del sistema bancario depositario delle azioni). Anche in quest'ottica (come in quella della tutela patrimoniale) va letta la più rigorosa normativa in tema di opzione (il calcolo del prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione con esclusione dell'opzione che in caso di quotazione non si aggancia ancora al valore di borsa, ma ne deve tener conto), nonché la

regolamentazione delle obbligazioni convertibili, sino allora note alla prassi, ma non disciplinate, la cui emissione è pure riservata in opzione. Nello stesso tempo si apre la via, in accoglimento del noto, ancorché non incontrastato, filone riformatore appalesatosi al tempo dei lavori della commissione Santoro Passarelli, alle azioni senza diritto di voto, ma con privilegi patrimoniali (ivi compreso il diritto all'utile) destinate, seppur in via facoltativa, e per il massimo del cinquanta per cento del capitale, ai soci risparmiatori. Vi è la forte ipotesi, tuttavia, che le azioni di risparmio agevolassero in definitiva il gruppo di comando, che ridotti (potenzialmente sino) alla metà il capitale con diritto di voto e grazie all'intoccato e intoccabile sistema della catena, nonché, occorrendo, alle stesse obbligazioni convertibili, poteva conseguire, un formidabile effetto leva, un controllo ultraminoritario. Secondo lo schema del filone riformatore degli anni Sessanta, la trasparenza dei possessi azionari, l'irrobustimento della disciplina contabile (si disciplina analiticamente il conto profitti e perdite e la relazione degli amministratori), la certificazione (questa solo per le quotate) dei bilanci e il controllo (rigorosamente non di merito, ma solo) sull'informativa societaria, dovevano sortire quell'effetto compensativo che Bruno Visentini illustrava lucidamente nella relazione introduttiva al Convegno di Venezia organizzato nel 1966 dalla *Rivista delle società* (Visentini, 1968). L'ampio potere di richiesta di informazioni attribuito alla Consob (che allora tuttavia non si estendeva alle società controllanti

e controllate, ma comprendeva le finanziarie di una certa dimensione seppur non quotate), la più rigorosa disciplina delle partecipazioni reciproche delle quotate stesse, la normativa (per i tempi, questa sì, lungimirante) dei compensi oltre che degli emolumenti di amministratori, sindaci, direttori generali di società quotate completavano il pacchetto dei contrappesi di supervisione (allora, data la asfitticità del mercato) soprattutto esterna di quel consolidamento del gruppo di comando che gli interventi sulla tipologia delle azioni consentiva. Già si è fatto cenno di come con la l. 216/1974 faccia la sua apparizione nel panorama regolatorio italiano l'offerta pubblica già nota alla realtà economica con la famosa Opa di Sindona sulla Bastogi e che la Borsa in via di autoregolamentazione aveva per prima, sulla scorta del modello inglese del *Take-over Code*, voluto disciplinare. La prima disciplina è succinta. Spetta alla Consob, cui va indirizzata la prescritta comunicazione dell'operazione con le condizioni, modalità, termini di svolgimento proposti, stabilire «i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica, nonché i dati e le notizie che deve contenere».

Oltre ai richiami, ai contenuti e alle logiche e linee di *policy* sottese (avverto: non sempre facili da identificare) va sottolineato un dato che pare solo formale, ma che in realtà è indice della nuova prospettiva che il diritto societario assume con la l. 216/1974. Le riforme vengono, per quanto possibile, inserite nel codice civile, ma si forma parallelamente pure un corpo autonomo di norme, anche di natura primaria contenute in leggi speciali, leggi speciali che poi confluiranno (o si cercheranno di far confluire) nel Tuf. All'articolarsi delle fonti di formazione della normativa che, come già si è visto, si sviluppa con la l. 216/1974 corrisponderà una pluralità di fonti di conoscenza che si tenterà con il 1998, ma anche con la riforma del 2003, di ricondurre solo ai due binari del Tuf e del codice. Ma il Tuf non diventerà mai la (unica) *sedes materiae* della disciplina delle società quotate. Un'altra caratteristica si coglie nella normativa sulle società quotate della l. 216/1974, caratteristica che diventerà una costante nella legislazione successiva. Mi riferisco al fatto che alcune norme disciplinano in modo differenziale istituti (o aspetti di istituti) comunque oggetto della disciplina di diritto comune, altre anche, a livello di fattispecie, riguardano le sole società quotate. Costituisce ormai luogo comune, ma negli anni Settanta rappresentò un'innovazione di cui non si ebbe subito compiuta consapevolezza, che questi nuovi territori guadagnati alla regolamentazione societaria (ma anche aspetti della nuova disciplina di istituti tradizionali:

si pensi ai sistemi di nomina degli organi sociali delle società quotate) sono frutto del fatto che l'orizzonte della disciplina guarda al mercato finanziario. Ai soci, ai creditori, si affianca il mercato degli investitori potenziali se non (per ricorrenti filoni dottrinari, e non solo) la ricca articolazione dei vari *stakeholders*.

## 2.12 Il *driver* comunitario e la torrentizia produzione legislativa degli anni Novanta

E ancora, e infine, sui filoni aperti dalla l. 216/1974 (autorità di controllo, mercati, intermediari, disciplina delle quotate) doveva di lì a poco inserirsi il *driver*, che in breve tempo divenne impetuoso e determinante, della legislazione comunitaria (Costi, Enriques, 2004, p. 17 ss.). Con il progredire del mercato unico, cresce a ritmo vorticoso l'esigenza di armonizzazione della legislazione della grande impresa (ben presto dell'impresa *tout court*) e dei mercati finanziari con un susseguirsi di direttive. Ammissione alla quotazione, prospetti di quotazione, organismi di investimento collettivo, offerte pubbliche, soglie rilevanti di partecipazione, *insider trading*, per non parlare dei servizi di investimento, sono solo alcune delle tematiche che le direttive europee nel loro spesso particolarissimo e lungo *iter* affrontano. E si affiancano alle direttive societarie che mano a mano avranno attuazione in Italia a livello di disciplina generale societaria (ma non di rado con specifica e differenziata rilevanza per le quotate) inserendo nella

legislazione nuovi istituti, quali la scissione e i bilanci consolidati. Ne deriva una produzione legislativa tra la metà degli anni Ottanta e la metà degli anni Novanta davvero torrentizia, spesso scoordinata e con non pochi spazi di incoerenza. Nel comparto dei mercati e degli investitori istituzionali, dopo dieci anni dall'introduzione dei fondi mobiliari aperti, nel giro di un biennio vengono disciplinati le SICAV (decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 84), i fondi pensione (decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124), i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi (legge 14 agosto 1993, n. 344), i fondi comuni di investimento immobiliare (legge 25 gennaio 1994, n. 86). A pochi mesi dalla nascita delle SIM si disciplinano l'*insider trading* (legge 17 maggio 1991, n. 157) e le offerte pubbliche di acquisto, vendita, sottoscrizione con l'introduzione dell'istituto dell'Opa obbligatoria (legge 18 febbraio 1992, n. 149), disciplina destinata a incidere «profondamente sul diritto delle società, con azioni quotate, soprattutto sotto il profilo della circolazione delle partecipazioni e, quindi, sulle regole per l'acquisizione del controllo su queste categorie di società» (Costi, 2008 p. 32), ma destinato pure a ravvivare il dibattito vecchio ormai più di settant'anni sui patti di sindacato, considerati ostacolo a quel mercato del controllo e a quella tutela del valore dell'investimento dell'azionariato diffuso che si vorrebbe incentivare. Il 1991 *felix* vede un'attuazione delle direttive comunitarie sulle fusioni e sulle scissioni (decreto

legislativo 16 gennaio 1991, n. 22) e dei conti annuali (decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127), mentre risale al 1986 il decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30, attuativo della seconda direttiva con la nuova disciplina dei conferimenti, degli acquisti pericolosi, degli acconti dividendi, l'ampliamento dei poteri del consiglio per le nuove emissioni su delega assembleare. Dal 22 luglio 1989 al 24 aprile 1992 fu Ministro del Tesoro Guido Carli che, come agevolmente risulta dalle cronologie sopra riferite, diede notevole impulso alla costruzione di una cornice che favorisce il formarsi di un efficiente e significativo quadro istituzionale per i mercati italiani (Craveri, 2008). E il riferimento a Guido Carli mi permette di porre l'accento su di una vicenda che spesso fra i giuristi e nella ricostruzione delle tappe per la formazione di un *corpus* normativo istituzionale dei mercati non trova grande attenzione, che anzi con il passar del tempo ha spesso ricevuto più critiche che apprezzamenti (ancora una volta con non adeguata sensibilità storica). Mi riferisco alla vicenda delle privatizzazioni: e vi comprendo pure la l. 30 luglio 1990, n. 218 (ed i successivi decreti delegati) sulla ristrutturazione degli enti pubblici creditizi, che con la trasformazione delle società pubbliche in spa, il collocamento prima di una minoranza del capitale e poi senza limiti, la costituzione delle fondazioni a seguito della separazione dell'azienda bancaria dall'ente creditizio, era destinata a dare un significativo spessore al mercato azionario e allo stesso

tempo a creare un'importante categoria di investitori istituzionali (e per la verità molto di più, dato il ruolo che le fondazioni andranno assumendo con il tempo). Le banche, formalmente (nella prima fase del vincolo dell'appartenenza del 51% del capitale con voto agli enti conferenti) privatizzate, libereranno in un quadro più concorrenziale capacità operative che in buona misura influiranno e incideranno sui mercati mobiliari. Naturalmente, contributo significativo viene dalla nuova legge bancaria (decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385) relativamente alla quale è stata messa in luce la fondamentale svolta della liberalizzazione delle emissioni di titoli atipici. Ma non è la sede per illustrare sinteticamente la fondamentale rilevanza della legge bancaria.

La ristrutturazione degli enti pubblici creditizi fu in un certo senso banco di prova e misura prodromica alla vicenda delle privatizzazioni (che Carli predicava con passione e convinzione, ma non riuscì a portare a esiti conclusivi). Il processo prende avvio con il decreto legge 5 dicembre 1991, n. 386, convertito nella legge 29 gennaio 1992, n. 35. Continua con il decreto legge 11 luglio 1992, n. 333, convertito nella legge 8 agosto 1992, n. 359, e con la delibera del consiglio dei ministri 30 dicembre 1992. Segue la direttiva Cipe dell'inizio del 1993 e quella del presidente del consiglio 30 giugno 1993 (modificata il 15 ottobre 1993). Inizia l'iter parlamentare un disegno di legge per una disciplina organica delle procedure di privatizzazione, disegno trasformato in decreto legge nel settembre 1993, reiterato più volte e approdato finalmente alla legge 30 luglio 1994, n. 332 (Marchetti, 1995). Una legge, quest'ultima, che introduce fondamentali innovazioni alla disciplina dei mercati finanziari e alle società privatizzate: innovazioni che saranno destinate a essere recepite nella legislazione successiva. Mi limito a ricordare il voto di lista per la nomina del consiglio di amministrazione, l'unificazione delle partecipazioni apportate a un patto di sindacato ai fini dell'Opa obbligatoria, il limite di possesso azionario (destinato a cedere peraltro con un'eventuale Opa), il voto per corrispondenza. Certo, si introduce anche la *golden share* che sarà destinata, sulla scorta dei principi comunitari, a una drastica riduzione della sua portata discrezionale. Accanto alla legge

sulle privatizzazioni c'è la realtà della vicenda. Il mercato aumenta di spessore con i titoli di alcuni ex enti pubblici, si "scoprono" e praticano tecniche di collocamento (dal *book building* alla *green shoe*) non certo frequenti nella prassi italiana.

Tutto si svolge nei primi anni Novanta, anni che si dovrebbero mettere a fuoco per ciò che hanno significato per comprendere la complessità dei processi. Il mercato finanziario italiano progredisce e si costruisce modernamente (si badi: qui la prospettiva è solo quella del giurista) proprio nel momento in cui matura una grave crisi politica con, e grazie a, un fortissimo vincolo comunitario, anche come via d'uscita da una pesantissima situazione economico finanziaria del Paese.

### 2.13 Dal Tuf alla riforma del 2003

È ben comprensibile che a questo punto si senta la necessità di tirare le fila. I filoni normativi presenti nella l. 216/1974 si sono sviluppati, articolati, aggrovigliati, registrano nuovi affluenti, si confrontano con una realtà sempre più globale, più *market oriented*.

La legge comunitaria 1994 (legge 6 febbraio 1996, n. 52) rappresenta uno snodo fondamentale dell'ulteriore cammino. Delega ad attuare la cosiddetta direttiva Eurosim, delega attuata con il decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415. Ma la legge comunitaria contiene pure la delega a riordinare complessivamente la materia dei

mercati finanziari e mobiliari, nonché degli intermediari e degli "altri aspetti comunque connessi". Contiene pure, quasi tra le pieghe, una delega per modificare (questo il termine adottato) «la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto ed ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzano la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza». Di qui doveva nascere il Tuf, punto di arrivo di un complessissimo processo di costruzione di un'organica e moderna disciplina. Come già per la l. 216/1974 si lavora dilatando una (per la materia societaria) sintetica delega. A differenza di allora il vincolo comunitario è (in parte e volutamente) potente e benefico propulsore.

La storia del Tuf è ben nota. Con un decreto del Ministero del Tesoro 30 settembre 1997 la commissione presieduta da Mario Draghi, direttore generale del tesoro, già incaricata di attuare la legge delega 52/1996 per quanto riguardava l'Eurosim viene all'uopo integrata. La Commissione termina i suoi lavori nel dicembre 1997 e il consiglio dei ministri licenzia il testo nel febbraio 1998. Il Tuf dà sicuro corpo a una disciplina speciale della società quotata rispetto alla disciplina comune, tanto da riproporre a livello dottrinale con rinnovato fondamento l'interrogativo se la società quotata rappresenti ormai un "tipo" societario a sé stante. Dal punto di vista formale non rinuncia a intervenire sul codice civile, ma si pone come il secondo binario in cui (prevalentemente) si

colloca la disciplina delle quotate. Senza voler qui ripercorrere le varie norme sulle società quotate del Tuf, certo è che esse riflettono un clima nel quale la centralità del mercato e la convinzione che un adeguato sistema di gestione e controllo, la *corporate governance*, secondo una terminologia importata ormai da almeno quasi due decenni (Chiappetta, 2007, p. 1 ss.), spesso usata con aspettative messianiche se non mistificatorie (Rossi, 2001) affiancato da ampia informazione e presidi per le minoranze (i tutt'altro che disarmati investitori istituzionali) possano stimolare una supervisione del sistema e un combinato operare della pressione di "voice" ed "exit" tali da consentire un'efficiente gestione e adeguati ricambi proprietari (per questa visione estrema Marchetti, 2003). Basta scorrere la rubrica del titolo II del Tuf dedicato agli emittenti strumenti finanziari quotati per rendersi conto di come questa linea si articola: trasparenza verso il mercato e degli assetti proprietari (compresi i patti di sindacato cui si attribuisce un limite di durata e che sotto il profilo del concerto assumono rilevanza centrale per l'Opa obbligatoria), collegio sindacale (del quale sono rafforzati i poteri ed è prevista l'elezione per lista con la riserva di almeno un sindaco alla minoranza), tutela della minoranza (con l'introduzione della sollecitazione per raccolta delle deleghe, di rafforzati poteri per la convocazione degli organi sociali, la denuncia al collegio sindacale e al Tribunale, l'azione sociale di responsabilità). Particolare rilevanza nella prassi sarà destinata ad avere



l'introduzione della cosiddetta minoranza di blocco nelle assemblee straordinarie (clamorosa fu la bocciatura nel febbraio 2001 della fusione Montedison-Falck) (Portale, 1999).

Il significato del Tuf per le discipline delle società quotate ovviamente non prescinde da tutto il contesto del provvedimento, nel quale spicca la nuova disciplina dell'Opa obbligatoria al raggiungimento del 30% con la regolamentazione delle misure difensive (che la vicenda Olivetti-Telecom doveva mettere alla prova), delle esenzioni, dell'azione di concerto.

Il dibattito sul Tuf mise in luce il carattere di coraggiosa ma anche prudente innovazione e, in particolare, la neutralità rispetto ai modelli proprietari della *public company* o dei nuclei stabili e delle maggioranze precostituite. Le soluzioni adottate in tema di patti di sindacato ne sono eloquente testimonianza. Così come, in negativo, ne è testimonianza il timido (e l'aggettivo forse pecca per eccesso) approccio ai gruppi (Cottino, 1996), approccio che, viceversa, la riforma societaria varata con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, coltiva (con la legittimazione e la pur succinta disciplina della direzione e coordinamento) a livello di diritto comune senza incidere peraltro sugli assetti proprietari delle società quotate.

#### **2.14 L'autodisciplina e gli ultimi sviluppi sino alla legge sul risparmio, alla direttiva *shareholder rights* ... e non solo**

In un clima di forte fiducia in un corretto, decisivo, selettivo ruolo del mercato in ordine alla più efficiente gestione degli emittenti quotati, in un clima in cui le strutture del mercato borsistico perdono le connotazioni pubblicistiche per divenire strutture gestite nella forma dell'impresa privata, ancorché a vigilanza pubblica, era del tutto naturale che anche in Italia si guardasse all'opportunità di codici volontari di comportamento e autodisciplina degli emittenti quotati sull'esempio di una prassi di matrice anglosassone ormai diffusa all'estero. Fu così che Borsa

Italiana spa nel 1998 con il concorso di rappresentanti degli emittenti e di giuristi costituì il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate che varò nel 1999 un Codice di Autodisciplina affidato alla volontaria adozione. Il codice, come noto, fu soggetto a successive revisioni. In quest'ambito si affermano terminologie e figure nuove per l'ambiente italiano: gli amministratori indipendenti, i comitati consiliari (per il controllo interno, le remunerazioni, le nomine). Si formulano principi di *governance* articolati che integrano gli ampi spazi che la disciplina legale degli organi sociali affida all'autonomia privata. Con il Codice di Autodisciplina inizia un'altra vicenda (o, qualcuno potrebbe chiedersi, si verifica un ritorno all'origine) delle fonti di un settore del diritto commerciale: ora le società quotate. Le prassi che si vanno formando in adesione al Codice di Autodisciplina in qualche misura saranno destinate a essere recepite dalla normativa, con un processo che ricorda la codificazione delle consuetudini. Il caso classico è quello degli amministratori indipendenti che, dapprima "raccomandati" in sede di autodisciplina, divengono poi prescritti con la l. 28 dicembre 2005, n. 262 (legge sul risparmio), così come diventa obbligatoria la informativa in occasione delle assemblee annuali delle società quotate circa lo stato di adesione a codici di comportamento. Persino a livello di diritto comune societario è consentito far riferimento per ulteriori requisiti degli amministratori a codici di comportamento (art. 2387 cod.

civ.). Un ruolo “pilota”, quello dell'autodisciplina, che si affianca a quello svolto storicamente degli ordinamenti e della legislazione speciale (privatizzazione, credito). Una nuova e importante fonte che si affianca e intreccia con quella legislativa primaria e secondaria e con quella comunitaria a riflettere la complessità di una disciplina che a ogni livello sente la insufficienza della dimensione nazionale e è ricca di osmosi con prassi ed ordinamenti diversi. Il Tuf, punto di arrivo unificante di una torrentizia e disarticolata produzione legislativa, ben presto diventa, a sua volta, punto di partenza per un non meno ricco processo di arricchimento (o affaticamento) normativo, non scevro da intrecci e sovrapposizioni. Seguire uno a uno questi ulteriori arricchimenti – che, a loro volta postulano aggiornamenti alla normativa secondaria varata in applicazione del Tuf – è impresa ardua. Un momento fondamentale, che si concretizza dal punto di vista formale in larga misura in modifiche al Tuf, è rappresentato dalla l. 18 aprile 2005, n. 62, che, in attuazione ancora una volta di una direttiva comunitaria (n. 2003/6) rivede e inasprisce la disciplina dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato con largo spazio alla sanzione penale, notevolmente ridimensionata invece in sede di diritto comune proprio per i reati societari “di base” (a partire dal falso in bilancio) con il decreto legislativo 11 aprile 2002, n. 61. Il secondo momento è rappresentato dalla già evocata legge sul risparmio (emendata con il decreto legislativo 29 dicembre

2006, n. 303). Con la legge sul risparmio si reagisce, come noto, con un provvedimento composito e affastellato (Rossi, 2006) agli “scandali” Cirio e Parmalat, per non parlare delle vicende bancarie del 2005. Ma la reazione è a qualcosa di ben più vasto. È l'eco italiano alla vicenda Enron e altri clamorosi casi statunitensi. È questo, *ex post* il campanello d'allarme che la grande fiducia nel mercato e nell'autodisciplina forse era stata eccessiva e rivela “buchi” e pericoli sistemici. La legge sul risparmio è complessa e opera in più direzioni. Sotto il profilo del diritto societario si introduce il voto di lista anche per il consiglio di amministrazione, si rafforzano i poteri delle minoranze, si introduce la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, si irrobustisce la disciplina sulla *disclosure* dei compensi. I poteri della Consob essi pure sono rafforzati. Se a proposito della l. 4 giugno 1985, n. 281, si è parlato (Libonati, 1985), in relazione all'accrescimento dei poteri della Consob di “quarta Consob” verrebbe da chiedersi a quale edizione dell'organo di vigilanza si sia giunti nell'arco di vent'anni. La legge sul risparmio cerca un equilibrio tra irrobustimento delle minoranze da un lato, e dei controlli esterni, dall'altro. La cosiddetta direttiva *shareholder rights* attuata con il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, si muove (anacronisticamente?) viene da chiedersi dopo la crisi del 2008-2009) decisamente nella prima direzione lungo la via dell'incentivazione degli azionisti alla autotutela.

Già si è detto della obbligatorietà della nomina di amministratori indipendenti (almeno uno) introdotta dalla legge sul risparmio per i consigli con più di sette componenti. Il cammino degli amministratori indipendenti iniziato con il codice di autodisciplina era poi destinato a uno sbocco di grande rilevanza positiva con il varo da parte della Consob del Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate n. 17221 del 12 marzo 2010, in esecuzione (tormentata e contrastata) dell'art. 2391-bis codice civile, quale a sua volta, novellato nel 2004. La normativa sulla cosiddetta responsabilità penale dell'impresa nata in una prospettiva del tutto diversa dalle problematiche tecniche delle società quotate e dei mercati finanziari finisce

peraltro a incidervi nei momenti in cui richiede apparati e procedure di controllo che vanno ad affiancarsi (o sovrapporsi) al complesso sistema di controllo delle società quotate. Ciò contribuisce a creare meccanismi spesso elefantiaci (funzione aziendale di controllo interno nei suoi vari livelli, comitati di controllo, collegio sindacale, revisori, organo di vigilanza, dirigente responsabile dei dati contabili e relative specifiche procedure) di controllo che rischiano di generare inefficienze e incertezze. Il disagio è unanime, come unanime è il disagio per un'informazione, oltretutto complessa, che rischia, in una esasperante ansia di completezza analitica di far trascurare gli "insiemi fondamentali". Si sente il bisogno di trovare e ricomporre le fila di questi labirinti oggi come alla vigilia del Tuf. Trovare bussole i orientamento, lettura, comportamento non significa diminuire le difese. Siamo così alla cronaca dell'oggi e si sono trascurati molti aspetti quali, anzitutto, la riforma largamente bipartisan (Vietti, *et al.*, 2006) del diritto comune societario del d.lgs. 6/2003, riforma che concorre a consolidare la disciplina differenziale delle società quotate insistendo peraltro anche nel tentativo di riservare una speciale regolamentazione (non sempre convincente), anche delle società con "azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante" una delle due componenti della categoria delle società "che hanno ricorso al mercato del capitale di rischio". La riforma del 2003 segna

il punto più avanzato, nonostante la numerosità delle norme in cui si articola, della grande ondata di fiducia nei mercati e nella capacità del sistema di scegliersi, solo se gli fosse stato consentito, la struttura societaria più adatta alle proprie esigenze. Le norme e i vari tipi di società sono idealmente allineati lungo un *continuum* che ha i suoi estremi nella s.r.l., da un lato, e nella società quotata, dall'altro, e lungo questo stesso asse le norme sono, per così dire, in un crescendo di imperatività che tocca (ma relativamente, perché la concessione di fondo è complessivamente molto liberista) con le società quotate il massimo, stante la esigenza di tutela di interessi generali. L'esigenza di favorire una concorrenza tra ordinamenti, porta, ancora una volta, a includere nel sistema nuovi istituti quali i sistemi alternativi di gestione e controllo (ma il sistema dualistico non era estraneo, basta scorrere Vivante, alla proposta di riforme dei nostri vecchi), i patrimoni separati, gli strumenti finanziari (Ferro-Luzzi, 2005). La nuova s.r.l. dovrebbe contribuire a ricondurre la società per azioni, come alle origini, in una zona complessivamente più contigua ai mercati mobiliari (Montalenti, 2006). Tutto ciò ha evidenti influssi non solo sulla disciplina generale dell'impresa (Spada, 2004) ma anche sugli emittenti quotati e sui mercati finanziari a testimoniare una volta di più «che tra disciplina delle società e disciplina dei mercati finanziari non intercorre un rapporto di estraneità, ma esse reciprocamente si influenzano

e non possono essere considerate separatamente, confluendo, invece, in un sistema unitario» (Angelici, 2006, p. 19).

A centocinquant'anni dall'unificazione non si può, comunque, e conclusivamente, non sottolineare come la riforma del 2003 suoni come una scelta nettamente favorevole alla visione liberista della società per azioni che all'inizio del cammino si contendeva il campo con concezioni più pessimistiche e interventiste. Scelta obbligata la prima, visione definitivamente superata la seconda, verrebbe naturale dire. In realtà sotto forme nuove, più sofisticate e mediante il pendolo, specie per le società quotate (all'inizio ricordiamo che società per azioni e società con azioni quotate tendenzialmente coincidevano), continua a oscillare tra i due poli. Nelle varie riforme e nei vari allargamenti o rimodulazioni delle discipline che si sono passate in rassegna l'accento cade, ora più ora meno, su uno dei due aspetti. La crisi del 2008-2009 testimonia una vicenda anche regolamentare tutt'altro che avviata a un'evoluzione pacifica e lineare. Lo scenario è enormemente più ampio e complesso, ma dilemmi e scelte che hanno punteggiato una lunga storia sono tutt'altro che obsoleti. Non esistono tabù e santuari. Dall'Europa ci si invita a riflettere sulla magica formula della *corporate governance*. Ma con ciò siamo davvero a queste ore. La vicenda storica di ieri apre sempre di più interrogativi sul domani.

## Bibliografia

- Acerbi G.**, 2010.  
*La mancata riforma e la riforma delle società azionarie nel secondo dopoguerra - Dal 1942 ai prodromi del centrosinistra, Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime*, vol. 4. Bari: Laterza.
- Acerbi G.**, 2011.  
*Le società azionarie italiane all'ante-unità, alla vigilia e all'indomani dell'Unità*. Dattiloscritto.
- Angelici C.**, 2006.  
*La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*. 2 ed. Padova: Cedam.
- Ascarelli T.**, 1955.  
*La riforma delle società per azioni, la legislazione anticonsortile e lo strumento fiscale*, in *La lotta contro i monopoli*, Bari: Laterza.
- Ascarelli T.**, 1956.  
*I problemi delle società anonime per azioni*, *Rivista delle società*.
- Baia Curioni S.**, 1995.  
*Regolazione e competizione, storia del mercato azionario in Italia (1808-1936)*. Bologna.
- Barca F.**, 1994.  
*Imprese in cerca di padrone*, Bari: Laterza.
- Bianchini G.**, 1911.  
*Borsa di commercio. Enciclopedia giuridica italiana*. Vol. II. Parte I e II, Milano: Società editrice libraria.
- Carbonetti F.**, 1986.  
*I cinquant'anni della legge bancaria, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, 10.
- Chiappetta F.**, 2007.  
*Diritto del governo societario*. Padova: Cedam.
- Costi R., Enriques L.**, 2004.  
*Il mercato mobiliare. Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova: Cedam.
- Costi R.**, 2008.  
*Il mercato mobiliare*. 4 ed. Torino: Giappichelli.
- Cottino G.**, 1974.  
*La Commissione per le società e per la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, *Giurisprudenza commerciale*, p. 439.
- Cottino G., Minervini G.**, 1984.  
*La società per azioni a cento anni dal Codice di commercio*, in *Cento anni dal Codice di commercio. 1882-1982*, atti del convegno, Milano: Giuffrè.
- Cottino G.**, 1998.  
*Grande impresa, potere e società alle soglie del duemila*, in *Storia d'Italia. Annali 14, Legge diritto giustizia*, Torino: Einaudi.
- Cottino G.**, 1999.  
*La legge Draghi e le società quotate in Borsa*, Torino: Utet.
- Craveri P.**, 2008.  
*Guido Carli senatore e Ministro del Tesoro (1983-1992)*.
- D'Alessandro F.**, 2003.  
*"La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". Overo: esiste ancora il diritto societario?*, *Rivista delle società*, p. 43 ss.
- De Luca G.**, 2002.  
*Dall'economia industriale all'"industria della finanza": le società quotate al listino azionario della Borsa di Milano dal 1861 al 2000. Le società quotate alla Borsa Valori di Milano dal 1861 al 2000: profili storici e titoli azionari*. Milano: Scheiwiller.
- Denozza F.**, 2006.  
*Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, *Giurisprudenza commerciale*, I, p. 167 ss.
- Donativi V.**, 1990.  
*Introduzione della disciplina antitrust nel sistema legislativo italiano*, Milano: Giuffrè.
- Ferrarini G., Marchetti P.**, 1998.  
*La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*. Roma: Bancaria Editrice.
- Ferro-Luzzi P.**, 2002.  
*Riflessioni sul gruppo (non creditizio)*, *Rivista delle società*, p. 20 ss.
- Ferro-Luzzi P.**, 2005.  
*Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, *Rivista del diritto commerciale*, I, p. 673 ss.
- Libonati B.**, 1986.  
*La «quarta» Consob*, *Rivista delle società*, p. 433 ss.
- Marchetti C.**, 2000.  
*La nexus of contract theory: teorie e visioni del diritto societario*, Milano: Giuffrè.
- Marchetti P.**, 1995.  
*Le privatizzazioni in Italia: saggi, leggi e documenti*. Milano: Giuffrè.
- Marchetti P.**, 1997.  
*Diritto societario e della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, a cura di F. Barca, Roma: Donzelli.
- Marchetti P.**, 2010.  
*La mancata riforma e la riforma delle società azionarie nel secondo dopoguerra - Dalla vigilia del centrosinistra agli anni Ottanta, Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime*, vol. 4. Bari: Laterza.
- Margheri A.**, 1885-1886.  
*I motivi del nuovo Codice di commercio*. Napoli.
- Minervini G.**, 1967.  
*Società per azioni: riforma anno zero*, *Rivista delle società*, p. 1290.
- Minervini G.**, 1974.  
*L'istituzione del «controllo pubblico» sulle società per azioni*, *Giurisprudenza commerciale*, p. 539.
- Montalenti P.**, 2006.  
*La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, *Giurisprudenza commerciale*, I, p. 504 ss.
- Montalenti P., Balzola S.**, 2010.  
*Le società per azioni quotate. Le nuove s.p.a. diretto da Cagnasso e Vanzani*, Bologna: Zanichelli.
- Oppo G.**, 1999, *Sulla "tipicità" delle società quotate*, *Rivista di diritto civile*, p. 484 ss.
- Padoa-Schioppa A.**, 1992.  
*Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano: Led.
- Padoa-Schioppa A.**, 2010.  
*La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme, un concerto a più voci (1882-1942)*.
- Pivato G., Scognamiglio C.**, 1972.  
*Scorcio storico della Borsa Valori di Milano (1808-1970)*. Milano. Camera di Commercio.
- Portale G.B.**, 1999.  
*«Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al gouvernement des juges?*, *Europa e diritto privato*, p. 153 ss.
- Rossi G.**, 1982.  
*Trasparenze e vergogna*, Milano: Il Saggiatore.
- Rossi G.**, 2001.  
*Le cd. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?* *Rivista delle società*, p. 6 ss.
- Rossi G.**, 2006.  
*La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, *Rivista delle società*, p. 1 ss.
- Scotti Camuzzi S.**, (a cura di), 1966.  
*La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano: Giuffrè.
- Spada P.**, 2004.  
*C'era una volta la società...*, *Rivista del notariato*, p. 12 ss.
- Teti R.**, 1999.  
*Imprese, imprenditori e diritto in Storia d'Italia, Annali vol. 15. L'industria*, Torino: Einaudi.
- Ungari P.**, 1963.  
*Alfredo Rocco e l'ideologia giuridica del fascismo*, Bari: Laterza.
- Ungari P.**, 1974.  
*Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma: Bulzoni.
- Vietti M.**, et al. 2006.  
*La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*. Milano: Giuffrè.
- Visentini B.**, 1968.  
*La riforma delle società di capitali in Italia, Atti del Convegno internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni (Venezia 1966)*, Milano: Giuffrè.
- Vivante C.**, 1903.  
*Trattato di diritto commerciale*, vol. II 2 ed., Torino: Bocca.





3 Borsa,  
territorio  
e sviluppo  
economico  
(1861-2011)



# 3 Borsa, territorio e sviluppo economico (1861-2011)

Fulvio Coltorti<sup>1</sup>

## 3.1 Premessa e sintesi

Questo capitolo ha lo scopo di documentare e descrivere la dinamica della borsa valori in Italia negli ultimi 150 anni attraverso statistiche raccolte e rielaborate per anni *benchmark*. Essi sono stati fissati di norma con cadenza decennale, dal 1861 al marzo 2011. La fonte principale è costituita dalle informazioni raccolte dall'Area Studi di Mediobanca, istituita nel 1948 poco dopo la fondazione dell'istituto. Questi materiali sono stati, ove possibile, completati ricorrendo ad altre fonti. È necessario valutare le statistiche *cum grano salis* (frase cara a Enrico Cuccia che volle quelle ricerche), tenendo conto che quanto più sono remote e tanto minore tende a essere la loro attendibilità. Valgono inoltre le

cautele imposte dall'utilizzo di fonti diverse per la misurazione del medesimo fenomeno nel corso del tempo. Va aggiunto infine che la ridotta dimensione della borsa italiana sino ai primi del Novecento rende problematica l'interpretazione delle dinamiche osservabili in quel periodo. Le note metodologiche in calce a questo scritto illustrano il contenuto delle tabelle.

A 150 anni dall'Unità, nel contesto dei Paesi avanzati, l'Italia è quello nel quale il mercato azionario è meno sviluppato. Il rapporto tra valore delle azioni quotate e prodotto interno lordo (Pil) a fine 2010 era pari al 27% (Tav. 3.1) contro il 65% della Germania, il 72% dei paesi europei raccolti nel Nyse Euronext (Francia, Belgio, Olanda e Portogallo), l'82% della Spagna, il 101% della Scandinavia, il 117% degli Stati Uniti (Nyse

<sup>1</sup> I colleghi dell'Area Studi Mediobanca hanno elaborato insieme con me le tabelle statistiche allegate utilizzando le informazioni che per la parte più remota sono ancora oggi sui nostri tavoli grazie alla cura e alla lungimiranza di chi ci ha preceduto. La stessa diligenza ci ha aiutati a individuare e ricorrere a materiali di altre fonti che sono state integrate con nuove ispezioni. Ringraziamo in particolare Il Sole 24 Ore e gli Archivi storici della Banca d'Italia, della Camera di Commercio di Milano, di Intesa Sanpaolo e di Unicredit. Errori e imperfezioni che dovessero essere sfuggiti restano a mio esclusivo carico.

e Nasdaq), il 161% del Regno Unito (borsa di Londra) e il 210% della Svizzera. Questa limitatezza dimensionale si accompagna alla scarsa rappresentatività: escludendo banche e assicurazioni (quelle iscritte al listino coprono più della metà del rispettivo settore), le imprese industriali e commerciali quotate costituiscono il 5% appena del valore aggiunto nazionale. L'attuale modestia della borsa italiana mal si combina con le sue origini, se si ripensa alla storia delle *societas publicanorum* dei Romani e della Casa di San Giorgio dei genovesi. Esempi che richiamano un'impronta tutta italiana nell'invenzione di quel mercato che prese nome da una piazza di Bruges. Gli esordi «ufficiali» furono dimessi, dato che nel 1861 erano quotati solo 11 titoli a Genova e appena due a Milano. Contava allora la necessità di indirizzare il risparmio alla copertura dell'ingente debito pubblico che aveva superato il 100% del Pil già nel 1881 (Ministero del Tesoro 1988, Volpi 2002). Ma negli anni a cavallo tra il XIX e il XX secolo, il primo decollo industriale dell'Italia fu fortemente sostenuto dalla borsa azionaria animata dalle banche miste e dall'espansione delle imprese che esse avevano promosso o coordinato finanziariamente. Se non si tiene conto delle distruzioni belliche e dell'iperinflazione che seguì soprattutto negli anni '40 del secolo scorso, il rapporto tra borsa e Pil appare relativamente elevato per quei tempi e comunque superiore a quello odierno (Tav. 3.1). Venne poi il declino della borsa indotto

da quello delle grandi imprese poco dopo la fine del miracolo economico (Coltorti, 2011). Le politiche pubbliche (nazionalizzazione elettrica, incentivi allo sviluppo del Mezzogiorno con largo uso di contributi e prestiti a tassi agevolati, salvataggi delle imprese private in difficoltà con oneri a carico delle partecipazioni statali) da un lato indebolirono l'area della grande impresa, dall'altro tolsero molti incentivi a trovare sul mercato finanziario i mezzi per l'espansione della base produttiva. I primi due *shock* petroliferi e l'inflazione a due cifre completarono l'opera. Gli esiti favorevoli delle ristrutturazioni delle grandi imprese tra fine anni Settanta e primi anni Ottanta dello scorso secolo riportarono la capitalizzazione al 22% del Pil nel 1986 dopo aver toccato il minimo del 2,5% nel 1977. Fu poi la volta delle privatizzazioni le quali, dal 1992 in poi, arricchirono il listino di imprese fondamentali nel nostro assetto produttivo quali Eni ed Enel, oltre alle maggiori banche. Questi fatti hanno prodotto una forte spinta alla borsa azionaria che nel 2000 toccò il massimo storico del 68% sul Pil. È poi iniziata una nuova decadenza riconducibile da un lato alle negative *performance* delle maggiori imprese (crisi Fiat, scalata alla Montedison con relativa liquidazione delle attività non energetiche, fine dell'Olivetti, scandali Cirio e Parmalat) e al loro dimagrimento a seguito delle politiche di fede anglosassone volte a distribuire volumi crescenti di finanza (dividendi, Opa, *buybacks*). Le fusioni, soprattutto bancarie, hanno nuovamente

ridotto il numero dei principali titoli azionari quotati. La nostra storia si chiude quindi con assai magri risultati. Alla fine del 2010, quando la borsa incideva per il 27% sul Pil, il 43% del valore dei titoli era costituito da azioni bloccate dai gruppi di comando e dagli investitori stabili. Considerando il solo flottante l'incidenza si riduceva al 15% appena del Pil e oltre sette decimi di tale proporzione erano generati dai primi 10 titoli. Nella *top ten* dominano oggi l'energia, la finanza (banche e assicurazioni) e i servizi pubblici. La nostra borsa non è più dunque lo specchio di un'economia che ha mantenuto una vocazione fortemente manifatturiera facendone il suo punto di forza, ma attraverso imprese di dimensione non grande.

### 3.2 Origine e sviluppo delle borse in Italia

La borsa è il luogo in cui vengono trattati valori mobiliari e merci. Limitandoci ai primi, e in particolare ai valori azionari, va da sé che possono essere oggetto di compravendita titoli di ampio mercato, emessi pertanto da aziende di una certa consistenza e maturità organizzativa. Occorre infatti, da un lato che la proprietà possa essere distinta in qualche modo dal controllo totalitario dei fondatori, dall'altro che questi esprimano una domanda di mezzi aggiuntivi a quelli che essi sono in grado di (o disposti a) provvedere per l'ulteriore espansione dell'impresa. Le imprese che si quotano in borsa sono quindi per lo più le grandi società per azioni. Storicamente, il fenomeno viene

ricondotto alle *societas publicanorum* dei Romani, costituite per la prestazione di servizi pubblici, per la gestione di beni pubblici e per la riscossione delle imposte. Esse configuravano una prima separazione tra proprietà e controllo, con le azioni liberamente negoziabili e relativamente diffuse al pubblico (Malmendier, 2005). Un altro esempio, meno remoto, fu quello della Casa di San Giorgio, un'istituzione genovese fondata nel 1407 che precorse la società per azioni assumendo anche connotati di banca centrale e di ente per la gestione del debito pubblico. La Casa fu costituita per riordinare il debito della Repubblica di Genova di cui il governo non riusciva più a sostenere gli oneri. Consolidò varie emissioni concentrando infine, nel 1454, l'intero debito. Lo Stato ottenne mezzi concedendo la gestione delle imposte e dando in pegno colonie e distretti. La Casa si finanziava emettendo quote societarie («luoghi») che diedero impulso al mercato dei valori mobiliari conferendogli natura di borsa valori *ante litteram* e affinando la sensibilità dei genovesi per la finanza<sup>2</sup>. La borsa come mercato ebbe origine dagli usi dei mercanti i quali nel XVI secolo, per realizzare le loro compravendite, presero l'abitudine di riunirsi in un luogo comune anziché nelle logge e nei broletti delle rispettive città di origine. Come ricordò Lodovico Guicciardini in un libro pubblicato nel 1567, la parola deriva da un palazzo che si affacciava in una piazza di Bruges (Paesi Bassi) nel quale si diffuse quel costume cui non furono estranei i mercanti

italiani<sup>3</sup>. Il palazzo era di proprietà della famiglia Van der Burse che esibiva uno stemma con tre borse. In Italia la prima borsa fu quella di Genova dove i mercanti si ritrovavano nella Piazza dei Banchi su cui sorgeva, già agli inizi del XIV secolo, una loggia. Il luogo di riunione degli operatori subì nel corso del tempo alcuni traslochi, anche a seguito di danneggiamenti. Il Comune provvide al restauro dell'originaria Loggia dei Banchi che fu donata alla Camera di Commercio nel 1839 e dove la borsa riprese a funzionare il 5 luglio dell'anno successivo, data che segna la nascita «legale» della borsa di Genova. Il Codice di commercio emanato da Carlo Alberto nel 1842 contemplò per la prima volta una disciplina della borsa con tanto di riconoscimento dei corsi ufficiali quali risultato delle negoziazioni, accertati dagli agenti di cambio e dai sensali secondo il disposto dei regolamenti. La stessa istituzione della borsa fu subordinata ad autorizzazione regia e l'attività di mediazione riservata ai soli agenti di cambio e sensali nominati dal sovrano. La borsa di Genova non ebbe tuttavia da subito questa autorizzazione, mentre gli intermediari vennero man mano nominati in base a una legge e a un regolamento del 1847; a quell'epoca Genova figurava con 12 agenti di cambio, Torino con 6 e Nizza con 3. Il regio decreto che istituì la borsa fu infine emanato il 18 agosto 1855, dopo quello, datato 16 novembre 1850, che riconosceva la borsa di Torino a sua volta oggetto di un atto precedente dei francesi di Napoleone nel 1802 (Da Pozzo e Felloni, 1964; Acerbi, 2008).

<sup>2</sup> Per i dettagli si veda Archivio di Stato di Genova e Società Ligure di Storia Patria, *La Casa delle Compere e dei Banchi di San Giorgio. Cenni storici*; [www.lacasadisangiorgio.it](http://www.lacasadisangiorgio.it)

<sup>3</sup> Si veda anche Da Pozzo e Felloni, 1964, p. 3. Successivamente la borsa si spostò ad Anversa a causa del forte sviluppo di quella città oltre che dell'interramento dell'estuario del fiume Zwyn sul quale era sorta Bruges (Acerbi 2008).

Le prime borse a nascere «ufficialmente» in Italia furono quelle di Napoli e di Trieste (borsa Italiana, 2008). La prima fu istituita da un atto sovrano del 22 giugno 1778 di Ferdinando IV scegliendo come luogo iniziale il Chiostro di San Tomaso d'Aquino. A Trieste furono ancora i francesi a far nascere una borsa locale nel 1755. La Borsa di Milano, che diventerà la più importante d'Italia, ebbe anch'essa matrice napoleonica; l'istituzione avvenne con decreto del viceré Eugenio Napoleone Beauharnais all'inizio del 1808. Ma questo atto fu in buona misura «anticipatore» di esigenze locali che si manifestarono solo più tardi con il progresso delle attività economiche e finanziarie (Pivato e Scognamiglio, 1972; Acerbi, 2008). Sempre a inizio '800 furono istituite le altre borse «italiane» (Roma 1802, Venezia 1806, Firenze e Livorno 1808). Vennero infine Palermo (1842) e Bologna (1861).

<sup>4</sup> Contrariamente a quanto riferito da taluni storici, la Banca Nazionale non ha mai avuto statutariamente l'estensione «negli Stati Sardi» che però veniva riportata nei certificati azionari. Il primo decreto che riporta un'estensione alla denominazione Banca Nazionale è quello del 1° maggio 1866, n. 2873 dove l'istituto viene denominato «Banca Nazionale (nel Regno d'Italia)» e allo stesso anno risalgono i primi biglietti emessi con la nuova denominazione (decreto del 16 maggio 1866); ma la prima relazione annuale che cita l'estensione è quella sull'esercizio 1867, approvata il 18 febbraio 1868 (informazioni raccolte presso l'archivio storico della Banca d'Italia).

<sup>5</sup> In onore del massimo campanilismo, il progetto di fusione recitò: «non è l'istituto più grosso che inghiotte i due minori; i quali, inghiottiti così, non lasciano alcuna traccia di sé. Sono i tre istituti che mettono insieme le loro forze e la loro vitalità per crearne uno nuovo» (Piccinelli, 1897). Il privilegio di unico emittente fu acquisito nel 1926, quando cessarono i poteri di emissione del Banco di Napoli e del Banco di Sicilia. Si veda anche Contessa e De Mattia, 1993.

<sup>6</sup> Da Pozzo e Felloni (pp. 361 e ss. e 387 e ss.), *annuario R&S 2010* (scheda FS-Ferrovie dello Stato), Ministero del Tesoro (1988; pp.22 e ss.). Le tre concessionarie in forza delle nuove convenzioni del 1885 entrarono tutte in borsa. Le Meridionali furono costituite nel 1862 e quotate a partire dall'anno successivo. Le Ferrovie del Mediterraneo furono costituite nel 1885 e quotate nello stesso anno. Le due avevano assorbito la rete della Società per le Ferrovie dell'Alta Italia, fallita e riscattata dallo Stato nel 1875. Entrambe le società sopravvivono e sono le due più «vecchie» del listino italiano: la prima sotto il nome del fondatore (Bastogi), la seconda con la denominazione Mittel.

nel dicembre 1849 quando, per volere di Camillo Benso di Cavour, furono uniti i due istituti di emissione sabaudi, quelli di Genova e di Torino, col titolo di Banca Nazionale. La sede era in entrambe le città, ma quella ligure era la sede centrale. Nel corso di un'adunanza del Consiglio Superiore il 15 novembre 1864 fu decisa l'aggiunta «nel Regno d'Italia» (tra parentesi) per «armonizzare» allo stato politico di quel tempo e inoltre per evitare confusione con la Banca Nazionale Toscana<sup>4</sup>. Nel 1865 la sede venne trasferita a Firenze e in ottobre vi fu un primo tentativo di fondere le due banche quasi omonime. In effetti, la Banca Nazionale aveva potuto estendere la sua attività in tutta l'Italia salvo che in Toscana «ove la Banca Nazionale Toscana aveva rapporti col Governo meritevoli di molta considerazione» (Piccinelli, 1897, p. 287). Ugualmente «troppo potenti per farsi assorbire» erano i Banchi di Napoli e di Sicilia. La fusione poté avvenire solo più tardi, dopo la crisi della Banca Romana (che era stata pure autorizzata all'emissione dei biglietti nel 1870). La legge del 10 agosto 1893 formò la Banca d'Italia riunendo Banca Nazionale, Banca Nazionale Toscana e Banca Toscana di Credito, caricandola degli oneri per la liquidazione della Banca Romana<sup>5</sup>. Il capitale della nuova banca fu stabilito in 300 milioni di lire (invariato a tutt'oggi nel suo arrotondamento a 156 mila euro) e la maggiore concentrazione di azionariato era proprio in Liguria con il 40,5% del totale e una diffusione media di 1228 azioni per ogni 10.000 abitanti; seguivano gli investitori piemontesi

### 3.3 Dimensioni dei mercati

La Borsa di Genova fu la prima a quotare valori azionari. Nel 1844 vi entrarono infatti la Banca di Sconto di Genova e la Società per l'Illuminazione a Gaz. Nel 1857 fu raggiunto un primo massimo di 30 valori a listino, poi ridimensionato. All'inizio del 1861 Genova quotava 11 società. Milano solo due: la Società delle Strade Ferrate Lombardo-Venete e dell'Italia centrale, prima in assoluto a essere iscritta nel 1858, e la Banca Nazionale nel Regno d'Italia (futura Banca d'Italia). Quest'ultima era il principale titolo anche a Genova. La banca nacque

e lombardi rispettivamente con il 18,3% e il 16,7% del totale (Nitti 1900, p. 351; Da Pozzo e Felloni, 1964, p. 220).

A Genova venivano trattate azioni di società locali e sabaude che sul finire dell'800 annoveravano nomi di assoluto rilievo. Oltre alla citata Banca Nazionale, vi erano la Società Generale di Credito Mobiliare Italiano, la Banca di Genova (futuro Credito Italiano), la Società Italiana per le Strade Ferrate Meridionali (sorta a Torino nel 1862 per iniziativa del conte Pietro Bastogi da cui prenderà successivamente il nome), la Società Italiana per le Strade Ferrate del Mediterraneo (fondata a Milano, ma con buon apporto di genovesi), la Navigazione Generale Italiana (operativa dal 1881 dopo la fusione delle compagnie Florio di Palermo e Rubattino di Genova), la Società Ligure-Lombarda per la Raffinazione degli Zuccheri. Contava soprattutto il fatto che i genovesi fossero tra i maggiori investitori italiani. Oltre alle azioni Banca Nazionale, Da Pozzo e Felloni ricordano che essi possedevano, tra il 1883 e il 1895, dal 50% al 60% del Credito Mobiliare Italiano. Consistente, ancorché ignota, era pure ritenuta la percentuale sulla Navigazione Generale Italiana. I liguri sottoscrissero inoltre, rispettivamente, il 7% e il 15% del capitale delle citate Società per le Strade Ferrate Meridionali e per le Strade Ferrate del Mediterraneo. Le ferrovie costituivano un settore di intervento appetibile all'indomani dell'unità italiana, specie dopo che una legge del 1865 aveva previsto che costruzione ed esercizio fossero dati a privati. Gran parte della rete nazionale venne così

concentrata su cinque concessionarie: le Meridionali, la Società per le strade ferrate dell'Alta Italia (emanazione del gruppo Rothschild, acquisì inizialmente la rete piemontese) e altre tre per il centro-sud. Il settore subì tuttavia diverse crisi finanziarie, la prima delle quali nel 1885 indusse lo Stato a riorganizzare la rete su tre principali concessionarie: le Meridionali, le Strade Ferrate del Mediterraneo (costituita in quell'anno) e le Strade Ferrate della Sicilia. Ma questa riforma non fu sufficiente per riportare in attivo la gestione dei privati e nel 1905 il settore venne nazionalizzato istituendo un'azienda autonoma dello Stato e imponendo la riconversione delle società ferroviarie private<sup>6</sup>. La Borsa di Genova fu la più importante per tutto l'Ottocento; le valutazioni disponibili portano la sua quota a un terzo circa di tutti gli scambi azionari nelle borse italiane nel 1872; agli inizi del Novecento la percentuale era valutabile indicativamente intorno al 40%, ma negli anni successivi essa venne superata da Milano che già nel 1911-13 concentrava il 38% dei controvalori, seguita da Genova e Roma appaiate a quota 20%. Si vedano i dati, pur approssimativi, della Tav. 3.2. Negli anni successivi la borsa milanese assunse un ruolo *leader*, ma le altre mantennero alcune prerogative. In un commento steso nel 1931 sul *Movimento economico dell'Italia*, gli analisti della Banca Commerciale Italiana facevano notare che la concentrazione nel capoluogo lombardo non doveva nuocere agli affari nelle altre piazze che vi si



distribuivano in ossequio «a tradizioni, a locali preferenze da parte del risparmio e della banca, a differenze fra gli ambienti economici regionali» (p. 57). Quindi Roma contendeva a Milano il primato nella trattazione dei titoli di stato, ma restava indietro per le azioni bancarie, insieme con Genova e Torino. Milano e Genova prevalevano per le azioni ex-ferroviarie (tra cui Ferrovie Mediterranee e Meridionali, società Veneta) e le saccarifere, mentre la seconda primeggiava sempre nelle azioni marittime. Minerari e siderurgici (Ilva, Elba, Metallurgica Italiana, Montecatini, Dalmine, Ansaldo) erano molto distribuiti, con prevalenza per Milano e Firenze. I meccanici (Marelli, Tecnomasio, Fiat, Breda, Isotta Fraschini) alimentavano gli affari quasi solo a Milano mentre gli elettrici (Sade, Gruppo Edison, Sip,

Meridionale, Terni, Unes, Pce) contavano sia a Milano che a Torino. Alimentari varie a Milano, Genova e Roma; immobiliari (Beni Stabili, Generale Immobiliare, Bonifica Terreni Ferraresi) principalmente a Roma e Milano, assicurazioni a Trieste (Generali, Ras, Assicuratrice Italiana) e Firenze (Fondiarìa). «Si ha pertanto una divisione topografica dell'attività finanziaria, che in buona parte rispecchia la divisione regionale delle attività manifatturiere».

### 3.4 La dinamica delle società quotate

Si potrebbe dire che lungo tutto il XIX secolo le borse italiane siano state luoghi nei quali le principali contrattazioni riguardavano i titoli dello Stato, essendo il numero delle società quotate assai ristretto. Ancora a fine '800 Milano quotava appena 45 società e la soglia dei 100 titoli venne superata solo nel 1905. La storia delle iscrizioni e delle cancellazioni – ripercorsa nelle Tavole 3.3 e 3.4 – consente di individuare alcuni periodi rilevanti nei quali la quotazione, più che esigenze specifiche di singole imprese, rispondeva a una corrente espansiva o regressiva dell'intera economia. Queste «correnti» possono essere riassunte nei punti che seguono.

**1899-1907:** gli anni del primo decollo dell'economia italiana (coincidenti all'incirca col periodo giolittiano) videro un massiccio ingresso di titoli azionari nella borsa milanese; il saldo tra 162 iscrizioni e 26 cancellazioni portò

la consistenza del listino nel 1907 a 168 società. Protagoniste furono dapprima le banche e le imprese di trasporto; più avanti, a partire dal Novecento, si aggiunsero le elettriche e l'industria pesante (miniere, metallurgia e meccanica). In questi stessi anni entrarono in borsa praticamente tutte le principali società nei vari settori, dal Cotonificio Cantoni (1872), al Lanificio Rossi (1873), al Linificio e Canapificio Nazionale (1876); dalla Terni (1895) all'Elba (1902), dalla Metalli (1897) alla Breda (1904); dall'Edison (1895) alla Montecatini e all'Italgas (1900), all'Ansaldo e all'Unes-Unione esercizi elettrici (1905), alla Sade-Adriatica di Elettricità (1906); dall'Eridania (1902) all'Italiana Industria Zuccheri (1904); nell'anno *benchmark* 1911 la borsa milanese contava 158 società.

**1918:** in un solo anno ben 44 società vennero cancellate; per metà erano industriali alle prese con le riconversioni produttive dalla guerra alla pace; ma quello stesso anno registrò due ingressi di rango, l'Ilva (che diventerà la maggiore impresa siderurgica italiana) e la Banca Italiana di Sconto nata dalla fusione tra la Società Italiana di Credito Provinciale e la Società Bancaria Italiana; il disordine organizzativo di questo istituto, insieme con il legame incestuoso con l'Ansaldo, lo portarono alla liquidazione già nel dicembre 1921.

**1920-29:** nuova esplosione del listino con 97 ingressi e 46 uscite. La consistenza toccò un nuovo massimo a quota 178 nel 1929; una numerosità che non sarà più raggiunta prima del 1986.

<sup>7</sup> In questi anni alcune delle maggiori società erano quotate anche in borse estere. Snia Viscosa a Londra, New York e Parigi; stessi mercati per Montecatini con l'aggiunta di Berlino; Comit, Pirelli e Unes a New York e Amsterdam; Edison, Fiat, Terni e Isotta Fraschini a New York; Comit ad Amsterdam. Informazioni tratte dal *Movimento economico dell'Italia* pubblicato nel 1931 dalla Banca Commerciale Italiana.

<sup>8</sup> Rispettivamente, i fratelli Mario e Pio Perrone con la Banca Italiana di Sconto e l'Ansaldo contro la Comit diretta da Giuseppe Toeplitz; il duo Riccardo Gualino-Giovanni Agnelli – ovvero Snia e Fiat – contro il Credito Italiano. Per i dettagli si veda Coltorti 2010, pp. 26 e ss.

<sup>9</sup> Inizialmente, un'importante strumento per la raccolta di risorse finanziarie fu l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni di controllate. L'iniziativa raccolse un notevole successo, anche perché i titoli prima della conversione erano garantiti dallo Stato cui faceva capo l'emittente. A tutto il 31 dicembre 1950 erano stati emessi sette prestiti per complessivi 50 miliardi di lire, di cui circa la metà Iri-Meccanica 5,50%. V. Ministero dell'Industria e del Commercio 1956, vol. I, p. 100.

La rappresentatività sull'economia nazionale era assai elevata: nel 1925 era quotato metà del capitale di tutte le banche e del settore minerario e metallurgico, i tre quarti del settore elettrico, il 56-57% nella meccanica e nel tessile (Baia Curioni, 1994, p. 180). In questi anni entrarono nella Borsa di Milano le Automobili Diatto (poi assorbite dalla Fiat) e la Snia Viscosa (1920), La Rinascente (1921), la Pirelli (1922), Fiat, Sme-Meridionale di elettricità, Dalmine e La Soie de Chatillon (1924), l'Italiana Cementi e Calci Idrauliche (1925, futura Italcementi), l'Ercole Marelli (1928) e la Cartiere Burgo (1929). La vittoria nella prima guerra mondiale e la conquista di Trieste ci portarono in dote le due grandi compagnie assicuratrici di quella città, le Generali e la Ras-Riunione Adriatica di Sicurtà (entrarono nella borsa milanese dopo il Trattato di Rapallo, rispettivamente nel 1924 e nel 1927)<sup>7</sup>. Fu un periodo turbolento al principio, sfavillante nel mezzo e disastroso alla fine. Nell'ordine, vi furono le scalate alle grandi banche Comit e Credit<sup>8</sup> i cui esiti furono nefasti per le *prede* le quali appresero la cattiva arte di acquistare dagli scalatori le proprie azioni; a tale scopo la Comit promosse nel 1925 la quotazione della stessa finanziaria che si era resa acquirente dei titoli rastrellati dai Perrone, il Comofin-Consortio Mobiliare Finanziario. Lo sfavillio riguardò i prezzi dei titoli; gli indici calcolati da Riccardo Bachi passarono da 99,9 nel 1920 (base dicembre 1913 = 100) a 163,4 nel 1924, chiudendo due degli ultimi tre anni con rilevanti «ondulazioni» (sempre per dirla *à la* Bachi) tra

minimo e massimo: 97,8-130,1 nel 1927, 129,4-151,3 nel 1928, 127,4-128,1 nel gennaio-ottobre 1929; serrando infine a 123,3 in dicembre (il *black Thursday* di Wall Street, divenuto in Europa il *black Friday* a causa della differenza di fuso orario, era caduto il 24 ottobre). Il movimento degli affari sul finire del 1928 era «imperniato essenzialmente sulla attività degli speculatori professionali e sull'intervento di gruppi ed enti finanziari: è stata ancora piuttosto ristretta la partecipazione effettiva del risparmio privato» (Bachi 1930, p. 135). Nel 1929 l'aumento del costo del denaro ridusse le operazioni in borsa contribuendo a un andamento prevalentemente declinante dei corsi con deprezzamenti nei 12 mesi che raggiunsero il 51% per le azioni seriche e il 41% per quelle automobilistiche; il valore dei titoli trattati si ridusse del 42%.

**1930-36:** la depressione successiva alla grande crisi del 1929 fece molte vittime, espellendo dal listino 74 società a fronte di 21 iscrizioni. Nel 1936 le società quotate erano 125 e le vittime più eccellenti furono le banche. La Banca Italiana di Sconto era già stata cancellata nel 1923; ora venne il turno delle tre grandi banche miste, Comit, Credito Italiano e Banco di Roma, colpite dal deprezzamento dei titoli nel loro portafoglio: l'indice dei corsi elaborato da Mediobanca cadde del 63% tra la fine del 1928 e quella del 1933. Le azioni delle tre banche, nel frattempo salvate dallo Stato attraverso l'Iri, furono cancellate dal listino nel 1935. Nel 1936 seguì la Banca d'Italia, che rimborsò i propri

azionisti al valore di libro e venne retta da un nuovo statuto che affidava l'assetto proprietario a enti pubblici. Nel 1929 il listino contava 12 istituti di credito; a fine 1936 non ve n'era più traccia e così fu per molti anni nel timore che le cadute dei corsi favorissero i *run* dei depositi (il primo titolo bancario quotato nel dopoguerra fu Mediobanca, nel 1956). La depressione fu molto grave nel comparto manifatturiero la cui rappresentanza nel listino milanese passò da 105 titoli nel 1929 a 71 nel 1936. Unico settore a resistere fu quello delle società elettriche, stabili tra 24 e 26 titoli. Nel 1936 il valore di borsa delle società quotate era pari al 20% circa del reddito nazionale lordo.

**1948-63:** dopo una relativa stabilizzazione della consistenza dei titoli quotati su 120-130 società, nel periodo della ricostruzione e del miracolo economico la borsa si rianimò. In quei 16 anni entrarono nel listino 47 società e ne uscirono 25. Si trattò tuttavia di flussi relativamente contenuti e ciò perché la grande espansione dell'economia fu opera principalmente delle grandi imprese esistenti le quali prima ricostruirono e poi espansero i loro impianti. Molte di esse erano passate sotto il controllo dell'Iri (nuovo ente costituito nel 1933) il quale, pur fondato con un patrimonio pubblico, scelse di procurarsi sul mercato i nuovi mezzi finanziari necessari per la copertura dei nuovi cospicui fabbisogni<sup>9</sup>. Procedette pertanto a quotare il maggior numero possibile di società e tra queste le finanziarie di settore che via via

costituiva per organizzare al meglio la propria gestione industriale. Nel 1952 fu quotata la Finmare, nel 1953 la Finelettrica; la Finsider era stata iscritta nel 1940 e la Stet (*holding* telefonica) nel 1936. Queste finanziarie a partecipazione statale furono una delle novità borsistiche del dopoguerra. Il valore di tutte le azioni quotate toccò un massimo nel 1960 raggiungendosi al 40% del Pil; nello stesso anno il controvalore degli scambi, secondo i dati della Borsa Italiana, toccò un massimo di mille miliardi di lire.

**1977:** gli anni '70 segnarono per la borsa un periodo di lenta decadenza che prese avvio dallo svuotamento dei titoli elettrici a seguito della nazionalizzazione attuata nel dicembre 1962, proseguì con il deterioramento dei risultati economici delle società quotate, aggravati dal costo del debito su cui incideva l'inflazione indotta dagli *shock* petroliferi e dalla rincorsa salari-costo della vita, con la degenerazione delle partecipazioni statali (a causa della politica dei salvataggi industriali e dell'inframmettenza dei politici) e con le politiche di sviluppo del Mezzogiorno perseguito invano a colpi di tassi agevolati concessi sui facili indebitamenti. Non mancarono gli scandali tra cui il più grave fu quello di Michele Sindona che si concretizzò nell'insolvenza della sua Banca Privata Italiana nel 1974. Nel 1977 la capitalizzazione di borsa delle società quotate toccò il minimo storico del 2,5% del Pil: fu lo specchio della crisi della grande impresa italiana. In questo panorama negativo emerse la Fiat che beneficiò

di una gestione industriale assennata e innovativa. Il quadro sconsolante della borsa presentava però la grande novità del ritorno, nel 1970, delle azioni delle grandi banche, ora «banche di interesse nazionale» (Bin). Le loro azioni furono collocate da Mediobanca che, tra l'altro, aveva portato in borsa anche la *holding* della Fiat, l'Istituto Finanziario Industriale nel 1969 e, l'anno precedente, l'Alitalia. Nel 1980 la Consob quotò d'ufficio l'Italmobiliare che l'anno precedente era divenuta la *holding* del gruppo Italcementi. Ancora in controcorrente, le Industrie Buitoni Perugina (iscritte a listino nel 1972), la Standa e l'Unicem (nel 1973). Quest'ultima era l'erede dell'Unione Italiana Cementi, fondata nel 1906 da Riccardo Gualino, poi rilevata dagli Agnelli, ritirata dal listino nel 1932 e unita l'anno successivo alla società cementiera della famiglia Marchino.

**1982-89:** la reazione alla grande crisi degli anni '70 fu la ristrutturazione industriale, che, anche grazie agli aiuti pubblici, consentì alle imprese di risanare gestioni e strutture finanziarie tornando a chiudere i bilanci in utile. Nel 1984, dopo una lunghissima gestazione legislativa, iniziarono a operare i fondi d'investimento di diritto italiano. La borsa registrò prontamente questo nuovo «Rinascimento» con un aumento dei corsi (quasi quintuplicati nel periodo) e con un ritorno a un clima favorevole, persino scintillante, per gli investitori. Negli otto anni dal 1982 al 1989 entrarono nella borsa milanese ben 125 società a fronte di 31 cancellazioni; il capitale nominale delle neo iscritte nel

<sup>10</sup> La quotazione avvenne su pressione della Consob la quale intendeva procedere d'ufficio nel caso di mancata presentazione della domanda da parte del Consiglio di amministrazione della banca. La quotazione veniva giustificata con la «larga e abituale negoziazione dei titoli stessi». Il debutto del 5 maggio fu un insuccesso con un calo del corso pari al 20%. Con decorrenza 18 giugno il titolo fu sospeso e la quotazione revocata il 10 agosto. La vicenda suscitò una polemica tra il Presidente della Consob (Guido Rossi) e la Banca d'Italia cui era stata richiesta (invano) copia degli atti dell'ultima ispezione fatta al Banco, risalente a tre anni prima. Si veda Bellavite Pellegrini (2001), pp. 321-325.

<sup>11</sup> L'esposizione verso le banche irachene a fine 1989 (decisa in autonomia dalla sede centrale in Italia), non garantita da enti federali statunitensi, era pari a 1.700 miliardi di lire, saliti a 1.881 miliardi a fine 1993 per l'accumulo degli interessi di mora. Si veda R&S 1990 ... 1993 (scheda Bnl nel primo volume). L'irregolarità era emersa a seguito di un'irruzione di agenti dell'Fbi nella filiale della banca italiana che operava dal 1982. Nel 1989 la Bnl chiuse il bilancio con 498 miliardi di lire di perdite.

<sup>12</sup> Il Banco di Napoli era allora un istituto di credito di diritto pubblico e la quotazione (come nel caso del Banco di Sardegna) riguardò titoli di risparmio emessi per l'occasione e collocati sul mercato nel giugno 1986 per un controvalore di 500 miliardi di lire. La revisione di posizioni pregresse della banca verso clienti comportò oneri che contribuirono a un cumulo di circa 6 mila miliardi di perdite nette a carico dei bilanci 1994-1996. Esse imposero l'azzeramento del capitale che venne ricostituito con versamenti del Tesoro. Inoltre, venne costituita una *bad bank* (denominata Società per la Gestione degli Attivi) cui furono trasferiti 12.400 miliardi di crediti e attivi problematici le cui perdite (pari ad alcune migliaia di miliardi) furono coperte utilizzando fondi pubblici.

settennio, al netto delle cancellazioni, fu pari al 43% della consistenza dei capitali aggregati di tutte le quotate a fine 1981. Il listino superò per la prima volta le 200 società nel 1986, finendo a 235 nel 1989. Il 1982 vide un caso unico di impresa quotata per poco più di un mese: si trattò del Banco Ambrosiano, passato dal «mercato ristretto» a quello ufficiale il 5 maggio. Ebbe vita breve, dovendo essere cancellato già il 10 agosto dello stesso anno per insolvenza e conseguente liquidazione coatta amministrativa<sup>10</sup>. Nel settennio che si sta esaminando vi fu un rafforzamento dei gruppi di controllo attraverso la quotazione di molte società che rappresentavano madri o figlie di imprese già quotate (alcune facevano capo ai Gruppi Ili-Fiat e De Benedetti) e l'emissione di azioni senza diritto di voto (30% circa del totale). Tra gli ingressi in borsa, alcuni dei «nuovi» imprenditori come Benetton (1986), Merloni (1987), Ferruzzi e Stefanel (1988); alcune banche importanti tra cui Banca Nazionale del Lavoro, Banco di Sardegna (entrambe nel 1986) e Banco di Napoli (1987). Bnl e Banco di Napoli si produssero in vicende assai opache: la prima a causa delle perdite emerse nel 1989 a seguito dei fidi concessi a clienti iracheni dalla filiale americana di Atlanta<sup>11</sup>, il secondo per l'emersione di perdite pregresse su crediti impropriamente contabilizzati come se fossero *in bonis*<sup>12</sup>. Poco fortunata anche la Finanziaria Centro Nord (iscritta a Firenze nel 1982 e a Milano nel 1987) che nel 1989 passò sotto il controllo della famiglia Tanzi. Questa le mutò denominazione

in Parmalat Finanziaria, vendendole azioni Parmalat con addebito di oltre mille miliardi di lire. Il valore di borsa delle società quotate riprese slancio, ma senza discostarsi troppo dal 20% del prodotto interno lordo. In questo periodo nacque un grande interesse del pubblico per la borsa; tutti i quotidiani presero a dedicare pagine e rubriche alle quotazioni e alla finanza in genere; nacquero anche nuove testate specializzate nella finanza («Italia Oggi» e «Mf»), mentre il principale quotidiano economico («Il Sole 24Ore») operò un radicale rinnovamento toccando diffusioni record (Coltorti, 2010).

**1990-2001:** la stagione delle privatizzazioni, iniziata nel 1992 con la riorganizzazione degli enti pubblici trasformati in società per azioni, comportò il collocamento in borsa di azioni di importanti imprese industriali e delle principali banche. I pacchetti di controllo delle due maggiori Bin furono ceduti sul mercato nel 1993 e 1994. Il più importante collocamento fu quello dell'Eni avvenuto in quattro tranches tra il 1995 e il 1998 per un controvalore complessivo di oltre 21 miliardi di euro (Tav. 3.5). Costituito come ente di diritto pubblico nel 1953, aveva concentrato tutte le attività statali nel settore petrolifero e petrolifero. Negli anni Ottanta del secolo scorso raggiunse una dimensione simile a quella della Fiat in termini di valore aggiunto superandola decisamente negli anni 2000. Trasformato in società per azioni nel 1992, fu iscritto nel listino milanese nel 1995 dopo il primo collocamento; al termine



degli altri collocamenti il Tesoro ha mantenuto direttamente e indirettamente una partecipazione di minoranza (30% circa), ma capace di assicurare il controllo. Una procedura simile è stata usata per collocare le azioni dell'Enel. Costituito come Ente Nazionale per l'Energia Elettrica allo scopo di nazionalizzare il settore nel 1962, fu trasformato in società per azioni nel 1992 e collocato al pubblico a partire dal 1999, anno in cui entrò in borsa. Le tre tranche di collocamenti (1999, 2004 e 2005) ebbero un controvalore di oltre 28 miliardi di euro, ma consentirono al Tesoro dello Stato di mantenere il controllo. L'altra principale impresa oggetto di collocamento fu la Stet (poi Telecom Italia); già iscritta nel listino per iniziativa dell'Iri sin dal 1936, la società fu interamente privatizzata nel 1997. La presenza nel ricco mercato delle telecomunicazioni in condizioni quasi monopolistiche l'ha resa oggetto di successive operazioni finanziarie per importi consistenti. Nel 1999 la Olivetti lanciò su di essa un'offerta pubblica di acquisto e scambio per un controvalore di 61 mila miliardi di lire (31,5 miliardi di euro, la maggiore di tutti i tempi); nel 2003 le due società si sono fuse mantenendo la denominazione Telecom Italia. Altri importanti arricchimenti del listino sono venuti dalle grandi banche nate come istituti di diritto pubblico e oggetto di concentrazione in gruppi finanziari. Credito Italiano e Comit, dopo la privatizzazione, confluirono nelle due attuali maggiori concentrazioni bancarie: Unicredit (il cui spessore è aumentato soprattutto a seguito

dell'unione con il Credito Romagnolo nel 1995, con l'Unicredit nel 1998, con la HVB nel 2005 e con Capitalia nel 2007) e Intesa Sanpaolo, nata nel 2007 dall'integrazione del Gruppo Intesa (nel quale erano confluiti il Nuovo Banco Ambrosiano, la Cariplo e – nel 1999 – la Comit) con il Sanpaolo Imi. Quest'ultimo istituto era il risultato dell'unione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino (l'azienda bancaria fu collocata e quotata in borsa nel 1992) con l'Imi (già ente pubblico anch'esso, quotato in borsa nel 1994). Il Banco di Roma si unì al Banco di Santo Spirito e alla Cassa di Risparmio di Roma nel 1991-92 dando origine alla Banca di Roma, poi Capitalia nel 2002, confluita come detto in Unicredit nel 2007. L'ultimo grande ente pubblico bancario, il Monte dei Paschi di Siena, ha trasferito le attività bancarie alla Banca Mps nel 1995; in tale anno un pacchetto minoritario di azioni di tale società fu collocato al pubblico e il titolo iscritto al listino. Tra i molti ingressi, sono da citare due società del Gruppo Fininvest (Mediaset e Mediolanum, quotate nel 1996) e alcuni marchi del cosiddetto «Made in Italy», quali Brembo e Bulgari nel 1995, Ducati e Giugiaro nel 1999. Entrarono, ahimé, anche le squadre di calcio imitando il cattivo esempio della borsa londinese: la Lazio nel 1998, la Roma nel 2000, la Juventus nel 2001<sup>13</sup>. Nel complesso, dal 1990 al 2001 entrarono in borsa 210 società a fronte di 163 cancellazioni; il saldo netto portò la consistenza del listino a 282 titoli, nuovo massimo storico. Ma la vera novità fu l'espansione

<sup>13</sup> Rispetto ai valori di collocamento, gli investitori che hanno acquistato quei titoli hanno accusato a tutto il 2010 perdite non inferiori al 70% del capitale (Juventus 70% dal dicembre 2001, Lazio 72% dal maggio 1998, Roma 74% dal maggio 2000). Marco Vitale intervenne nel 2006 chiedendo il *delisting* delle società calcistiche a fronte degli scandali emersi in quello sport: «il calcio è fatto di fattori emotivi, di psicologia di massa, di fenomeni non razionali che legati ai titoli di borsa diventano pericolosissimi. Il calcio italiano poi era così marcio che prima di pensare alla quotazione, si sarebbe dovuto realizzare un risanamento» (Il Sole 24Ore, 12 maggio 2006).

<sup>14</sup> Louis Rau promosse nello stesso anno la fondazione della Compagnie Continentale Edison di Parigi (che ottenne l'esclusiva per l'Europa dei brevetti Edison), mentre Emil Rathenau fondò nel 1883 la Deutsche Edison-Gesellschaft für angewandte Elektrizität (trasformata nel 1887 nella Aeg - Allgemeine Elektrizität Gesellschaft).

del valore dei titoli quotati che configurò un vero mutamento di scenario, toccando il 70% del Pil nel 2000; ciò soprattutto per effetto delle citate privatizzazioni. Le grandi imprese pubbliche o ex-pubbliche divennero l'asse portante del mercato. Il record di numerosità venne raggiunto invece a seguito della bolla *new economy* che a partire dal 1999 portò 47 imprese, di dimensione per lo più contenuta, alla quotazione nel «Nuovo Mercato»; dapprima affiancato al listino ufficiale, esso vi fu fatto confluire nel 2006 dopo aver valutato che il fenomeno si era in larga misura spento. Nel 2001 il valore di borsa delle imprese quotate incideva per il 46% sul Pil.

**2002-11:** l'ultimo periodo vede una relativa stabilizzazione del valore di borsa delle società quotate intorno al 40-50% del Pil prima della crisi finanziaria mondiale del 2007. Nel 2009 quel valore è stato abbattuto a poco più del 30%. La numerosità del listino, dopo aver segnato un massimo storico di 285 società nel 2009, è tornata a diminuire fissandosi alle attuali 278 quotate (marzo 2011); in poco più di nove anni sono state cancellate dal listino 130 società a fronte di 87 nuove iscrizioni; il bilancio finale figura meno negativo solo a seguito della soppressione del «mercato ristretto» (che era stato ridenominato Expandi) e del trasferimento al listino ufficiale dei suoi 39 titoli. È questo il periodo dei grandi dissesti: la Cirio Finanziaria nel 2004, la Parmalat Finanziaria nel 2005 (questa seconda rinata nello stesso anno su basi assai più virtuose)

e l'Alitalia nel 2009 posta in amministrazione straordinaria. E pure delle «vittime eccellenti»: Olivetti (scomparsa a seguito della fusione con Telecom Italia) e Montedison (ridotta alla sola parte elettrica dopo l'Opa Fiat-EdF nel 2001 e la conseguente liquidazione delle attività della «preda»). Scompaiono in questi anni anche alcuni titoli storici come il Linificio (era entrato in borsa nel 1876), l'Italgas (1900) incorporata dall'Eni, l'Olcese (1908), la Ras (1927) incorporata dall'Allianz nel 2006. Nel 2003 il sipario si chiude anche per la mitica «Pirellona» (1926), fusa con la «Pirellina» nell'ambito di una riorganizzazione societaria, e per La Rinascente (1921) che deve il suo nome a Gabriele d'Annunzio a significare la resurrezione dall'incendio dei Magazzini Bocconi.

### 3.5 I principali titoli azionari

Seguendo gli anni *benchmark* è possibile ordinare le società quotate sulla base del loro valore di borsa e identificare i veri protagonisti di ogni epoca. Valgono naturalmente tutti i *caveat* del caso, giustificati sia a proposito degli anni più remoti, sia della appropriatezza del valore di borsa a stabilire l'importanza di una società, sia dello spessore delle contrattazioni sulle quali si fissavano quei valori. Ciò premesso, la Tav. 3.6 riporta le prime 10 società per capitalizzazione. Nel succedere degli anni vi furono avvicendamenti in questo gruppo di *top ten*: inizialmente contavano le banche, poi le società elettriche, poi le industriali. Oltre alla Banca

Nazionale (poi Banca d'Italia) di cui s'è detto, gli istituti più in evidenza erano le banche miste: Comit e Credito Italiano, seguite dal Banco di Roma. La prima fondata nel 1894 con capitali tedeschi e austriaci, il secondo derivazione di una banca promossa nel 1870 da investitori genovesi (Banca di Genova). L'elemento che accomuna queste società è quello classico che vede la grande impresa nascere già «grande» dall'aggregazione di capitali conferiti da numerosi investitori (Dos Passos, 1901). Ciò fu vero per le banche miste che animarono la borsa italiana promuovendo la nascita e la quotazione di numerose società, come pure per la maggiore di queste, la Edison. La vediamo nella *top ten* per cinque decenni, in quattro in testa. Ebbe origine nel 1881 da un «Comitato promotore per le applicazioni dell'energia elettrica in Italia» sotto la spinta del Prof. Giuseppe Colombo che, come altre personalità, era rimasto colpito dal sistema che Thomas Alva Edison aveva illustrato all'Esposizione Internazionale di Elettricità di Parigi in quello stesso anno (Pavese, 1991)<sup>14</sup>. Il Comitato, che successivamente dette origine alla Società Generale Italiana di Elettricità – Sistema Edison, era formato da numerose banche e personalità tra cui la Banca Generale (Enrico Rava), la Banca di Milano (Benigno Crespi), la Banca di Credito Italiano (Gerolamo Bassi), il Credito Lombardo (Giuseppe Crespi). Similmente per la Montecatini che nacque nel 1888 promossa da possidenti e uomini d'affari italiani e stranieri prendendo il nome dal villaggio in

Val di Cecina vicino alle miniere di rame, le più grandi d'Europa, che intendeva sfruttare (Amatori, 1990). Non diverso sarà il caso della Fabbrica Italiana di Automobili (poi Fiat) fondata a Torino nel 1899 da 31 sottoscrittori del primo capitale pari a 800 mila lire equivalenti a oltre tre milioni di euro odierni (Fiat 1987). Tutto all'ombra della decisa protezione dello Stato che veniva giustificata con l'interesse a disporre in Italia di produzioni dell'industria pesante. Nel caso della Terni, fu proprio questa nel 1884 la motivazione della stessa nascita: produrre le piastre necessarie alla corazzatura delle navi della Regia Marina. Si trattò di una decisione d'investimento «presa in comune dallo Stato [...] e da un gruppo di capitalisti e di imprenditori che [...] prediligevano come loro campo di azione le iniziative in vario modo finanziate dai programmi di spesa statali o da questi alimentati» (Bonelli, 1975, p. 10)<sup>15</sup>. Un'altra caratteristica di queste prime grandi imprese «classiche» fu il breve tempo che intercorreva tra la fondazione e la quotazione in borsa. La Banca di Genova (che diverrà Credito Italiano nel 1895) fu fondata nell'aprile 1870 e le sue azioni venivano trattate alla borsa locale già dall'ottobre dello stesso anno (Da Pozzo e Felloni, 1964, p.336). La Banca Commerciale Italiana nacque nel 1894 ed entrò nella borsa milanese dopo soli 4 anni. La Fiat fu costituita nel 1899 e quotata nel 1903 (Borsa di Torino). La Snia, rispettivamente, nel 1917 e nel 1920. La distanza tra anno di fondazione e anno di entrata in borsa fu ugualmente breve per le altre *major*: Terni,

rispettivamente, 1873 e 1895, Edison 1881 e 1895, Montecatini 1888 e 1900, Ilva 1897 e 1908, Sade 1905 e 1906. Vigeva in tutta evidenza il motto di Pierre-Joseph Proudhon: la borsa era il monumento per eccellenza della società moderna e la speculazione il «quarto potere» dopo il lavoro, il credito e lo scambio<sup>16</sup>. Nella *top ten* del 1961 possiamo riconoscere i principali artefici del miracolo economico italiano. L'Edison è ancora al primo posto, ma incalzata da vicino dalla Fiat. Emergono anche Pirelli, Snia e Italcementi. Hanno assunto importanza le società dello Stato, ora fattosi imprenditore (Finsider, Stet, Italsider). L'industria caratterizza quindi fortemente la borsa. Ma dieci anni dopo si notano le due grandi banche, Comit e Credit, rientrate l'anno prima nel listino di Piazza degli Affari<sup>17</sup>. I decenni successivi vedono le imprese finanziarie assumere una maggiore consistenza rispetto alle industriali e le Assicurazioni Generali conquistano la prima posizione nel 1981 e nel 1991. Nel 1981 i primi 10 comprendono cinque banche e tre compagnie di assicurazione. Nel 2001 i principali titoli del listino sono le società ex-pubbliche, ora privatizzate in tutto o in parte, mentre nell'ultimo anno sono addirittura le posizioni di testa a essere occupate da imprese ancora sotto controllo pubblico: Eni ed Enel, con due loro controllate; seguono le due grandi banche risultato di privatizzazioni e concentrazioni (Unicredit e Intesa Sanpaolo), le sempre verdi Generali, la Telecom Italia, una Fiat in procinto di scomparire dalla lista per effetto della scissione in due tronconi perfezionata a inizio 2011,

<sup>15</sup> I principali interessi «privati» facevano capo alla Società Veneta per Imprese e Costruzioni Pubbliche, fondata a Padova nel 1872 e presieduta da Vincenzo Stefano Breda. Nel descrivere il piano per la Terni questi scontava la protezione doganale e la disponibilità a buon mercato del minerale dell'isola d'Elba: «Il minerale dell'Elba deve essere gratuitamente dato a chi, addossandosi le spese di escavazione e trasporto, si obbliga di trasformarlo in ghisa nel paese»; Bonelli, cit., p. 22.

<sup>16</sup> «C'est là que le philosophe, l'économiste, l'homme d'Etat, doivent étudier les ressorts cachés de la civilisation, apprendre à résoudre les secrets de l'histoire, et à prévoir de loin les révolutions et les cataclysmes»; Proudhon, 1856, p. 75. Queste citazioni erano care al «primo» Enrico Cuccia.

<sup>17</sup> La Borsa di Milano cambiò diverse sedi. La prima, inaugurata nel febbraio 1808, fu in tre vani al pianterreno del Monte di Pietà. Già nel 1809 traslocò a pianterreno del Palazzo dei Giureconsulti, in Piazza dei Tribunali (poi Piazza dei Mercanti), dove rimase sino al 1901. In tale anno vi fu un nuovo trasloco nel palazzo in Piazza Cordusio, appositamente costruito dall'arch. Luigi Broggi. Esso completava l'emiciclo meridionale della piazza, che si voleva centro degli affari, dove erano già sorte le sedi della Fondiaria, delle Generali e del Credito Italiano. Anche questa sede si rivelò però troppo angusta (oggi ospita le poste centrali) e si dovette commissionare un nuovo palazzo all'arch. Paolo Mezzanotte. Esso dava sulla nuova Piazza degli Affari e fu inaugurato nel 1932. Si veda lo scritto di Gianni Mezzanotte, in AAVV, 1993, pp. 19 e ss.

e infine la Luxottica unico frutto della nuova classe imprenditoriale del *made in Italy* a interessarsi della borsa per aumentare decisamente la propria taglia. L'azionariato delle 25 maggiori società quotate fa emergere il grande rilievo del controllo statale e di alcune istituzioni finanziarie (banche e fondazioni). Per le banche, tende a essere frequente la figura della *public company*, anche a seguito dell'ingresso in borsa delle società cooperative. Le famiglie sono ormai un fenomeno marginale negli assetti di controllo delle maggiori dimensioni (solo quattro casi su 25). Esse declinano invece con successo il modello di *business* nelle imprese piccole e medie, per le quali la presenza in borsa viene però regolarmente evitata.

### 3.6 Borsa e territorio

La Tav. 3.7 riporta un'indagine sulle «borse periferiche» fatta rilevando i titoli quotati dalle liste pubblicate dal quotidiano *Il Sole* (*Il Sole 24Ore* dal 1965), la principale testata economica italiana. Poiché i corsi venivano forniti dalle singole borse occorre ritenere che i titoli indicati, pur quando non esaustivi dell'intero listino, fossero quanto meno quelli più scambiati. La semplice composizione dei listini a tal riguardo non è significativa. Nella relazione del 1963 curata dal Prof. Giorgio Pivato per la Borsa di Milano si rammentava che nel 1951 per il 27% dei titoli azionari il listino esibiva solo prezzi «nominali» (non derivanti da scambi effettivi) e nel 1961 la percentuale era ancora al 24%. Per le altre principali borse

si avevano rispettivamente i seguenti dati: Roma 47% e 38%, Torino 54% e 60%, Genova 48% e 53%. Le percentuali riferite alle obbligazioni superavano il 60% in tutte le borse con punte del 99% a Genova nel 1951. Inferiori, ma sempre molto consistenti e superiori a quelle delle azioni, le quote relative ai titoli di stato. Nella Tav. 3.7 sono stati distinti i titoli ad ampio trattato da quelli eminentemente locali. Sono stati definiti ad ampio trattato i titoli quotati anche nella Borsa di Milano. I dati per le Borse di Torino, Roma e Genova sembrano confermare il passo degli analisti Comit ricordato nel paragrafo 3. Specialmente fino al 1961 la numerosità dei titoli «locali» fu di assoluto rilievo. A Torino essi superavano addirittura quelli ad ampio trattato sia nel 1921 che nel 1931, perdendone successivamente il ritmo di crescita. Anche a Roma i «locali» restavano a un buon livello negli anni iniziali, declinando successivamente, e lo stesso capitava a Genova. Soprattutto nell'ultimo dopoguerra, l'espansione delle società quotate fu assorbita interamente dalla piazza milanese. Le dinamiche fiorentina e napoletana appaiono in controtendenza, rispettivamente, sino al 1951 e al 1941, con i titoli locali che crescevano di numero, ma restando sempre pochi (il massimo a Firenze fu nel 1951 con 13 locali contro 17 ad ampio mercato; a Napoli ciò accadde nel 1941 con 11 locali contro 10 ad ampio mercato). Trieste ebbe una fisionomia essenzialmente «locale» fino al 1951 quando i titoli «autoctoni» superavano largamente quelli ad ampio

mercato: 22 contro 12 nel 1921, 17 contro 11 nel 1931, 13 contro 5 nel 1941, 10 contro 6 nel 1951. Successivamente i titoli ad ampio mercato guadagnarono la scena e i locali presero a scomparire finendo a 4 contro 16 nel 1981. Bologna, Venezia e Palermo appaiono borse sempre relativamente marginali. Nel 1991 terminano i dati sulle borse periferiche a causa dell'avvio della negoziazione continua che non fa più riferimento a un «luogo» di trattazione dei valori, ma si fonda sulla rete telematica. Prima di questa innovazione, nell'insieme le borse periferiche esprimevano un volume di affari relativamente contenuto (poco più dell'1% del totale; Tav. 3.2). Aspetti più interessanti emergono dalla classificazione delle società quotate in base alla loro sede nell'anno di iscrizione al listino. La Tav. 3.4 mette in evidenza almeno tre fenomeni. Il primo è l'assoluta prevalenza di imprese aventi sede nel Nord Ovest del Paese. Negli anni iniziali la «calamita» fu il triangolo industriale Milano-Genova-Torino che ospitava le sedi delle maggiori banche, delle principali imprese di infrastrutture (ferrovie, elettricità, trasporti locali) e delle più importanti industrie (tessili, chimiche, meccaniche e siderurgiche). Ma anche negli anni successivi, soprattutto con Milano, quest'area mantenne una posizione di quasi esclusività fin quando la consistenza del listino si contò nell'ordine del centinaio di titoli, e cioè sino al 1981. Successivamente l'aspetto nuovo fu l'emergenza del Nord Est, nuovo centro propulsore dell'economia negli anni del declino della grande impresa

lombarda e torinese. Nel marzo 2011 l'area che Giorgio Fuà chiamò Nec (Nord Est Centro, con esclusione del Lazio) conta 87 società quotate; tra queste, alcuni dei migliori nomi delle imprese di dimensione intermedia che però segnano oggi il Dna anche dell'economia lombarda (con Milano evoluta da luogo dei grandi complessi industriali a centro terziario e di media impresa). Il «quarto capitalismo», che nella nostra definizione raccoglie tra 5 e 6 mila imprese manifatturiere, resta tuttavia in gran parte al di fuori della borsa (il listino conta appena lo 0,5% delle medie imprese manifatturiere italiane e solo il 14% delle imprese medio-grandi) per motivi che si diranno più avanti. Dopo la prevalenza del Nord Ovest e l'emergenza del Nord Est, il terzo aspetto che val la pena di sottolineare è l'assenza di imprese meridionali (appena nove nel 2011). È questo un risultato ovvio dei processi di sviluppo che hanno segnato l'Italia nei 150 anni, ma non solo. Infatti, le imprese con interessi cospicui e rilevanti nelle regioni del Sud hanno avuto la tendenza a fissare altrove il proprio quartier generale. Solo in parte ciò conseguì alle origini dei soci di riferimento. In altri casi contò l'attrazione della capitale, dove vennero stabilite le sedi legali, ad esempio, della Navigazione Generale Italiana (nella quale confluì la Florio di Palermo), della Società Generale Elettrica della Sicilia (Sges, che era sotto il controllo della romana Bastogi), della Società Idroelettrica Alto Flumendosa, della Lucana Imprese Idroelettriche e della Cirio che aveva nel Sud la larga maggioranza degli stabilimenti.

Tra le pochissime imprese meridionali quotate, la principale fu la Sme. Nacque nel 1899 come Società Meridionale di Elettricità per iniziativa di un gruppo di imprenditori e finanziari, tra cui due banchieri ginevrini «in Napoli di passaggio» (che tuttavia dichiararono di agire anche per conto della Société Franco-Suisse pour l'Industrie Electrique). Lo scopo era quello di sfruttare la concessione della forza idraulica del fiume Tusciano (Valori, 1994). Nitti chiosava che «le più grandi industrie di Napoli vivono di una vita fittizia: vi sono cantieri di costruzione, opifici meccanici che vivono quasi tutti sui lavori che dà il Governo» (*ibidem*, p. 15). I salvataggi bancari del 1933 portarono l'Iri nell'azionariato con una partecipazione che nel tempo andò crescendo sino al controllo assoluto. A seguito della nazionalizzazione degli impianti elettrici nel 1962, la società si riconvertì in finanziaria e i suoi investimenti furono diretti in misura non lieve verso imprese del Centro Nord (significativi quanto sfortunati quelli nelle milanesi Motta e Alemagna) pur mantenendo sempre la sede a Napoli. La società è stata infine oggetto di privatizzazione e fu ceduta al Gruppo Benetton tra il 1994 e il 1996.

### 3.7 Borsa e sviluppo economico

La relazione tra economia reale ed economia finanziaria costituisce un tema tanto dibattuto quanto non risolto. La teoria e le verifiche empiriche tentate da numerosi economisti non consentono di affermare con sicurezza né che

<sup>18</sup> Ad esempio, nel 2002 Pellizzoni individuò 1.188 società quotabili, per sette decimi operanti nell'industria. Queste avevano un assetto proprietario autonomo, almeno 50 dipendenti, un fatturato di almeno 50 milioni di euro nel 2000 e margini operativi adeguati.

<sup>19</sup> La quota dei fondi comuni era dell'1,7% contro il 12,4% rilevato nell'anno 2000.

<sup>20</sup> Variazione del prodotto lordo al costo dei fattori, calcolato a prezzi costanti, sulla base dei dati ricostruiti in Fuà, 1969, vol. III, p. 402 e 406-407. La variazione del prodotto delle attività manifatturiere fu del 90% nel primo «decollo» e del 165% negli anni del miracolo.

il sistema finanziario risponda semplicemente agli stimoli dell'attività economica reale né, al contrario, che esso costituisca un fattore dello stesso sviluppo economico (Pagano, 1993, Levine, 1997 e 2004). V'è addirittura chi segnala una relazione inversa trovando spiegazioni nei recenti processi della globalizzazione (MSCI Barra, 2010). Si potrebbe argomentare che, favorendo la crescita delle imprese quotate, la borsa generi aumenti di valore per gli investitori che vi hanno impiegato le proprie risorse finanziarie. Il ruolo è duplice: da un lato può essere visto nell'aumento della ricchezza degli investitori, dall'altro nell'efficacia nel canalizzare nuove risorse verso le imprese affinché queste le dirigano verso gli investimenti dai quali deriva principalmente il progresso tecnico e quindi lo sviluppo economico. Dal lato delle imprese, la funzione storica della borsa sta nel facilitare l'aggregazione dei capitali necessari alla costituzione e all'espansione dei grandi complessi. In Italia, come visto nei paragrafi precedenti, questi furono i primi protagonisti dell'economia e dei listini. Negli anni di Giolitti si può dire che non esistesse impresa rilevante che non fosse quotata in borsa. Oggi, dopo oltre un secolo, non è così. Secondo le nostre stime, il listino telematico copre l'80% delle banche (in termini di totale attivo tangibile di bilancio), circa metà delle compagnie di assicurazione (sulla base dei premi) e solo il 5% dell'industria e dei servizi (con riferimento al fatturato). Questa diminuita rappresentatività deriva dalle modalità dello sviluppo economico

italiano nell'ultimo dopoguerra, che ha visto un progressivo declino dei grandi gruppi e l'emergenza di distretti ed entità di dimensione intermedia dove gli elementi fondanti sono la taglia «moderata» delle imprese e i bassi fabbisogni di capitale (Coltorti, 2011). Conseguentemente, per quanti studi volenterosi siano stati fatti allo scopo di individuare numerosissimi candidati alla quotazione<sup>18</sup>, il listino non è mai riuscito a lambire la soglia dei 300 titoli. Non solo, ma risulta assente la parte migliore della nostra industria (quarto capitalismo), nonché importanti gruppi di dimensione elevata (basti citare i gruppi Riva, Ferrero, Marcegaglia, Perfetti, Barilla, solo per citarne alcuni). Nei tempi più recenti l'attenzione degli studiosi si è concentrata su una duplice funzione di intermediazione. La prima è sempre dal lato delle imprese. In un mercato dominato dagli investitori istituzionali la borsa consente agli operatori di ridurre i rischi diversificando i loro portafogli. In tal senso, la diversificazione diventa più efficiente, e i rischi vengono maggiormente contenuti, quando le società quotate si specializzano. La riduzione del rischio dovrebbe favorire gli investimenti produttivi, ma v'è pure chi teme una minore propensione al risparmio che in ultima analisi li finanzia. Il fuoco si sposta allora sugli intermediari, le banche *in primis*, sugli investitori istituzionali e sulla loro capacità di selezionare il merito di credito. Dunque, la domanda se la borsa sia effettivamente di aiuto allo sviluppo e alla produzione di benessere deve trovare una

risposta nei singoli contesti nazionali. L'Italia esprime uno *stock* di ricchezza finanziaria relativamente elevato, ma il sistema dei suoi investitori istituzionali, pilotato per lo più dalle banche, ha operato più diversificando sui titoli esteri e sulle emissioni dello Stato; l'incidenza di fondi e gestioni sulla Borsa italiana a fine 2010 era inferiore al 10%<sup>19</sup>. In particolare, i fondi hanno mancato gli obiettivi dei legislatori e non sono riusciti a diventare protagonisti della finanza d'impresa e del mercato dei capitali (Coltorti, 2010 b). Nell'esaminare più da vicino il caso italiano, dobbiamo chiederci in primo luogo se la borsa abbia sostenuto il sistema produttivo nei periodi di maggiore e consistente sviluppo. Se parliamo di «decollo» *à la* Rostow, per l'Italia individuamo due periodi: il primo va dal 1898 al 1913, il periodo giolittiano, quando il prodotto lordo aumentò del 55%; il secondo dal 1951 al 1963, gli anni del «miracolo economico», quando la variazione fu intorno al 100%<sup>20</sup>. Le statistiche della borsa esaminate nel paragrafo 4 ci mostrano un sostegno importante in entrambi i periodi. I dati sul ricorso al mercato mobiliare, che abbiamo potuto ricostruire dal 1929 in poi nelle tavole 3.8 e 3.9, mettono in evidenza volumi cospicui di risorse canalizzate verso le imprese. Nei 15 anni dal 1947 al 1961 le società quotate aumentarono il proprio capitale raccogliendo 15,7 milioni di euro (a prezzi 1928); al netto dei dividendi che vennero distribuiti, il saldo netto disponibile per gli investimenti produttivi fu circa 2,5 milioni. Nei successivi 15 anni quel saldo divenne negativo

per oltre 8 milioni. Essi, insieme con le rilevanti perdite d'esercizio che le imprese subirono, danno la misura del ridimensionamento delle grandi imprese quotate. Il punto di minimo, come già ricordato, fu toccato nel 1977 quando i titoli del listino rappresentarono il 2,5% appena del Pil. Gli altri due periodi nei quali la borsa sostenne gli impieghi produttivi delle imprese furono gli anni della prima ristrutturazione (seconda metà degli anni Settanta e anni Ottanta del secolo scorso), quando i volumi in gioco superarono i 33 milioni di euro (sempre a moneta del 1928), e quelli delle privatizzazioni. Nel 1992-96 gli aumenti di capitale a pagamento superarono i 20 milioni di euro (prevalentemente a vantaggio delle imprese industriali) e il saldo al netto dei dividendi fu pari a 6,6 milioni. Si aggiunse un saldo ancor più consistente (8,4 milioni) generato dalle offerte pubbliche di vendita.

Passati questi anni la borsa racconta una storia diversa. Non indirizza più il risparmio verso gli impieghi produttivi, ma rappresenta lo strumento attraverso il quale viene ritornato agli investitori un presunto eccesso di finanza in alternativa all'impiego nei mezzi patrimoniali che rafforzano e accrescono le grandi imprese. Dal 1997 ad oggi i saldi tra finanza in entrata e finanza in uscita dalle imprese quotate sono a senso unico e pesantemente negativi. I dividendi distribuiti superano abbondantemente gli aumenti di capitale (107 milioni di euro a prezzi 1928) e questi stessi aumenti vedono le imprese industriali scendere progressivamente dal 91% del

totale nel 1977-86 al 51% nel 2007-10, a vantaggio degli intermediari finanziari e soprattutto delle banche. Sono queste che in presenza di bassi costi del denaro favoriscono le operazioni ad alta leva. Si verifica anche una notevole concentrazione dei centri di distribuzione dei dividendi: nel 2008 (massimo storico a prezzi 1928) i primi 10 sono guidati dai due colossi pubblici, Eni ed Enel, che da soli coprono un quarto del totale; gli altri nel *top ten* sono banche e assicurazioni e nell'insieme raggiungono il 71,5% del totale. Nei precedenti massimi contava molto più l'industria. Nel 1963 i primi 10 rappresentavano meno della metà del totale distribuito e comprendevano le maggiori industrie, tra cui quella elettrica in procinto di essere nazionalizzata. Nel 1975 i maggiori coprivano il 60% del totale, ma vi era sempre una presenza attiva delle imprese industriali. In sintesi, oggi la borsa sembra avere appreso un mestiere perverso: premia chi distribuisce dividendi e chi riacquista le proprie azioni, affonda chi annuncia aumenti di capitale per finanziare sviluppi futuri o risanare gestioni compromesse dalle alte leve cui la *vulgata* abita<sup>21</sup>. In altre parole, si spinge la speculazione contro l'intraprendenza. V'è da chiedersi se questo comportamento abbia una qualche relazione con la produzione del benessere della nazione.

### 3.8 I vantaggi dell'investitore

Il lavoro più completo di analisi dei rendimenti di borsa in prospettiva storica è quello di

<sup>21</sup> Responsabilità non piccole stanno nel comportamento di analisti e operatori di mercato. All'annuncio di un aumento di capitale i primi peggiorano i giudizi e i secondi spingono le vendite. Sfugge il motivo di tale comportamento che origina dall'inizio degli anni Novanta del secolo scorso. Va da sé che un aumento di capitale rafforza e non indebolisce la società che lo propone e pertanto il peggioramento del giudizio andrebbe motivato con l'incapacità del *management* ad impiegare virtuosamente i nuovi mezzi che intende raccogliere. Ma di ciò non si rinviene traccia e quei comportamenti suscitano dunque interrogativi.

<sup>22</sup> Gli indici *total return* sono costruiti ipotizzando che dividendi e altri frutti distribuiti vengano reinvestiti nell'intero listino. Si tratta di un'ipotesi necessariamente semplificatrice, ma non per questo esente da interrogativi.

<sup>23</sup> Non occorre dimenticare che le società quotate nella borsa di New York non subirono le drammatiche discontinuità, per lo più belle, che colpirono la maggior parte delle altre piazze.

Fabio Panetta e Roberto Violi (1999). Dopo aver ricostruito gli indici dei prezzi di borsa nel periodo 1861-1994 essi li hanno raffrontati a quelli di altri strumenti finanziari quali i titoli di stato, i depositi bancari e postali.

I rendimenti sono stati assunti nella versione *total return*<sup>22</sup> e depurati della variazione dei prezzi al consumo. Secondo i loro calcoli, le medie decennali dei rendimenti azionari hanno sempre superato quelli dei titoli di stato salvo nel ventennio 1881-1900 e nel decennio 1961-70.

Il rendimento delle azioni è risultato tuttavia insoddisfacente proprio in due periodi che hanno lambito o abbracciato anni di sviluppo elevato della nostra economia. Rispettivamente, il periodo giolittiano e gli anni del miracolo economico. In un lavoro pubblicato nel 2001, anche Giovanni Siciliano concluse che le azioni italiane nel lungo periodo avevano esibito rendimenti più elevati e meno volatili di quelli altrimenti ottenibili da impieghi in titoli di stato. Tuttavia, rilevò che i rendimenti reali erano stati notevolmente inferiori a quelli delle azioni statunitensi<sup>23</sup>. Dimson, Marsh e Staunton (2002) hanno elaborato una loro analisi internazionale centenaria chiusa al 2000 (anno molto positivo) rilevando tuttavia per la Borsa italiana un premio al rischio rispetto ai titoli di stato tra 7 e 11 punti, contro i 6-8 punti percentuali calcolati per gli Stati Uniti e i 5-7 punti per il Regno Unito. In tutti i casi, le conclusioni paiono ottimistiche per l'investimento azionario e confermano precedenti lavori. Jeremy Siegel all'inizio del suo libro più famoso (Siegel, 1998, pp.



3-5) citò la battuta di un direttore finanziario della General Motors che nell'estate del 1929 aveva suggerito agli americani di investire 15 dollari al mese in «buone» azioni prevedendo al termine di un ventennio un rendimento medio annuo del 24%. Secondo Siegel il rendimento fu inferiore, ma sempre elevato (13% invece del 24%) e tale da battere impieghi alternativi in titoli di stato. Lawrence Fisher e James Lorie pubblicarono nel 1968

i risultati di calcoli sul rendimento delle azioni ordinarie quotate nella Borsa di New York. Negli ultimi 20 anni (dal dopoguerra al 1964) i rendimenti erano stati positivi nel 95% dei 210 *holding periods* ipotizzati e mai un ipotetico investitore su un periodo di minimo quattro anni avrebbe guadagnato meno del 7% all'anno<sup>24</sup>. Questi calcoli hanno una loro validità, ma sono da assumere come puramente indicativi, anche perché essendo basati su indici di borsa non tengono quasi mai conto del grado di sopravvivenza delle cosiddette «buone» azioni. Le analisi dell'Ufficio Studi Mediobanca (Tav. 3.10) dimostrano innanzitutto che, valutando i corsi tal quali (corsi secchi), il rendimento in termini reali risulterebbe negativo. Chi avesse investito 100 euro il 2 gennaio 1928 consumando i dividendi incassati nel periodo si ritroverebbe nel marzo di quest'anno con il capitale decurtato dell'84%. Vi sono stati per la verità alcuni periodi nei quali i corsi sono aumentati e ciò è accaduto in prossimità delle fasi positive già accennate nei precedenti paragrafi: il miracolo economico (dal 1951 al 1961: +232%), la prima ristrutturazione industriale (1981-1991: +30,8%), le privatizzazioni (1991-2001: +152%); ma in nessuno di questi casi il valore dell'investimento ha riguadagnato il potere d'acquisto iniziale di 100 euro. Diverso il quadro che emerge dai dati sulla Borsa di Genova nel XIX secolo, dove 100 euro impiegati nel 1861 avrebbero chiuso a 122,3 a fine 1896; ma la significatività di quei corsi è da ritenere molto

limitata, non da ultimo a causa della povertà del listino. Occorre anche osservare che l'investimento azionario non avrebbe difeso il risparmiatore dall'iperinflazione dell'immediato dopoguerra: l'indice del 1951 avrebbe infatti chiuso con una perdita del 74,5% sul 1941. Ma è altrettanto vero, come fanno notare ad esempio Panetta e Violi (1999), che gli investimenti finanziari alternativi non avrebbero consentito risultati migliori. L'iperinflazione indotta dai due conflitti mondiali (il secondo in particolare) penalizzò i titoli di stato e i depositi bancari assai più duramente delle azioni per cui il cosiddetto vantaggio delle azioni è costituito in realtà da minori perdite<sup>25</sup>. È quindi necessario reinvestire i dividendi per ottenere una rivalutazione del possesso azionario che superi l'erosione monetaria. Un ipotetico investitore che avesse deciso di non consumare mai i frutti dei suoi 100 euro iniziali reinvestendoli sulla borsa si sarebbe ritrovato dopo quasi 83 anni con un patrimonio pari a 267 euro a potere d'acquisto costante, con un rendimento medio annuo dell'1,2%. Il quadro non sarebbe mutato sostanzialmente nel caso i suoi avi avessero costituito il portafoglio nel 1896: il rendimento sarebbe stato pari all'1,3% (Tav. 3.10). Vale la pena di rimarcare che l'ipotesi sottostante a questi risultati è quella di detenere un patrimonio per una durata che equivale sostanzialmente all'attuale vita di un uomo senza mai goderne i frutti. Si tratta di rendimenti riferiti a moneta a potere d'acquisto costante, ma sembra difficile intravedere

<sup>24</sup> Su un periodo di investimento di 10 anni il rendimento era risultato non inferiore all'11%. Questi autori furono i primi a cimentarsi su calcoli di così lungo respiro, ma non tennero tuttavia conto dell'inflazione.

<sup>25</sup> Forse è questo il motivo della preferenza che gli italiani manifestano nell'acquisto di beni immobili. Nel 2009 gli immobili, al netto dei mutui accesi per il loro acquisto, rappresentavano il 59% della ricchezza netta delle famiglie (misurata come somma di attività finanziarie e materiali). La percentuale era del 51% per la Germania, del 37% per il Regno Unito e del 15% per gli Stati Uniti. La quota residua era costituita da impieghi finanziari in titoli tra cui azioni e fondi assorbivano il 19% del totale in Italia, il 32% in Germania, il 38% nel Regno Unito e il 59% negli Stati Uniti.

<sup>26</sup> Piccinelli ricordava alcuni dei principali scopi della costituzione di patrimoni azionari: «La maggior parte dei valori mobiliari sono dati e accettati spessissimo come dote di fanciulle che vanno a marito; e a tale scopo vengono spesso, per maggiore cautela, convertiti dal portatore a nominativi col vincolo dotale» (Piccinelli, 1907, p. 141).

<sup>27</sup> Keynes distingueva la Borsa di New York da quella di Londra che riteneva meno speculativa non per il carattere degli investitori, ma a causa del fatto che gli oneri delle transazioni erano molto più elevati. Propose quindi un'imposta sulle transazioni per raggiungere lo scopo di mitigare la predominanza della speculazione sull'intraprendenza, ricordando che a New York la metà delle operazioni di acquisti e vendite venivano chiuse nella stessa giornata.

un qualche compenso per il rischio industriale, salvo il fatto che un impiego in strumenti finanziari alternativi, come riferito sopra, sarebbe stato di molto peggiore<sup>26</sup>. Un'ipotesi di investimento come quella appena fatta è assai improbabile. Vi sono varie difficoltà all'atto pratico, prima fra tutte quella imposta dal cambio delle società quotate nelle varie epoche. Come visto nella Tav. 3.6 i titoli a maggiore capitalizzazione (quindi quelli che peserebbero di più in un ipotetico portafoglio modellato sull'intero listino) sono assai mutati negli anni e molte imprese sono fallite o si sono notevolmente ridimensionate (basti pensare alla Bastogi). I dati della Tav. 3.10 mettono in evidenza un *dividend yield* relativamente elevato specie negli anni più lontani, ma esso non fu mai decisivo. Nelle varie epoche contarono soprattutto le plus-minusvalenze in conto capitale che espressero valori negativi in circa la metà dei casi (non contando i primi mesi del corrente anno che segnano un recupero della caduta dei corsi provocata dalla grande crisi finanziaria). In sintesi, i rendimenti azionari italiani appaiono positivi nel lungo periodo, ma come successione di valori positivi e di valori negativi che paiono favorire un investitore avente natura più speculativa che di cassetista. Non sembra inappropriata la battuta che Keynes riservò in un passo della sua *General Theory* alla borsa di New York: «Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in una corrente continua di intraprendenza; ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diventa la bolla d'aria in un vortice



di speculazione» (Cap. 12°, VI)<sup>27</sup>. Se aggiungiamo la natura «laboriosa» degli imprenditori del quarto capitalismo abbiamo forse la chiave per comprendere i motivi per i quali la nostra borsa ha perduto nel tempo anche la rappresentatività dell'economia.

## Nota metodologica alle tabelle

In linea di massima i dati sono stati desunti da rilevazioni (pubblicate e non pubblicate) dell'Area Studi di Mediobanca (Ufficio Studi, istituito nel 1948; Ricerche e Studi R&S, costituita nel 1970). Ove necessario si è ricorsi ad altre fonti ritenute attendibili nel contesto dei fini che ci si è proposti: bilanci delle società, *Notizie statistiche sulle società italiane per azioni* (a cura del Credito Italiano prima e dell'Assonime poi), *Taccuino dell'azionista* (Sasip), *Movimento economico dell'Italia* (periodico della Banca Commerciale Italiana), De Luca 2002, singole edizioni de *Il Sole* e *Il Sole 24Ore*.

Le Tavole 3.3 e 3.4 si basano sulla analoga tabella pubblicata in *Indici e Dati*. Inizialmente la lista delle società iscritte e cancellate dal listino della Borsa di Milano fu predisposta per essere pubblicata in occasione del primo centenario dell'Unità d'Italia (1961). La rilevazione venne ripresa su richiesta di Enrico Cuccia e Vincenzo Maranghi nel 1986. Nella Tav. 3.3 la classificazione settoriale è stata fatta in base ai codici Ateco 2007; l'attribuzione dei settori negli anni più remoti si è avvalsa delle informazioni rese dalle fonti disponibili. La classificazione territoriale nella Tav. 3.4 è stata fatta sulla base della sede sociale nell'anno dell'iscrizione. La lista delle società quotate comprende tutte quelle del listino ufficiale e solo le principali che figuravano nell'ex-Mercato ristretto, dove molti titoli non erano oggetto di negoziazione o lo erano per quantitativi irrisori.

I dati a prezzi costanti sono stati calcolati utilizzando l'indice del costo della vita pubblicato dall'Istat riportato in base 1 gennaio 1928. Occorre ricordare che questi dati vanno valutati a puro titolo indicativo a causa della bassa capacità dell'indice deflatore di riprodurre le variazioni di valore delle partite finanziarie, scontando altresì comprensibili problemi nel suo computo da parte dell'ente che lo elaborava. I valori in euro prima del 1998 sono stati ottenuti dividendo gli importi in lire per 1936,27.

Indice dei prezzi delle società quotate (Tav. 3.10). In base alle informazioni a noi disponibili, i calcoli dei primi indici di borsa in Italia risalgono all'inizio del XX secolo (i primi negli Stati Uniti furono pubblicati nel 1884; Hautcoeur, 2006). La fonte più autorevole fu il Prof. Riccardo Bachi che compilò un primo indice dei prezzi con base 1913=100. L'indice di Bachi era calcolato annualmente a corsi secchi e rivisto a ogni 1° gennaio per aggiornare il paniere dei titoli. La serie veniva poi concatenata (Comitato per gli indici del movimento economico italiano, 1930). Per gli anni precedenti hanno provveduto, nell'ordine, Da Pozzo e Felloni per la Borsa di Genova con indici a corsi secchi dal gennaio 1856 al dicembre 1896 (base dicembre 1887=100), Aleotti (1989) con un indice a corsi secchi dal 1905 al 1914 e Panetta e Violi (1999) con un indice *total return* concatenando vari periodi. Abbiamo calcolato l'indice della Borsa di Genova nella versione *total return* sino al 1896 utilizzando i dati sui dividendi

riportati dagli stessi Autori. Abbiamo poi assunto i dati Panetta e Violi sino al 1928; questi Autori, nel tentativo di ricostruire una serie molto lunga adatta a individuare la misura del premio al rischio, hanno anche provveduto a colmare la lacuna rimasta per gli anni dal 1897 al 1904 e hanno inoltre inglobato una versione *total return* dell'indice di Aleotti. Essi ci hanno gentilmente reso disponibile la serie di indici *total return* che hanno ricostruito mettendo in evidenza la bassa significatività dei dati prima del 1890,  *caveat* che senz'altro facciamo nostro. Abbiamo acquisito la loro serie sino al 1928, anno al quale risalgono le rilevazioni dell'Area Studi Mediobanca su panieri di titoli molto significativi. I dati Mediobanca hanno condotto a tre distinte serie di indici dei prezzi delle azioni: un indice per gli anni 1928-1977 elaborato con la tecnica dell'indice campionario «aperto» comprendente volta a volta i principali titoli (88 nel 1928, 156 nel 1977); un indice per gli anni 1961-1996 elaborato come il precedente, ma con la tecnica del paniere «chiuso»; un indice dal 1996 ad oggi elaborato su tutti i titoli del listino (Mediobanca, 2010). Quest'ultimo, a differenza di tutti i precedenti indici di borsa, è stato calcolato introducendo la ponderazione dei titoli in base all'entità del capitale flottante sul mercato (metodo successivamente adottato da tutti i *provider* internazionali). Come si vede, i dati concatenati provengono da serie originali elaborate con metodologie eterogenee; i risultati dell'operazione sono quindi puramente indicativi.

Tavola 3.1 **Borsa di Milano: numero di società quotate, capitalizzazione di borsa e scambi (1861-2011)**

anni	numero società quotate	capitalizzazione di borsa complessiva <sup>1</sup>		solo azioni flottanti mil. euro	Scambi di azioni mil. euro
		mil. euro	% del Pil <sup>2</sup>		
1861	2	...	...	...	...
1891	32	...	...	...	...
1911	158	1,7	16,7	...	...
1928	171	18,3	25,0	...	18
1941	134	33,2	28,2	...	7
1951	130	544,4	9,8	...	60
1961	140	4.874	38,9	...	771
1971	132	3.362	9,5	...	625
1977	155	2.774	2,5	...	389
1981	141	23.562	9,8	...	6.497
1986	202	103.408	22,2	...	34.585
1991	231	99.081	13,3	...	16.363
2000	282	810.988	68,1	388.607	869.135
2001	282	593.919	46,2	295.830	658.041
2010	277	424.525	27,4	242.532	748.193
2011 <sup>3</sup>	278	455.094	29,4	263.596	...

<sup>1</sup> Compresi Mercato ristretto (poi Expandi) e Nuovo Mercato.

<sup>2</sup> Incidenza sul reddito nazionale lordo sino al 1961. Il dato del 2011 è calcolato sul Pil del 2010.

<sup>3</sup> Rilevazioni al 14 marzo.

Fonte: elaborazioni su dati Area Studi Mediobanca, Borsa Italiana e Comit e, per gli scambi, Consiglio di Borsa Milano, Borsa Italiana, Consob e Istat.

Tavola 3.2 **Controvalore degli scambi azionari nelle borse italiane prima del 1991**

	totale scambi <sup>1</sup>	Milano	Genova	Roma	Torino	Venezia	Firenze	Trieste	Napoli	Bologna	Palermo	
	milioni di lire						in % sul controvalore di tutte le borse					
1872 <sup>2</sup>	18.000	16,7	33,3	...	16,7	...	11,1	...	...	...	...	
1900-02 <sup>2</sup>	27.900	38,0	40,9	2,9	8,2	...	9,3	...	...	...	...	
1911-13 <sup>2</sup>	60.600	38,3	20,0	20,8	17,3	...	2,8	...	...	...	...	
1929 <sup>3</sup>	24.436	46,8	13,8	18,8	12,4	0,4	4,0	0,8	2,4	0,6	-	
1931 <sup>3</sup>	8.551	46,0	13,5	19,8	11,5	0,3	3,6	0,8	2,3	2,2	-	
1951 <sup>4</sup>	...	54,4	5,8	12,4	20,6	0,1	3,2	o	3,4	0,1	o	
1961 <sup>4</sup>	...	62,3	4,5	15,5	10,3	0,4	2,1	0,3	2,0	2,5	0,1	
1971 <sup>4</sup>	...	82,8	1,8	9,8	4,4	0,2	0,3	0,2	0,4	0,1	o	
	milioni di euro											
1981 <sup>5</sup>	7.114	90,7	1,2	4,6	2,6	0,6	0,2	0,1	o	o	-	
1991 <sup>5</sup>	16.322	98,9	0,1	0,2	0,7	o	o	0,1	o	o	-	

<sup>1</sup> Esclusi gli ordini eseguiti fuori piazza.

<sup>2</sup> Stime riportate da Da Pozzo e Felloni (1964). I dati per il 1900-02 e il 1911-13 si riferiscono alle partite liquidate mediamente ogni anno nelle stanze di compensazione (inclusive di valute, cambi e merci).

<sup>3</sup> Fonte Banca Commerciale Italiana, *Movimento economico* (soli affari a termine).

<sup>4</sup> Quote calcolate sul numero di azioni negoziate; fonte Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano.

<sup>5</sup> Fonte Consob, Relazione.

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.3 **Numero di società quotate alla Borsa di Milano ripartite per settore di attività**

	Servizi finanziari	Industria in senso stretto	Energia	Costruzioni	Trasporti	Servizi di comunicazione e informaz.	Altro	Totale
<b>1861</b>	1	-	-	-	1	-	-	2
<b>1871</b>	8	1	-	-	2	-	1	12
<b>1881</b>	8	6	-	-	6	-	-	20
<b>1891</b>	12	8	-	2	9	-	1	32
<b>1901</b>	7	36	2	2	10	-	2	59
<b>1911</b>	7	97	18	3	17	-	16	158
<b>1921</b>	8	88	16	3	11	-	14	140
<b>1931</b>	13	90	25	4	11	2	12	157
<b>1941</b>	8	78	28	3	7	1	9	134
<b>1951</b>	7	79	24	3	6	1	10	130
<b>1961</b>	15	79	26	2	6	1	11	140
<b>1971</b>	24	75	7	2	7	1	16	132
<b>1981</b>	31	74	5	3	8	1	19	141
<b>1991</b>	60	122	5	7	12	2	23	231
<b>2001</b>	65	121	10	7	12	24	43	282
<b>2011</b> marzo	54	130	15	7	13	24	35	278

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.4 **Numero di società quotate alla Borsa di Milano ripartite per sede nell'anno di iscrizione al listino**

	Nord Ovest	Nord Est	Toscana, Umbria, Marche	Lazio	Mezzogiorno	Estero	Totale
<b>1861</b>	2	-	-	-	-	-	2
<b>1871</b>	8	1	1	2	-	-	12
<b>1881</b>	14	-	1	3	2	-	20
<b>1891</b>	20	1	1	6	2	2	32
<b>1901</b>	46	2	1	10	-	-	59
<b>1911</b>	116	15	5	21	1	-	158
<b>1921</b>	96	11	9	19	3	2	140
<b>1931</b>	113	12	10	13	3	6	157
<b>1941</b>	94	7	12	14	6	1	134
<b>1951</b>	92	6	14	13	5	-	130
<b>1961</b>	96	10	11	16	7	-	140
<b>1971</b>	101	5	7	15	4	-	132
<b>1981</b>	109	8	5	15	4	-	141
<b>1991</b>	154	31	10	20	14	2	231
<b>2001</b>	162	52	23	31	8	6	282
<b>2011</b> marzo	147	65	22	29	9	6	278

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.5 **Borsa Italiana: principali offerte pubbliche perfezionate dal 1978 al 2011 su azioni di società italiane**

data	azioni richieste o collocate	importo milioni di euro	acquirente	tipo di operazione OPA / OPV
<b>prima di ott 1988</b>	-	-	-	Nessuna operazione di valore superiore a 500 milioni
<b>ott-88</b>	Ferruzzi Finanziaria	522	-	OPV agli azionisti Montedison
<b>set-89</b>	Enimont	623	-	OPV
<b>feb-91</b>	Enimont	704	Eni	OPS contro obbligazioni Eni a tasso variabile 1991-95
<b>mar-92</b>	Istituto Bancario San Paolo di Torino	788	-	OPV
<b>dic-92</b>	Finanziaria Agroindustriale	533	Montedison (controllante)	OPS contro azioni Eridania Béghin-Say
<b>set-93</b>	A. Mondadori Editore ord. e risp.	573	Silvio Berlusconi Editore	OPS contro azioni Silvio Berlusconi Editore
<b>dic-93</b>	Credito Italiano ord. e priv.	930	-	OPV (cessione di azioni in mano all'Iri)
<b>feb-94</b>	Imi	1.231	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro e altri enti)
<b>mar-94</b>	Banca Commerciale Italiana	1.493	-	OPV (cessione del pacchetto di controllo in mano all'Iri)
<b>lug-94</b>	INA	2.340	-	OPV (cessione del pacchetto di controllo in mano al Tesoro)
<b>feb-95</b>	Gruppo Bancario Credito Romagnolo	1.947	Credito Italiano	OPA ostile
<b>nov-95</b>	Eni (I)	3.254	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)
<b>lug-96</b>	Mediaset	1.008	-	OPV
<b>ott-96</b>	Eni (II)	4.586	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)
<b>mag-97</b>	Istituto Bancario San Paolo di Torino	1.358	-	OPV (cessione di azioni in mano alla controllante e ad enti pubblici)
<b>giu-97</b>	Eni (III)	6.832	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)
<b>ott-97</b>	Telecom Italia	9.778	-	OPV (cessione del pacchetto di controllo in mano al Tesoro)
<b>nov-97</b>	Banca di Roma	1.379	-	OPV
<b>giu-98</b>	Eni (IV)	6.712	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)
<b>lug-98</b>	Aem	761	-	OPV
<b>nov-98</b>	Bnl	2.656	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)
<b>gen-99</b>	Banca Agricola Mantovana	1.611	Banca Mps	OPA
<b>mag-99</b>	Telecom Italia	31.501	Olivetti e Tecnost	OPA ostile
<b>mag-99</b>	Toro Assicurazioni priv. e risp.	541	Fiat (controllante)	OPA
<b>giu-99</b>	Banca Mps	2.217	-	OPV (cessione di azioni in mano alla Fondazione controllante)
<b>lug-99</b>	Acea	934	-	OPV (cessione di azioni in mano al Comune di Roma)
<b>ott-99</b>	Enel (I)	16.550	-	OPV (cessione di azioni in mano al Tesoro)

segue

Tavola 3.5 segue **Borsa Italiana: principali offerte pubbliche perfezionate dal 1978 al 2011 su azioni di società italiane**

data	azioni richieste o collocate	importo milioni di euro	acquirente	tipo di operazione OPA / OPV
<b>ott-99</b>	Banca Commerciale Italiana ord. e risp.	3.260	Banca Intesa	OPS contro azioni Banca Intesa
<b>dic-99</b>	Unim	2.045	Milano Centrale	OPA volta a ritirare il titolo dalla quotazione
<b>dic-99</b>	INA	9.858	Assicurazioni Generali	OPA ostile
<b>dic-99</b>	Autostrade	4.186	-	OPV (cessione di azioni in mano all'Iri)
<b>mar-00</b>	Montedison ord. e risp.	3.016	Compart (controllante)	OPA
<b>mar-00</b>	Banca Popolare di Lodi	649	-	OPV
<b>mar-00</b>	e.Biscom	1.684	-	OPV
<b>apr-00</b>	Gruppo Buffetti	702	Seat	OPS (contro contanti e azioni Seat)
<b>mag-00</b>	Seat ord e risp.	2.386	Telecom Italia	OPA
<b>giu-00</b>	Fimmeccanica	5.505	-	OPV (cessione di azioni in mano all'Iri)
<b>giu-00</b>	Caltagirone Editore	630	-	OPV
<b>giu-00</b>	Cartiere Burgo ord priv e risp.	988	Dieci	OPA
<b>lug-00</b>	Toro Assicurazioni ord priv e risp	519	Fiat (controllante)	OPA volta alla revoca dalla quotazione
<b>ott-00</b>	Aeroporti di Roma	929	Leonardo	OPA
<b>nov-00</b>	Banco di Napoli	1.187	Sannaolo Imi	OPA
<b>ago-01</b>	Montedison ed Edison	4.981	Italenergia	OPA ostile
<b>nov-01</b>	Snam Rete Gas	2.202	-	OPV
<b>gen-02</b>	Lottomatica	685	Tyche	OPA
<b>ott-02</b>	Ferretti	633	Impe Lux e Coci	OPA
<b>nov-02</b>	La Rinascente ord priv e risp.	621	Eurofind	OPA
<b>gen-03</b>	Ras ord e risp.	709	RAS (acquisto di azioni proprie)	OPA
<b>gen-03</b>	Italgas	2.461	Eni (controllante)	OPA
<b>feb-03</b>	Autostrade	6.459	Newco28	OPA
<b>lug-03</b>	Telecom Italia ord e risp.	5.274	Olivetti (controllante)	OPA
<b>giu-04</b>	Terna	1.700	-	OPV (cessione azioni in mano all'Enel)
<b>ott-04</b>	Enel (II)	7.636	-	OPV (cessione azioni in mano al Tesoro)
<b>gen-05</b>	Tim	13.804	Telecom Italia (controllante)	OPA
<b>mag-05</b>	Toro Assicurazioni	706	-	OPV (cessione azioni in mano a De Agostini Partecipazioni)

segue

Tavola 3.5 segue **Borsa Italiana: principali offerte pubbliche perfezionate dal 1978 al 2011 su azioni di società italiane**

data	azioni richieste o collocate	importo milioni di euro	acquirente	tipo di operazione OPA / OPV
<b>lug-05</b>	Enel (III)	4.101	-	OPV (cessione azioni in mano al Tesoro)
<b>ott-05</b>	Edison	2.590	Transalpina di Energia	OPA
<b>nov-05</b>	Ras ord e risp.	2.673	Allianz (controllante)	OPA
<b>dic-05</b>	Safilo Group	724	-	OPV
<b>mar-06</b>	Banca Antonveneta	965	Abn Amro Bank	OPA
<b>mag-06</b>	Bnl	3.756	Bnp Paribas	OPA
<b>mag-06</b>	Saras	2.069	-	OPV
<b>ott-06</b>	Banca Fideuram	874	Eurizon Financial Group (controllante)	OPA
<b>dic-06</b>	Toro Assicurazioni	1.318	Assicurazioni Generali	OPA
<b>mar-07</b>	Banca Popolare di Intra	633	Veneto Banca	OPA
<b>apr-07</b>	Prysmian	1.242	-	OPV
<b>mag-07</b>	Fastweb	3.002	Swisscom Italia	OPA
<b>lug-07</b>	Beni Stabili	687	Foncière des Régions	OPS contro azioni Foncière des Régions
<b>set-07</b>	Valentino Fashion Group	636	Red & Black Lux	OPA
<b>apr-08</b>	Banca CR Firenze	1.671	Intesa Sanpaolo	OPA volta alla revoca dalla quotazione
<b>ott-10</b>	Enel Green Power	2.395	-	OPV (cessione azioni in mano all'Enel)

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca. Sono state considerate le operazioni di importo superiore a 500 milioni di euro.

Tavola 3.6 **Principali società quotate alla Borsa di Milano in base alla capitalizzazione a fine anno**

1901	Mln.lire	1911	Mln.lire	1921	Mln.lire	1931	Mln.lire	
1	Ferrovie Mer.	286	Banca d'Italia	450	Comit	692	Edison	1.179
2	Banca d'Italia	197	Ferrovie Mer.	297	Banca d'Italia	401	Sade	548
3	Ferrovie Med.	172	Comit	228	Credito Ital.	355	Montecatini	520
4	Comit	82	Bco Roma	162	Bca It. Sconto	284	Chatillon	460
5	Navigaz.Gen.	48	Ferrovie Med.	146	Edison	216	Sip	444
6	Terni	40	Credito It.	88	Fiat	179	Sme	408
7	Edison	39	Beni Stabili	86	Bco Roma	171	Generali	377
8	Credito It.	35	Navigaz.Gen.	78	Navigaz.Gen.	158	Terni	369
9	Lanif. Rossi	29	Edison	76	Ferrovie Mer.	132	Ilva	293
10	Molini A.I.	29	Terni	67	Sade	106	Vizzola	282

1941	Mrd lire	1951	Mrd lire	1961	Mrd lire	1971	Mrd lire	
1	Edison	5.580	Edison	72,1	Edison	678	Fiat	634
2	Montecatini	3.984	Montecatini	71,4	Fiat	664	Montedison	552
3	Sade	3.237	Snia Viscosa	43,4	Montecatini	585	Sip*	518
4	Snia Viscosa	2.803	Fiat	42,8	Generali	334	Generali	361
5	Sip*	2.323	Sip*	36,1	Pirelli	303	Stet*	294
6	Sme*	2.092	Sme*	27,7	Finsider*	299	Italcementi	166
7	Fiat	1.930	Italcementi	25,7	Stet*	284	Comit*	161
8	Finsider*	1.813	Sade	25,5	Italsider*	274	Finsider*	124
9	Terni*	1.740	Bastogi	25,5	Snia Viscosa	248	Pirelli	122
10	Bastogi	1.689	Dalmine*	24,6	Italcementi	224	Credito It*	121

1981	Mrd lire	1991	Mrd euro	2001	Mrd euro	2010	Mrd euro	
1	Generali	3.650	Generali	20,6	Telecom It	63,3	Eni*	65,7
2	Comit*	1.470	Fiat	10,2	Eni*	56,3	Enel*	35,4
3	Credito It*	1.450	Stet*	9,2	Tim	53,7	Unicredit	30,3
4	Mediobanca*	1.202	Sip*	7,4	Generali	39,8	Intesa Sanpaolo	25,9
5	Banco Lariano	1.145	Alleanza	5,6	Enel*	38,2	Generali	22,3
6	Cattolica V.	1.080	Bco S.Spirito*	5,5	Unicredit	22,7	Fiat	18,5
7	Toro Assic.	1.069	Mediobanca	4,7	IntesaBci	18,2	Telecom It	17,9
8	Fiat	1.015	Ras	3,8	Sanpaololmi	17,4	Saipem*	16,3
9	Bco Roma*	979	Comit*	3,8	Olivetti	13,8	Snam RG*	13,3
10	Montedison	915	Montedison	3,3	Seat	10,4	Luxottica	10,7

\* Società a controllo pubblico.

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.7 **Borse italiane: numero di società quotate (1921-1981)**

Anni		Torino	Roma	Genova	Firenze	Napoli	Trieste	Bologna	Venezia	Palermo
<b>1921</b>	AM	18	24	21	14	10	12	...	...	...
	Loc	19	12	9	3	2	22	...	...	...
	Totale	37	36	30	17	12	34	...	...	...
<b>1931</b>	AM	27	28	35	22	18	11	16	18	...
	Loc	29	18	23	9	6	17	6	5	...
	Totale	56	46	58	31	24	28	22	23	...
<b>1941</b>	AM	27	27	31	15	10	5	8	9	...
	Loc	26	19	25	9	11	13	3	-	...
	Totale	53	46	56	24	21	18	11	9	...
<b>1951</b>	AM	37	46	43	17	14	6	...	11	...
	Loc	24	15	17	13	5	10	...	-	...
	Totale	61	61	60	30	19	16	...	11	...
<b>1961</b>	AM	46	55	62	24	18	16	10	13	...
	Loc	21	15	10	9	4	10	-	3	...
	Totale	67	70	72	33	22	26	10	16	...
<b>1971</b>	AM	62	65	57	38	23	22	13	15	18
	Loc	15	11	7	5	5	4	1	2	4
	Totale	77	76	64	43	28	26	14	17	22
<b>1981</b>	AM	65	63	55	28	19	16	12	11	13
	Loc	12	5	7	6	2	4	-	2	1
	Totale	77	68	62	34	21	20	12	13	14

AM = titoli ad ampio mercato (intesi tali quelli quotati anche a Milano).

Loc = titoli di società locali, quotate su borse secondarie, ma non iscritte nel listino della Borsa di Milano.

Fonte: nostre rilevazioni da *Il Sole* (poi *Il Sole 24Ore*). Nel 1991 è entrato in vigore il sistema della negoziazione continua.

Tavola 3.8 **Società quotate alla Borsa di Milano: aumenti di capitale a pagamento, dividendi pagati, offerte pubbliche e buyback (prezzi costanti)**

Quinquenni	Aumenti di capitale (a)	Dividendi pagati (b)	Saldo (c) = (a-b)	OPV e OPS <sup>1</sup> migliaia di euro a prezzi 1928 (d)	OPA (e)	Buyback <sup>2</sup> (f)	Saldo (d-e+f) (d-e+f)
1929-31 <sup>3</sup>	1.806	1.986	-180	...	...	...	...
1932-36	1.431	2.850	-1.419	...	...	...	...
1937-41	3.894	3.794	100	...	...	...	...
1942-46	717	1.382	-665	...	...	...	...
1947-51	2.597	1.425	1.172	...	...	...	...
1952-56	3.600	4.416	-816	...	...	...	...
1957-61	9.456	7.339	2.117	...	...	...	...
1962-66	5.100	8.686	-3.586	...	...	...	...
1967-71	3.336	7.402	-4.066	...	...	...	...
1972-76	3.773	4.185	-412	...	...	...	...
1977-81	17.890	2.869	15.021	699	38	...	(661)
1982-86	22.633	6.544	16.089	6.760	45	...	(6.715)
1987-91	18.276	16.069	2.207	4.096	1.541	-800	1.755
1992-96	20.586	13.961	6.625	13.403	5.739	752	8.416
1997-01	30.438	43.492	-13.054	49.256	37.624	3.976	15.608
2002-06	25.758	79.765	-54.007	9.327	34.026	-4.676	-29.375
2007-10 <sup>3</sup>	23.921	63.786	-39.865	2.475	6.259	-2.349	-6.133

<sup>1</sup> Le OPV comprendono azioni di nuova emissione (nel caso non si tratti di Ipo, sono già comprese nella colonna degli aumenti di capitale) e azioni cedute da soci che disinvestono.

<sup>2</sup> La colonna dei buyback rappresenta il saldo tra azioni proprie acquistate (-) e azioni proprie vendute (+).

<sup>3</sup> Tre anni nel 1929-31 e quattro anni nel 2007-10.

Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.9 **Società quotate alla Borsa di Milano: aumenti di capitale a pagamento (prezzi costanti)**

Quinquenni	migliaia di euro a prezzi 1928			Totale	in % sul totale		
	Assicurazioni	Banche	Altre		Assicurazioni	Banche	Altre
<b>1929-31*</b>	3	266	1.537	1.806	0,2	14,7	85,1
<b>1932-36</b>	2	1	1.428	1.431	0,1	0,1	99,8
<b>1937-41</b>	-	-	3.894	3.894	-	-	100,0
<b>1942-46</b>	-	-	717	717	-	-	100,0
<b>1947-51</b>	58	-	2.539	2.597	2,2	-	97,8
<b>1952-56</b>	2	9	3.589	3.600	0,1	0,3	99,7
<b>1957-61</b>	56	52	9.348	9.456	0,6	0,5	98,9
<b>1962-66</b>	-	28	5.072	5.100	-	0,5	99,5
<b>1967-71</b>	81	34	3.221	3.336	2,4	1,0	96,6
<b>1972-76</b>	246	110	3.417	3.773	6,5	2,9	90,6
<b>1977-81</b>	188	378	17.324	17.890	1,1	2,1	96,8
<b>1982-86</b>	940	1.944	19.749	22.633	4,2	8,6	87,3
<b>1987-91</b>	2.877	2.460	12.939	18.276	15,7	13,5	70,8
<b>1992-96</b>	2.658	3.125	14.803	20.586	12,9	15,2	71,9
<b>1997-01</b>	2.530	8.079	19.829	30.438	8,3	26,5	65,2
<b>2002-06</b>	2.728	6.141	16.889	25.758	10,6	23,8	65,6
<b>2007-10*</b>	437	11.313	12.171	23.921	1,8	47,3	50,9

\* Tre anni nel 1929-31 e quattro anni nel 2007-10.  
Fonte: elaborazioni dell'Area Studi Mediobanca.

Tavola 3.10 **Indice dei prezzi delle azioni quotate in borsa (1861-2011)**

Anni <sup>(1)</sup>	Dati a prezzi correnti		Dati a prezzi del 1° gennaio 1928				
	Indice sui corsi secchi	Indice sui corsi <i>total return</i>	Indice sui corsi secchi	Indice sui corsi <i>total return</i>	Rendimento sui dividendi	Utili e perdite in c/ capitale <i>Media annua %</i> <sup>(2)</sup>	Rendimento complessivo
<b>Indice Borsa di Genova <sup>(3)</sup></b>							
<b>1861</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	-	-	-
<b>1871</b>	188,1	386,4	177,7	365,0	7,5	5,9	13,8
<b>1881</b>	274,5	959,1	243,1	849,3	5,5	3,2	8,8
<b>1891</b>	199,4	1.106,5	176,0	976,7	4,7	-3,2	1,4
<b>1896</b>	132,4	886,2	122,3	818,3	3,8	-7,0	-3,5
<b>Indice Panetta-Violi <sup>(4)</sup></b>							
<b>1896</b>	...	11,6	...	61,9	-	-	-
<b>1901</b>	...	21,7	...	115,9	...	...	13,4
<b>1911</b>	...	35,9	...	171,5	...	...	4,0
<b>1921</b>	...	59,2	...	67,1	...	...	-9,0
<b>1927</b>	...	100,0	...	100,0	...	...	6,9
<b>Indice Mediobanca <sup>(5)</sup></b>							
<b>1928</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	-	-	-
<b>1931</b>	52,9	67,3	64,2	81,7	6,2	-10,5	-4,9
<b>1941</b>	104,3	214,2	80,4	165,1	4,9	2,3	7,3
<b>1951</b>	1.002,6	2.533,2	20,5	51,7	2,1	-12,8	-11,0
<b>1961</b>	4.405,8	16.443,6	68,0	253,7	4,0	12,8	17,2
<b>1971</b>	2.176,4	11.662,3	22,5	120,6	3,7	-10,5	-7,2
<b>1981</b>	3.187,9	22.412,5	7,8	55,1	2,8	-10,0	-7,5
<b>1991</b>	9.362,8	87.694,6	10,2	95,8	2,9	2,7	5,7
<b>2001</b>	32.526,6	371.063,0	25,7	292,8	2,0	9,6	11,8
<b>2010</b>	22.782,5	381.945,7	15,1	252,7	3,9	-5,2	-1,5
<b>2011</b>	24.462,0	410.109,7	16,0	267,3	o	30,7	30,7

<sup>1</sup> Media annua per l'indice della Borsa di Genova, fine anno per gli altri. Il dato 1928 dell'indice Mediobanca è riferito al 1° gennaio, quello 2011 al 14 marzo.

<sup>2</sup> Riferita al periodo pluriennale chiuso nell'anno indicato (esempio: nel 1871 si riferisce alla media del periodo 1861-1871). Il rendimento complessivo è calcolato sugli indici *total return* ed equivale al prodotto dei rendimenti sui dividendi e sugli utili e perdite in c/capitale.

<sup>3</sup> Nostra elaborazione su dati Da Pozzo e Felloni (1964). Gli indici si riferiscono a medie annuali.

<sup>4</sup> Borsa di Milano. Nostra rielaborazione di dati originali comunicati dagli Autori.

<sup>5</sup> Borsa di Milano. Si veda Mediobanca 2010.

Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca, Da Pozzo e Felloni (1964) e Panetta e Violi (comunicazione degli Autori).

## Bibliografia

- Acerbi G.**, 2008.  
I duecento anni della Borsa di Milano.  
*Rivista delle Società*, anno LIII, fasc. 5.
- Aleotti A.**, 1989.  
*Borsa & industria. Cento anni di rapporti difficili 1861-1989*. Milano: Espansione.
- AAVV**, 1993.  
*La Borsa di Milano. Dalle origini a Palazzo Mezzanotte*. Milano: Camera di Commercio di Milano.
- Amatori F.**, 1990.  
Montecatini: un profilo storico. In *Fondazione Assi, Energia e sviluppo. L'industria elettrica italiana e la società Edison*. Bologna: Il Mulino.
- Bachi R.**, 1930.  
Il mercato finanziario italiano nel triennio 1927-1929. In *Banca Commerciale Italiana, Movimento economico dell'Italia*, Milano.
- Baia Curioni S.**, 1994.  
Evoluzione istituzionale della Borsa Valori in Italia dal 1918 alla vigilia della legge bancaria del 1936. In: *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. V. Roma-Bari: Laterza.
- Bellavite Pellegrini C.**, 2001.  
*Storia del Banco Ambrosiano. Fondazione, ascesa e dissesto. 1896-1982*. Roma-Bari: Laterza.
- Bonelli F.**, 1975.  
*Lo sviluppo di una grande impresa in Italia. La Terni dal 1884 al 1962*. Torino: Giulio Einaudi.
- Borsa Italiana**, 2008.  
*Un viaggio nella storia della Borsa*; a cura del Centro per la Cultura d'Impresa, Milano: Borsa Italiana.
- Coltorti F.**, 2010.  
L'informazione finanziaria negli ultimi cento anni. Un profilo storico.  
In: **Coltorti F.** (a cura di). *Grandi gruppi e informazione finanziaria nel Novecento. Collana Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime*. Roma-Bari: Laterza.
- Coltorti F.**, 2010 b.  
I fondi comuni italiani: imitazioni domestiche di modelli esteri alla prova della globalizzazione finanziaria. In: **Boffa F.** e **Galeazzi G.** (a cura di). *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*. Milano: MacGraw-Hill.
- Coltorti F.**, 2011.  
Il ruolo dell'industria. Grandi e medie imprese. In **L. Paolazzi** (a cura di), *Libertà e benessere in Italia*. Roma-Bari: Laterza.
- Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano** (anni vari). *Rapporto annuale*. Milano.
- Comitato per gli Indici del Movimento Economico Italiano**, 1930.  
*L'economia italiana dal 1919 al 1929*. Roma: Istituto di statistica dell'Università di Roma e Scuola di perfezionamento di statistica dell'Università di Padova.
- Consob**, anni vari.  
*Relazione sull'attività svolta*. Roma.
- Contessa A.M., De Mattia A.**, 1993.  
L'evoluzione dei compiti e dell'organizzazione della Banca d'Italia. 1893-1947. In: *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. IV. Roma-Bari: Laterza.
- Da Pozzo M., Felloni G.**, 1964.  
*La Borsa valori di Genova nel secolo XIX*. Torino: Ilte.
- De Luca G.**, 2002.  
*Le società quotate alla Borsa Valori di Milano dal 1861 al 2000. Profili storici e titoli azionari*. Centro per la Cultura d'Impresa. Milano: Libri Scheiwiller.
- Dimson E., Marsh P., Staunton M.**, 2002.  
*Triumph of the optimists. 101 years of global investment returns*. Princeton e Oxford: Princeton University Press.
- Dos Passos J.R.**, 1901.  
*Commercial Trusts. The Growth and Rights of Aggregated Capital*. Edizione 1972, New York: Arno Press.
- Fiat - Progetto Archivio Storico**, 1987.  
*I primi quindici anni della Fiat. Verbali dei consigli di amministrazione 1899-1915*. Milano: Franco Angeli.
- Fisher L., Lorie J.H.**, 1968.  
Rates of return on investments in common stock. The year-by-year record, 1926-65.  
*The Journal of Business of the University of Chicago*. Vol. XXX, No. 3, July.
- Fuà G.** (a cura di), 1969.  
*Lo sviluppo economico in Italia. Storia dell'Economia Italiana negli ultimi cento anni*. Milano: Franco Angeli.
- Guicciardini L.**, 1567.  
*Descrittione di tutti i Paesi Bassi, altrimenti detti Germania inferiore*. Antwerp: Guglielmo Siluio.
- Hautcoeur P.-C.**, 2006.  
*Why and how to measure stock market fluctuation? The early history of stock market indices, with special reference to the French case*. Paris-Jourdan Sciences Economiques, Paris.
- Keynes J.M.**, 1936.  
*The General Theory of Employment, Interest and Money*; ediz. Palgrave Macmillan 2007 e traduz. italiana 1963 di A. Campolongo. Torino: Utet.
- Levine R.**, 1997.  
*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV.
- Levine R.**, 2004.  
*Finance and Growth: Theory and Evidence*. *NBER Working Paper* No. W10766.
- Malmendier U.**, 2005.  
*Roman Shares*. In: **Goetzmann W.N.** e **Rouwenhorst** (a cura di), *The Origins of Value. The Financial Innovations that created Modern Capital Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- Mediobanca**, varie annate.  
*Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati*. Mediobanca. Milano.
- Mediobanca**, 2010.  
*La Borsa italiana dal 1928*. [www.mbres.it](http://www.mbres.it): Mediobanca.
- Ministero del Tesoro**, 1988.  
*Il debito pubblico in Italia. 1861-1987*. Roma: Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- Ministero dell'Industria e del Commercio**, 1956.  
*L'Istituto per la Ricostruzione Industriale*. Torino: Utet.
- MSCI Barra**, 2010.  
*Is There a Link Between GDP Growth and Equity Returns?* MSCI Barra Research Bulletin.
- Nitti F.S.**, 1900.  
Il bilancio dello Stato dal 1862 al 1896-97. In **Saitta A.** (a cura di), 1958. *Scritti sulla questione meridionale*. Vol. 2. Bari: Laterza.
- Pagano M.**, 1993.  
*Financial Markets and Growth: An Overview*. *European Economic Review*, n. 37.
- Panetta F., Violi R.**, 1999.  
*Is There an Equity Premium Puzzle in Italy? A Look at Asset Returns, Consumption and Financial Structure Data over the Last Century*. Temi di discussione del Servizio Studi n. 353, Roma: Banca d'Italia.
- Pavese C.**, 1991.  
Le origini della società Edison e il suo sviluppo fino alla costituzione del «Gruppo». 1881-1919. In: *Fondazione Assi, Energia e sviluppo. L'industria elettrica italiana e la società Edison*. Bologna: Il Mulino.
- Pellizzoni E.**, 2002.  
Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa. *BltNotes* n. 6, dicembre.
- Piccinelli F.**, 1897.  
*Valori pubblici e operazioni di borsa*. Milano: Ulrico Hoepli.
- Piccinelli F.**, 1907.  
*Come investire e amministrare i miei capitali*. Milano: Ulrico Hoepli.
- Pivato G., Scognamiglio C.**, 1972.  
Scorcio storico della Borsa Valori di Milano (1808-1970). In: *Camera di Commercio di Milano, La Borsa Valori di Milano dal 1808 ad oggi*. Milano: Camera di Commercio di Milano.
- Proudhon P.-J.**, 1856.  
*Manuel du spéculateur à la bourse*. Ediz. 2006 *Collection Chercheurs d'ère*. Alfortville: Editions Ere.
- Siciliano G.**, 2001.  
*Cento anni di borsa in Italia*. Bologna: Il Mulino.
- Siegel J.J.**, 1998.  
*Stocks for the long run*. New York: McGraw-Hill.
- Valori G.E.**, 1994.  
*SME. 95 anni di presenza nella storia d'Italia*. Ercolano: La Buona Stampa.
- Volpi A.**, 2002.  
*Breve storia del mercato finanziario italiano*. Roma: Carocci.



## 4 Il ruolo dello Stato imprenditore e regolatore





## 4 Il ruolo dello Stato imprenditore e regolatore

Giandomenico Piluso

La formazione di moderni mercati finanziari durante l'Ottocento è stata intimamente connessa, nell'Europa continentale, all'intervento dello Stato, sia come regolatore sia come emittente. La funzione di emittente degli stati nazionali si è rivelata, più in generale, un fattore rilevante di impulso alla formazione di mercati finanziari liquidi, conferendo un livello sufficiente di dimensione e regolarità alle transazioni quale condizione essenziale di efficienza e sviluppo, anche nei paesi anglosassoni dove il mercato di borsa si è tipicamente configurato come un'associazione tra operatori. Durante il Settecento fu in effetti, e in primo luogo, la stabilizzazione della finanza pubblica operata dai rispettivi governi in Gran Bretagna e Francia a porre le premesse, dal lato dell'offerta, della progressiva trasformazione, avviata con le

guerre napoleoniche, di Londra e Parigi in centri finanziari internazionali, attraendovi competenze professionali e operatori qualificati (Richie, 2006; Cassis, 2008). La formazione di un mercato dei titoli pubblici ampio e liquido è stata storicamente condizione della formazione dei mercati finanziari. Da quel mercato derivarono contratti di compravendita e tecniche di negoziazione che sarebbero stati successivamente adottati nei mercati azionari. L'offerta di titoli di società per azioni, dalla metà dell'Ottocento motivata dall'eccezionale entità degli investimenti nelle reti infrastrutturali, non avrebbe potuto prescindere dal mercato dei capitali come mercato organizzato originato dallo Stato quale soggetto emittente. La progressiva diminuzione dei tassi di interesse

a lungo termine, registrata lungo l'intero Ottocento, fu sì preceduta dalla razionalizzazione delle finanze pubbliche ma dipese almeno altrettanto dalla creazione di mercati che dessero liquidità ai titoli dei maggiori stati nazionali. Le stesse forme di regolamentazione del mercato e protezione giuridica degli investitori sperimentate per dare continuità e stabilità alle transazioni furono parte di quel processo evolutivo che avrebbe esteso le possibilità di raccolta di fondi per le imprese mediante il collocamento di azioni e obbligazioni sul mercato di borsa. La funzione di regolazione dello Stato si esercitò con obiettivi specifici, dall'adozione di misure di controllo al fine di evitare fenomeni di instabilità alla realizzazione di infrastrutture giuridiche e condizioni regolamentari concepite per imprimere impulso alla crescita di efficienza e dimensione dei mercati. In tale senso l'assetto giuridico e regolamentare è stato recentemente enfatizzato quale fattore rilevante di determinazione della morfologia della struttura finanziaria e dell'efficienza relativa dei mercati. La *performance* dei mercati finanziari in termini di capitalizzazione e efficienza allocativa è stata in questa prospettiva ricondotta all'intervento regolamentare esercitato dalle autorità pubbliche, le cui politiche di contenimento dei fenomeni di instabilità avrebbero tuttavia portato a forme di *financial repression* dai primi anni Trenta sino agli anni Settanta del Novecento, segnando la perdita di funzionalità e dimensione dei mercati rispetto agli intermediari finanziari (Rajan e Zingales, 2003).

Se la funzione positiva dello Stato come emittente è particolarmente apprezzata nelle fasi genetiche di formazione dei mercati finanziari, si ritiene però in genere che la dilatazione della spesa pubblica e, conseguentemente, l'aumento dello *stock* di debito tenda a innescare fenomeni di *crowding out* che contengono drasticamente la provvista di capitale di rischio da parte del settore privato. La competizione tra settore pubblico e settore privato sul mercato dei capitali e le rigidità regolamentari derivanti dalla precedente fase di intervento dello Stato avrebbero motivato le politiche di deregolamentazione e privatizzazione inaugurate negli anni Ottanta, in reazione alla dinamica di crescita negativa della stagflazione, restituendo margini di rilevanza ai mercati rispetto agli intermediari finanziari. Negli ultimi trent'anni si è così delineata con forza, soprattutto per convergenza verso i modelli istituzionali anglosassoni, la ripresa dell'importanza assegnata ai mercati nei processi di riassetto della struttura finanziaria dei capitalismi europei, con l'avvio di riforme regolamentari e con politiche economiche che favorissero la crescita e l'efficienza allocativa dei mercati (Rajan e Zingales, 2003; Michie, 2006). Nella storia italiana unitaria lo Stato ha avuto sin dagli inizi un ruolo e un peso anzitutto come emittente, mentre nei primi decenni fu meno rilevante l'azione di regolazione esercitata da parlamento, governi e autorità centrali. L'azione regolamentare dello Stato si delineò soprattutto in età giolittiana, essenzialmente in risposta a fenomeni di instabilità,

in una fase di precisazione della struttura finanziaria, secondo un modello implicito che mirava a enfatizzare la priorità di obiettivi di politica macroeconomica sui processi di integrazione tra mercato e intermediari. Quell'intervento regolamentare aprì un ciclo legislativo piuttosto lungo che si completò per gradi negli anni Trenta, quando il sistema finanziario italiano entrò in una fase ancor più lunga, precisandosi la sua natura banco-centrica anche sotto il profilo ordinamentale, divenendo ampia la presenza pubblica nella proprietà degli intermediari, elevato il livello di regolamentazione, variamente inefficiente il mercato di borsa. Negli anni Ottanta le rigidità funzionali e gli impulsi competitivi e normativi esterni stimolarono quindi l'avvio di riforme che ridefinissero il sistema finanziario, incoraggiandone la convergenza verso modelli in cui il mercato di borsa presenta assetti regolamentari e livelli dimensionali differenti da quelli precedentemente sperimentati. La deregolamentazione e le privatizzazioni hanno posto le condizioni, quanto meno in parte, per la crescita del mercato finanziario, mediante interventi sulla normativa societaria, contenimento dell'impresa pubblica, integrazione tra intermediari e mercato (Nardozzi e Piluso, 2010). Nella storia postunitaria si possono perciò distinguere quattro campate temporali maggiori, all'interno delle quali si possono peraltro riconoscere fasi in cui le scelte e i comportamenti delle autorità centrali si precisarono o mutarono in relazione al riconoscimento dei principali vincoli esterni nella

definizione delle linee di politica economica, in particolare di politica monetaria. Le scelte regolamentari delle autorità monetarie centrali nei primi decenni postunitari dovettero tenere conto delle relazioni tra la consistenza e composizione, ma anche i costi, del debito pubblico e vincoli macroeconomici esterni: la dipendenza dai mercati finanziari esteri limitò le opzioni che le autorità pubbliche avevano concretamente di fronte a sé (1861-1893). Alla fine dell'Ottocento le autorità centrali tentarono di modificare le condizioni di dipendenza dall'estero, favorite da una fase di crescita dell'economia, riuscendo a ridurre l'entità e il costo di finanziamento del debito mediante la scelta di ancorare di fatto la stabilità interna (prezzi) ed esterna (cambio) al regime aureo. Tale scelta si rivelò poco compatibile con il modello di banca mista, che richiedeva un'organica integrazione tra intermediari e mercati. Tra le due guerre mondiali si dovette scegliere tra la banca universale, considerata un fattore di instabilità per il sistema (1894-1933), e il finanziamento della crescita mediante la creazione di un originale modello in cui le risorse aggiuntive dovevano essere raccolte incanalando il risparmio in un circuito obbligazionario tutelato. Le mancanze e i limiti di quel modello di finanziamento emersero negli anni della stagflazione (1934-1975), inducendo le autorità pubbliche a correggere il sistema finanziario per gradi sino a definire una differente architettura istituzionale nella stagione della deregolamentazione degli intermediari e delle privatizzazioni: ne è derivato un processo di aggiustamento e convergenza verso

i modelli prevalenti nelle economie più avanzate, senza tuttavia che ciò abbia di per sé generato o semplicemente coinciso con più alti tassi di crescita del reddito (1976-2010).

#### **4.1 Lo Stato italiano emittente e la formazione del mercato di borsa (1861-1893)**

Nei primi decenni postunitari l'attività di regolamentazione esercitata dalle autorità pubbliche italiane sulla struttura finanziaria fu contenuta nella sostanza. Per quanto riguarda il mercato dei capitali fu limitata essenzialmente a confermare il modello pubblico di mercato di borsa mutuato dalla legislazione francese che era stato introdotto in Italia da Napoleone con le borse di commercio create tra il 1802 e il 1808, da un lato, e con il Codice di commercio del 1807, dall'altro. Nell'esperienza preunitaria il modello di borsa pubblica non aveva generalmente sortito effetti positivi sui volumi scambiati e sull'attendibilità dei prezzi: la maggior parte delle transazioni era in effetti condotta presso i banchieri privati, al di fuori quindi del mercato organizzato, con una perdita di trasparenza delle negoziazioni e significatività dei corsi. Il primo serio atto legislativo unitario fu il nuovo Codice di Commercio del 1865 con il quale si uniformava, estendendo di fatto l'ordinamento di impianto liberista piemontese, la normativa che regolava le molte borse esistenti nella penisola. Con il nuovo Codice si introdusse tuttavia un fattore di instabilità poiché il principio di libertà di mediazione fu sovrapposto alla

conferma di attribuzione degli ampi poteri di regolazione alle singole camere di commercio locali. La cornice dei principi generali fu così accostata incoerentemente alla delega di larghi poteri discrezionali alle autorità camerali locali, come emerse per esempio per la Borsa di Milano, favorendo la moltiplicazione delle figure dei mediatori ammessi e provocando fenomeni di grave distonia organizzativa, in particolare nei primi anni Settanta, in coincidenza dell'aumento dei livelli delle transazioni (Baia Curioni, 1995). L'ondata di nuove quotazioni di titoli di banche e il mercato rialzo dei corsi correlati ai movimenti speculativi che culminarono nella crisi di borsa del 1873, anche in relazione alla dinamica della liquidità internazionale, misero in tensione i fragili equilibri conseguiti fino allora producendo una drammatica caduta della coesione e della consistenza professionale che erano state acquisite a fatica dai mercati maggiori di Genova, Torino e Milano. Ne derivarono una rapida destrutturazione di fatto delle borse italiane e un parallelo indebolimento degli operatori professionali, con effetti negativi duraturi sui volumi trattati e sulla funzionalità dei mercati ufficiali, secondo una linea involutiva ulteriormente accentuata dai provvedimenti restrittivi, di natura essenzialmente fiscale, adottati alla metà degli anni Settanta verso i contratti a termine, con l'obiettivo di contrastare la componente speculativa, considerata un fattore di instabilità dalle autorità di governo. La componente speculativa, contrariamente a quanto si osservava per altri mercati europei, non venne perciò

intesa come una componente propria dei mercati finanziari più evoluti, in grado di ridurre la variabilità dei corsi e dei volumi, quanto piuttosto assimilata a quella che sarebbe stata l'assimilazione keynesiana ai giochi di "Snap, Old Maid, Musical Chairs" (Baia Curioni, 1995; Ciocca, 1991). In un quadro di ridotta funzionalità dei mercati di borsa il Codice di Commercio del 1882 ripropose un sistema regolamentare che univa, incoerentemente, una ridotta selezione degli intermediari professionali, una scarsa selezione delle ammissioni alle quotazioni e un'ampia delega dei poteri di autoregolazione ai gruppi locali, assegnando ora quei poteri alle neoistituite deputazioni di borsa di nomina camerale (Aleotti, 1989; Baia Curioni, 1995). La regolamentazione delle borse adottata produsse, in sostanza, ulteriore inefficienza organizzativa e funzionale dei mercati, incidendo negativamente sulla disciplina degli agenti di cambio e sull'ammissione al listino dei valori azionari, che le procedure, peraltro differenziate su scala locale, non prevedevano in linea di principio dovessero possedere requisiti minimi, concedendo alla discrezionalità delle singole camere di commercio – e alle deputazioni – le decisioni in merito, mentre i titoli di stato ottenevano la quotazione di diritto. La normativa non aveva, in definitiva, la possibilità, né l'obiettivo, di ridare consistenza ai mercati di borsa dopo la crisi del 1873, rafforzando gli intermediari professionali e alzando la trasparenza delle quotazioni e delle transazioni. La regolamentazione di borsa

si rivelò, in tale senso, "pressoché paralizzante" (Baia Curioni, 1995). Nei primi decenni postunitari le scelte regolamentari non promossero quindi la crescita dimensionale e funzionale dei mercati finanziari, mentre l'esistenza di numerose borse locali (sino a una ventina) non poteva non accentuare – in un quadro normativo che enfatizzava il potere discrezionale delle singole camere di commercio – la segmentazione dei mercati stessi. In quei primi decenni unitari lo Stato italiano come prenditore di fondi concorse invece in misura rilevante alla costruzione del mercato finanziario dal lato dell'offerta, sia come emittente di titoli sia estendendo la propria garanzia – diretta o indiretta – ai titoli emessi dalle maggiori società ferroviarie quotate, che divennero una componente primaria dei magri listini delle borse della penisola. Lo Stato italiano come emittente non poteva non pesare nella formazione dei listini, anzitutto per l'entità del debito pubblico che si era accumulato nello stesso processo di unificazione del paese. La complessiva massa di debito iscritta nell'agosto 1861 dal primo ministro delle Finanze, il finanziere livornese Pietro Bastogi, nel Gran Libro del Debito Pubblico del nuovo Regno, in larga parte costituita da rendita consolidata al 5 per cento, ammontava a circa il 40 per cento del reddito aggregato dell'Italia. Il riconoscimento dei debiti degli stati preunitari fu inteso a dare credibilità sui mercati internazionali alle passività che il nuovo Stato nazionale avrebbe dovuto necessariamente emettere per assicurarsi la continuità in quella fase estremamente delicata

della propria esistenza. La credibilità internazionale era in effetti per lo Stato italiano decisiva per poter continuare a ottenere fondi con cui finanziare la spesa e rifinanziare il debito, sia sui mercati esteri sia sullo stesso mercato interno. Il collocamento delle nuove emissioni dei titoli pubblici dipendeva in larga misura dall'intermediazione della *haute banque* europea, anche quando gli investitori ultimi erano residenti italiani che acquistavano all'estero, in particolare a Parigi. Il collocamento dei titoli italiani utilizzava i canali costituiti dalle maggiori borse estere e dagli intermediari specializzati che vi operavano in posizione preminente (Berta, 1990). Le sottoscrizioni della rendita sui mercati esteri coprirono sino al 40 per cento circa dello *stock* del debito, ma, soprattutto, il successo dei collocamenti e i livelli di prezzo e, quindi, il rendimento dei titoli, derivavano dalla domanda e dalle quotazioni registrate, in particolare, alla Borsa di Parigi, dove si collocava di norma la più parte della quota estera di debito (Zamagni, 1998; Volpi, 2002; Francese e Pace, 2008). La quota di titoli pubblici italiani trattata alla Borsa di Parigi era mediamente superiore di ben quattro volte quella trattata presso il maggiore mercato interno, la Borsa di Genova. La segmentazione del mercato interno amplificava perciò il ruolo dei centri finanziari internazionali, dove di fatto si formava il prezzo e il livello dei rendimenti dei titoli pubblici italiani (Aleotti, 1989; Conte, Toniolo e Vecchi, 2003). L'influente casa Rothschild creò, non a caso, una Delegazione del Tesoro Italiano

presso i propri uffici di Parigi (Bruni, 1915). Se i titoli venivano collocati sui mercati esteri e intermediati dalle maggiori banche d'affari europee, specialmente francesi e britanniche, gli investitori esteri assorbivano una quota di debito pubblico significativa – per una larga parte dei finanziamenti di portafoglio affluiti nel nuovo Regno dopo l'unità – anche mediante l'accesso ai circuiti interni gestiti dai banchieri privati italiani (De Cecco, 1990; Fenoaltea, 2006). Nei primi decenni postunitari, pertanto, il debito pubblico italiano dipendeva in misura consistente dai mercati e dagli investitori esteri, con effetti sui costi di provvista dei fondi e sulla volatilità degli investimenti in titoli, poiché in presenza di opportunità o tensioni sui rispettivi mercati e su quelli internazionali, così come in concomitanza di incertezze e turbolenze sulla scena politica italiana, gli investitori esteri non esitavano a ritirare i fondi impiegati

nei titoli della rendita. Ciò richiese interventi da parte del maggiore istituto di emissione, la Banca Nazionale nel Regno, sui mercati esteri, su sollecitazione del Tesoro, al fine di stabilizzare prezzi e quantità domandate dei titoli pubblici italiani, soprattutto alla vigilia di nuove emissioni. La persistente rilevanza della quota dei titoli collocati all'estero e l'accettazione da parte delle autorità fiscali e monetarie italiane dell'intermediazione delle borse estere nei collocamenti dei titoli del debito anche presso compratori italiani non poté, tuttavia, non incidere sulla formazione di un mercato finanziario nazionale. Le stesse politiche di monetizzazione dei disavanzi di bilancio adottate dalla metà degli anni Sessanta richiedevano che gli istituti di emissione assumessero una quota robusta dei titoli pubblici e, al tempo stesso, attivassero meccanismi di rafforzamento dei circuiti di distribuzione del debito

presso le componenti del sistema bancario che meglio si prestavano ad assorbire consolidato e rendita, come le casse di risparmio, drenando quote di risparmio e liquidità che avrebbero altrimenti potuto sostenere gli investimenti del settore privato. La Banca Nazionale prima e la Banca d'Italia poi, dopo la riforma istitutiva del 1893, si impegnarono direttamente nelle attività di collocamento dei titoli pubblici attraverso la rete delle proprie filiali (Baia Curioni, 1995; Volpi, 2002).

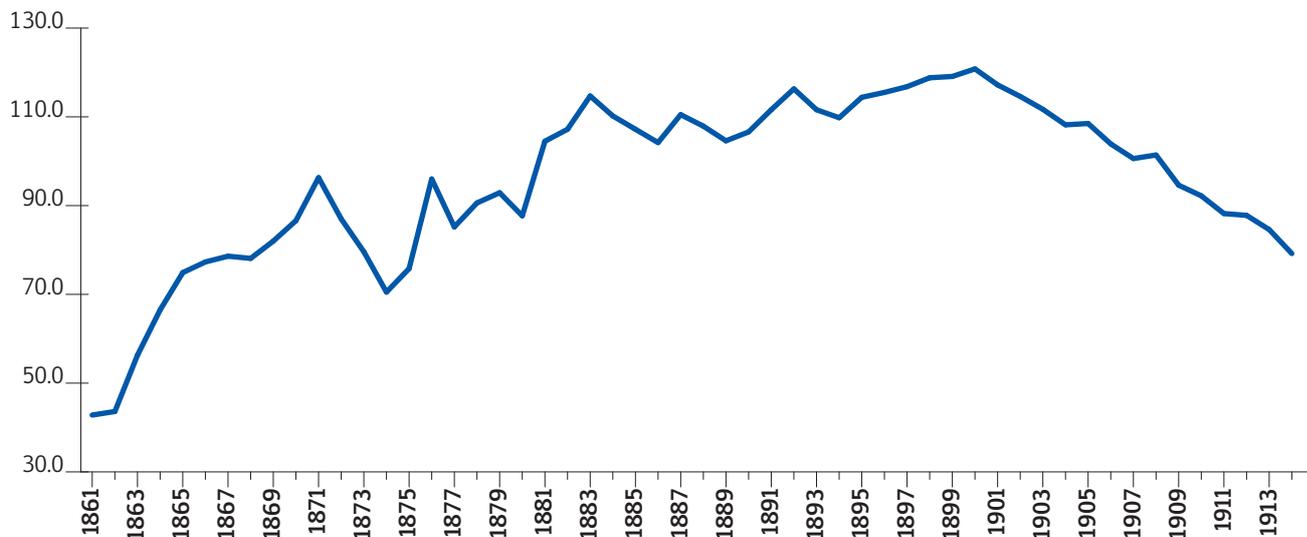
La condizione di dipendenza del debito pubblico dai circuiti e dagli investitori esteri persistette, pur variando per intensità, sino all'età giolittiana, quando si operò con successo la conversione della rendita nel luglio 1906, dopo una serie di esercizi fiscali segnati dai corposi avanzi di bilancio indotti dall'alta crescita dell'economia del paese, peraltro trainata dal ciclo internazionale (Zamagni, 1998) (si veda la Tavola 4.1).

Tavola 4.1 **Composizione del debito per scadenze, tassi di rendimento, quota collocata all'estero, incidenza degli interessi sulla spesa dello Stato, 1861-1913**

anni	consolidato	redimibile	fluttuante	tasso di rendimento effettivo del consolidato	debito collocato all'estero	interessi sulla spesa dello stato
<b>1861</b>	82,02	16,72	1,26	7,11	21,2	15,5
<b>1866</b>	82,21	9,41	8,38	8,83	30,6	22,4
<b>1870</b>	59,23	29,53	11,24	7,98	25,1	38,7
<b>1876</b>	62,37	25,07	12,56	5,69	35,0	32,7
<b>1880</b>	66,18	20,49	13,33	4,66	33,9	35,5
<b>1883</b>	71,18	17,05	11,77	4,80	28,9	29,1
<b>1889</b>	68,60	24,46	6,94	4,53	41,5	29,0
<b>1896</b>	66,88	24,73	8,39	4,30	29,2	33,5
<b>1900</b>	69,05	22,10	8,85	4,01	23,1	33,5
<b>1906</b>	69,33	20,58	10,09	3,60	13,5	25,0
<b>1913</b>	61,05	25,64	13,31	3,60	20,2	16,6

Fonte: Zamagni, 1998.

Figura 4.1 **Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo in Italia, 1861-1914**



Fonte: Fratianni e Spinelli, 1997.

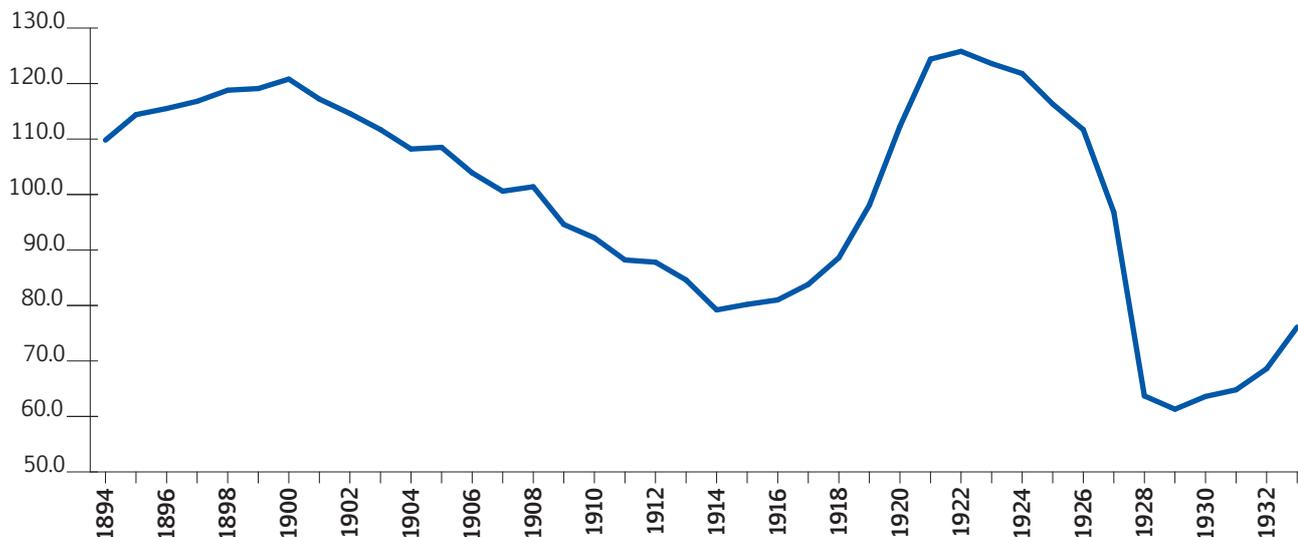
La dinamica di espansione della massa complessiva del debito dello Stato unitario dipese, come è stato osservato da Artoni e Biancini, dal ciclo internazionale e le fasi di accumulazione del debito furono innescate “dall’imitazione di scelte e di comportamenti dei paesi egemoni”, come fu tipicamente la politica coloniale intrapresa nel periodo crispino che comportò un netto incremento del rapporto tra debito e prodotto aggregato. La fase di crescita sostenuta dell’economia italiana dell’età giolittiana, positivamente in relazione con il ciclo internazionale, consentì invece di ridurre in termini rilevanti il rapporto tra debito e prodotto interno lordo, ridottosi di 40 punti percentuali nell’arco di un quindicennio, rendendo peraltro praticabile la conversione della rendita e il ridimensionamento della quota di debito collocata all’estero (Artoni e Biancini,

2003). La prima importante fase di ampia dilatazione del debito pubblico coincise con la perdita di funzionalità organizzativa delle borse italiane seguita al ciclo legislativo compreso tra il 1865 e il 1882, con un aumento dell’incidenza degli interessi sulla spesa dello Stato attenuata dalla sostanziale contrazione dei tassi di rendimento effettivo del consolidato (si vedano la Tavola 4.1 e la Figura 4.1).

La corrispondenza dei cicli di incremento della massa di debito pubblico e della perdita di efficienza funzionale dei mercati derivante dalla cattiva regolamentazione non poté non determinare un aumento di peso relativo dei titoli pubblici su quelli privati intermediati nelle borse. Le stime sui volumi trattati indicano che il mercato azionario aveva una consistenza nettamente inferiore rispetto al mercato dei titoli pubblici, così

come la dinamica dei corsi azionari appare dipendente dai corsi della rendita, a loro volta esposti alle preferenze espresse dagli investitori esteri sui mercati transalpini: alla Borsa di Genova le azioni trattate erano per volume inferiori alla metà dei titoli della rendita scambiati (Da Pozzo e Felloni, 1964). Con l’eccezione della fase di euforia speculativa dei primi anni Settanta, il mercato azionario si collocava, in sintesi, ai margini di un mercato dei titoli pubblici decisamente più ampio e più liquido. Del resto il mercato azionario era caratterizzato dall’esiguità numerica del listino e dalla concentrazione dei titoli quotati in pochi comparti. Nei listini delle due maggiori borse – Genova e Milano – i titoli delle società manifatturiere rappresentavano una minoranza assoluta, prevalendo i titoli delle banche, delle compagnie ferroviarie, delle società di

Figura 4.2 **Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo in Italia, 1894-1933**



Fonte: Fratianni e Spinelli, 1997.

trasporti e costruzioni, comparti in cui il grado di protezione era alto e in cui lo Stato offriva una garanzia esplicita o implicita agli investitori (Aleotti, 1989).

La crisi dei primi anni Novanta produsse un parziale mutamento di quadro, con l'istituzione della Banca d'Italia, la creazione delle banche miste di tipo tedesco, la successiva crescita della produzione industriale che avrebbe segnato un ciclo positivo di investimenti in età giolittiana. Per alcuni anni si poté ritenere che il mercato finanziario potesse conoscere un progressivo spostamento dei pesi relativi della componente azionaria e di quella dei titoli pubblici per effetto dell'integrazione degli intermediari con i mercati finanziari secondo un modello simile a quello allora positivamente sperimentato nella Germania guglielmina (Gehering e Fohlin, 2006; Fohlin, 2008; Fohlin e Reinhold, 2010).

#### 4.2 Due modelli in competizione: il peso delle scelte (1894-1933)

La crisi di fine secolo fu una crisi estremamente difficile per l'Italia, in cui la crisi finanziaria e monetaria amplificò il rallentamento dell'economia in relazione al ciclo internazionale. La crisi richiese un intervento di complessivo riassetto inducendo il legislatore, in risposta allo scandalo della Banca Romana, a riformare gli istituti di emissione con l'istituzione della Banca d'Italia. Ne seguì una crisi fiscale per l'aumento ulteriore del rapporto tra debito e prodotto aggregato, cresciuto in un decennio di circa quindici punti percentuali, raggiungendo quota 120,8 nel 1900 (uno dei tre massimi picchi storici), mentre si contraeva la porzione di debito collocata all'estero in misura quasi pari, per effetto essenzialmente delle condizioni di ridotta liquidità dei mercati internazionali (Zamagni, 1998).

Il ciclo positivo di crescita dell'economia italiana durante l'età giolittiana coincise, rendendolo possibile, con la costante riduzione del rapporto tra debito e prodotto interno lordo lungo una tendenza interrotta dalla prima guerra mondiale (Artoni e Biancini, 2003), offrendo l'occasione per una prima attenuazione della *fiscal dominance* che aveva legato la creazione di base monetaria alla politica fiscale (Fratianni e Spinelli, 2001; Ricciuti, 2008) (si veda la Figura 4.2). La notevole riduzione della massa del debito pubblico dovette creare condizioni permissive a una fase di crescita del mercato azionario, che, in effetti, tra il 1901 e il 1907 si sovrappose alla diminuzione del rapporto tra debito e prodotto aggregato di venti punti percentuali. La prima condizione permissiva per l'espansione della componente azionaria fu probabilmente, dal lato dell'offerta, il rapido allentamento del meccanismo

di spiazzamento operato dai titoli pubblici: sottraendo di fatto spazio all'offerta di azioni, sino a quel momento i titoli pubblici avevano rappresentato la quota maggioritaria dei volumi trattati nelle borse italiane, il cui prezzo era peraltro dipeso largamente dalle valutazioni e dalle preferenze espresse dai mercati esteri.

La diminuzione della quota di debito collocata all'estero fu l'esito di una politica economica di rientro dal debito e sostituzione del precedente modello di dipendenza dei titoli pubblici italiani dall'estero. Il modello implicito che fu adottato dalle autorità monetarie centrali italiane comportava e il ridimensionamento del debito, reso possibile dalla congiuntura interna e internazionale positiva, e la riduzione, quanto meno, della marcata dipendenza dei livelli di prezzo del debito pubblico (quotazioni e tassi) dai mercati esteri, mediante uno svuotamento sostanziale della loro funzione di *price makers* (e quindi, in prospettiva, un maggior controllo interno del costo di finanziamento della spesa dello Stato).

La dipendenza del debito pubblico italiano dai mercati e dagli investitori esteri (o anche, semplicemente, dagli investitori italiani attraverso la Borsa di Parigi) tendeva a enfatizzare la componente speculativa che condizionava, ricorrentemente, il valore esterno della lira (Artoni e Biancini, 2003).

La dipendenza dalle condizioni di liquidità e dalle valutazioni dei mercati finanziari esteri influenzava il livello della domanda a cui lo Stato poteva di volta in volta fare assegnamento per il collocamento di titoli, con effetti per lo meno

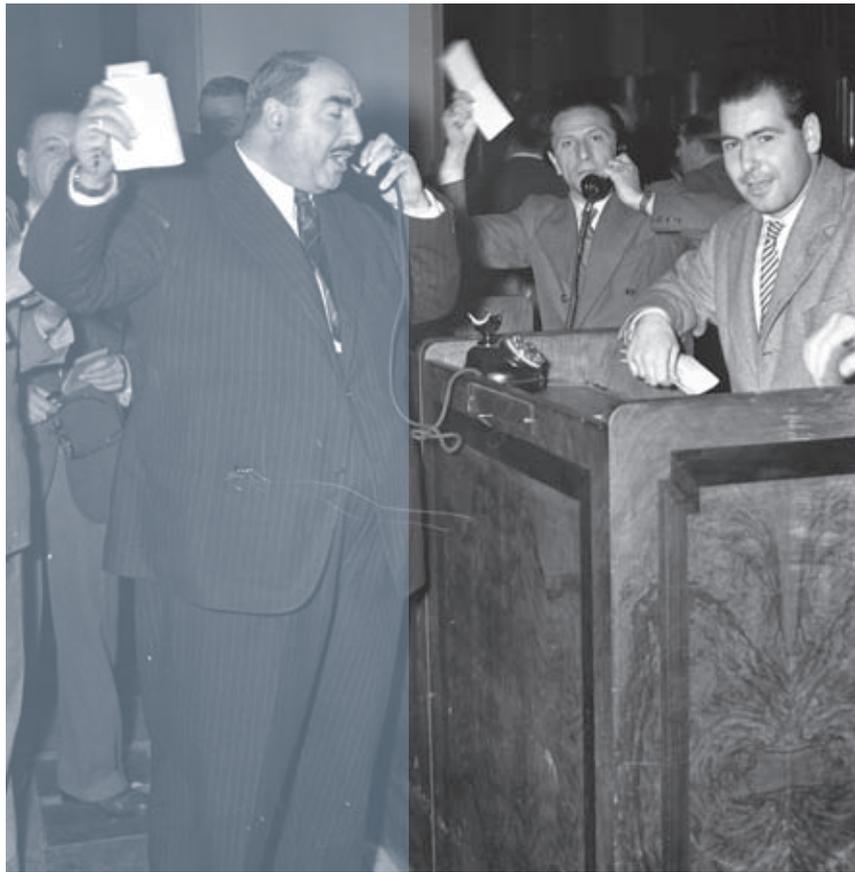
sui costi del debito. Ciò poteva avere conseguenze particolarmente negative sulla finanza pubblica italiana in momenti di elevata incertezza o crisi politica, inducendo lo Stato a forzare le riserve degli istituti di emissione con effetti derivati sulla circolazione monetaria e sul rapporto di cambio con l'estero, come avvenne per esempio, in occasione della guerra austro-prussiana, nel 1866 con il prestito di 200 milioni di lire ottenuto dalla Banca Nazionale che portò al corso forzoso della lira.

La dipendenza dell'Italia dalla liquidità internazionale – così come dal ciclo internazionale – non riguardava solo il settore pubblico, ma condizionava negativamente anche il settore privato attraverso le oscillazioni dei fondi esteri a breve che alimentavano le maggiori banche di credito mobiliare, che soffrivano di una strutturale ristrettezza di liquidità non riuscendo a raccogliere i depositi e i fondi che sul mercato interno venivano drenati dalle casse di risparmio, ordinarie e postali (Verdier, 2002): il ritiro dei fondi esteri, in presenza di tensioni di liquidità sui mercati internazionali, espose il sistema bancario a fenomeni di instabilità, comportava ricorrenti e gravi crisi bancarie, come quella dei primi anni Settanta e quella dei primi anni Novanta (De Cecco, 1990). La correlazione tra il ciclo internazionale e il ciclo interno veniva amplificata ulteriormente, in genere, dalla svalutazione della lira e dall'aumento dello *stock* di debito pubblico, con effetti negativi sui tempi e sulla misura dei processi di aggiustamento dell'economia italiana.

La possibilità di conseguire un effettivo grado di autonomia della politica monetaria dalla finanza pubblica, con cui ottenere un maggior controllo sugli aggregati monetari interni, richiedeva pertanto la sostituzione dei mercati esteri con circuiti interni che assicurassero maggiore stabilità e minori costi del debito pubblico, sottraendolo alle distorsioni e all'instabilità del ciclo finanziario internazionale. L'obiettivo di sostituire gli investitori esteri con il risparmio interno era inteso a ridurre il costo del debito, come si verificò appunto con il consolidamento della rendita del 1906, ponendo le premesse per un ridimensionamento del debito che liberasse risorse, in prospettiva, per una crescita economica di lungo periodo in condizioni di stabilità. A questo fine si intendeva agganciare stabilmente la lira al sistema monetario internazionale, porre di fatto la lira in regime di *gold standard*, mettendo il circuito delle casse di risparmio nelle condizioni di assorbire quote crescenti della rendita a tassi di interesse inferiori a quelli offerti dai finanziamenti del settore privato, in linea con lo schema prevalente nelle economie europee più avanzate. L'obiettivo era così ridurre i rischi di instabilità esogena connessi alla dipendenza del debito pubblico dai mercati esteri – un'instabilità che si produceva sistematicamente in presenza della contrazione della liquidità internazionale o di aspettative negative sulle prospettive politiche italiane –, contenere i tassi di interesse così da ridurre il costo del debito pubblico e rendere più appetibili

gli investimenti nel settore privato, stimolare una crescita di lungo andare sorretta da investimenti che non risentissero degli impulsi inflazionistici derivanti dall'espansione dei finanziamenti oltre i limiti di rifinanziamento che gli istituti di emissione avevano in relazione ai vincoli di riserva (Ciocca, 1987; Ciocca, 2007).

Dal 1894 la Banca d'Italia perseguì una strategia coerente con questo modello di rientro del debito pubblico e stabilizzazione dei tassi di interesse e delle aspettative, sin da quell'anno in reazione al deterioramento del cambio che nei primi mesi aveva scosso la lira in seguito all'aumento della circolazione oltre i limiti della riserva imposto dalla necessità di finanziare il debito pubblico, i cui titoli cedevano terreno alla Borsa di Parigi (Volpi, 2002). La Banca d'Italia, sia con Giuseppe Marchiori sia con Bonaldo Stringher, intervenne direttamente nel collocamento di titoli del debito pubblico e di azioni, favorendo sin dai primi anni di attività il graduale rientro della rendita. L'aumento delle riserve registrato nei primi anni del secolo permetteva alla Banca d'Italia di assecondare la crescita dei finanziamenti senza porre a repentaglio il rapporto tra la circolazione e le riserve, anche intervenendo sul mercato delle divise. La preferenza della Banca d'Italia diretta da Stringher per il sistema bancario, in particolare nelle componenti minori delle banche locali e delle casse di risparmio, rispondeva all'obiettivo di rafforzare il controllo sugli aggregati monetari mediante il sostegno di circuiti che rispondevano positivamente alle



sollecitazioni e assorbivano larghe quote di titoli pubblici dando consistenza e continuità alla politica monetaria di quel modello (Conti, 1999). Le grandi banche miste costituite tra il 1894 e il 1895, la Banca Commerciale Italiana e il Credito Italiano, tendevano invece a muoversi con maggiore autonomia rispetto alla Banca d'Italia, ricavando per sé margini significativi di libertà, attraverso i fondi raccolti a corta scadenza sui mercati internazionali, secondo un modello se non in contrasto certo differente di articolazione degli intermediari e dei mercati finanziari (Confalonieri, 1975).

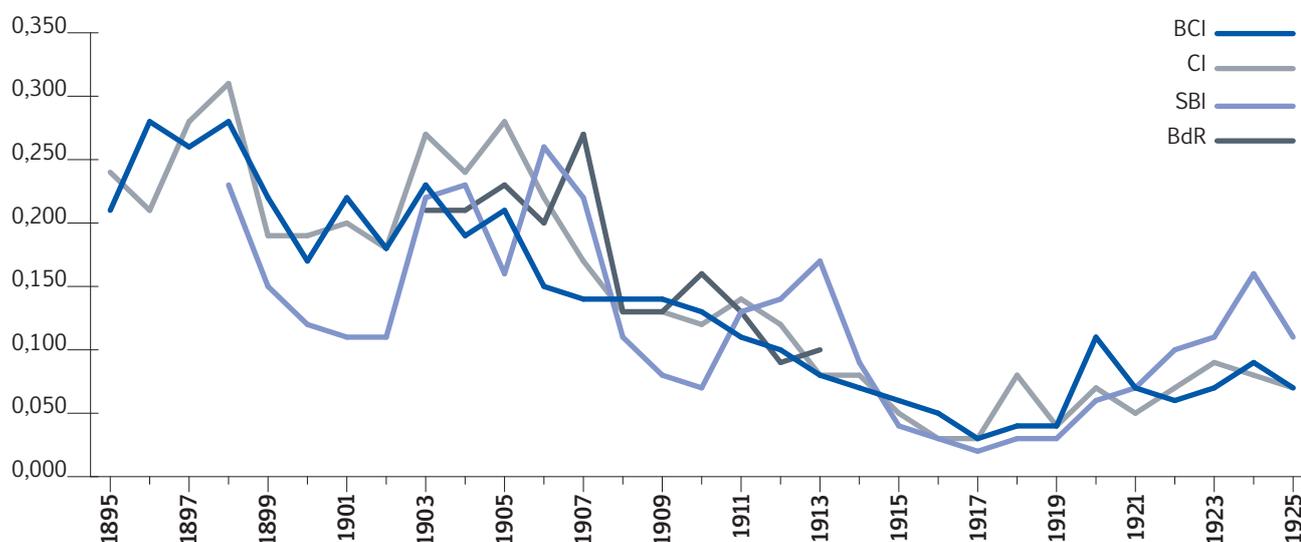
Se la Banca d'Italia di Marchiori e Stringher osservò con attento scetticismo il mercato mobiliare, orientandosi essenzialmente a sostenere il mercato dei titoli

pubblici più che il mercato azionario, le banche miste introdussero un modello di intermediazione nuovo rispetto a quello incarnato dagli istituti di credito mobiliari attivi prima della crisi degli anni Novanta. Da un lato, la Banca d'Italia manifestò una costante diffidenza verso il mercato di borsa e la speculazione, tanto che le azioni della stessa Banca non furono collocate sul mercato ma distribuite direttamente dall'istituto. Dall'altro, le banche miste di tipo tedesco non solo puntarono a sviluppare un'estesa rete di filiali che rimuovesse le rigidità nella provvista di risorse che avevano segnato negativamente i crediti mobiliari di tipo francese, ma tentarono di conseguire un'integrazione con il mercato azionario che assicurasse un mercato primario elastico e un mercato secondario liquido a sostegno delle imprese. Nei primi anni del secolo, mentre l'economia italiana sperimentava una fase di industrializzazione e crescita sostenuta del reddito, i due modelli si confrontarono senza tuttavia entrare immediatamente in contrasto. Il modello seguito da Stringher assumeva contorni meno vaghi, grazie anche alla costituzione delle cospicue riserve acquisite con le rimesse degli emigranti, mentre Otto Joel della Banca Commerciale precisava, in una lettera a Noetzelin di Parigi del 1902, l'intenzione di emulare il modello tedesco della Deutsche Bank, integrando l'azione di promozione dei finanziamenti industriali della banca mista con un mercato azionario liquido, alimentato dai riporti delle stesse banche, "senza incidere [in tale

modo] sulla propria liquidità e sulla sicurezza dei depositanti" (Nardozi e Piluso, 2010). La fase di crescita dell'età giolittiana portò in effetti con sé un congiuntura positiva per le borse italiane, mentre il debito pubblico veniva ridimensionato significativamente: sino alla crisi di liquidità del 1907 aumentò il numero delle società quotate e la loro rappresentatività settoriale, la rappresentatività del listino rispetto al capitale azionario complessivo (sino al 73 per cento nel 1910) (Baia Curioni, 1995 e 2000), gli indici delle quotazioni salirono, crebbe la capitalizzazione del mercato azionario (Bonelli, 1968; Warglien, 1987; Siciliano, 2001). La positiva *performance* del mercato di borsa, primario e secondario, molto doveva a un meccanismo di sostegno, mutuato dalle *Kreditbanken* tedesche, all'epoca chiaramente individuato da Marco Fanno: i riporti erano una "operazione fondamentale al retto funzionamento delle borse", sostenendone la liquidità del mercato secondario e avendo così un impatto positivo sulla crescita del mercato e dell'offerta di capitale di rischio (Fanno, 1912). In quei primi anni del Novecento si delineò così la possibilità di integrare intermediari e mercato azionario secondo un modello che in Germania conseguiva risultati soddisfacenti in termini di tassi di investimento e crescita. Ciò che, tuttavia, rendeva differente il tentativo italiano dal modello di riferimento tedesco era il potenziale di instabilità macroeconomica che racchiudeva in sé. Le banche miste tedesche finanziavano imprese che raggiungevano standard

di produttività e intensità tecnologica che ne scandivano la competitività sui mercati internazionali dei beni capitali, con un effetto positivo sulla bilancia commerciale del paese. Le banche miste italiane finanziavano sì le imprese dei settori della seconda rivoluzione industriale, a più alta intensità di capitale e tecnologia, ma generalmente quelle imprese non conseguivano i medesimi livelli di competitività, assestandosi su livelli di efficienza inferiori e richiedendo pertanto protezioni doganali, come tipicamente avveniva nella siderurgia e nella meccanica, o godendo di forme di protezione naturale, come il settore idroelettrico. Il finanziamento delle imprese manifatturiere italiane non poteva, pertanto, concorrere ad allentare il vincolo macroeconomico dei conti con l'estero, non traducendosi in un equilibrio della bilancia commerciale, i cui passivi erano compensati dalle partite invisibili delle rimesse e del turismo, finendo anzi con il porre in tensione le riserve degli istituti di emissione (Nardozi e Piluso, 2010). La politica di espansione delle operazioni di riporto dispiegata dalle banche miste a sostegno della liquidità e dello spessore del mercato azionario tendeva perciò, data la forzatura sulla circolazione connessa ai rifinanziamenti richiesti dalle banche per la ristrettezza delle loro passività (Confalonieri, 1975), a entrare in contrasto con la scelta di sostanziale autonomia della politica monetaria adottate dalla Banca d'Italia dagli anni Novanta. L'espansione dei riporti poté sostenere il *rally* delle borse sino

Figura 4.3 **Percentuale dei riporti sul totale dell'attivo (esclusi i conti d'ordine) della Banca Commerciale Italiana, del Credito Italiano, della Società Bancaria Italiana - Banca Italiana di Sconto e del Banco di Roma, 1895-1925**



Fonte: Bava, 1926, appendice; Confalonieri, 1980, vol. III, p. 447, tab. 63.

al 1906, quando la flessione dei depositi bancari mise in seria tensione, come aveva previsto Stringher, la circolazione monetaria (si veda la Figura 4.3) (Bonelli, 1971). La crisi del 1907 fu così preceduta dalla contrazione dei riporti, una conseguenza delle resistenze della Banca d'Italia emerse sin dalla fine del 1905, con cui le banche miste miravano a trasferire al mercato una quota rilevante dei titoli azionari e delle obbligazioni assunte in portafoglio. Secondo Biscaini Cotula e Ciocca "la crisi borsistica del 1907 sembra segnare uno spartiacque al di là del quale i mercati dei capitali italiani cessano di svilupparsi in termini relativi e restano sottili, incompleti" (Biscaini Cotula e Ciocca, 1978). Si aprì inoltre un primo ciclo legislativo che portò a una regolazione definita fondamentalmente in relazione alle scelte di politica economica.

Si valutarono i vincoli macroeconomici espressi dai conti con l'estero come vincoli imprescindibili, in primo luogo per le autorità di politica monetaria, che richiedevano la messa a punto di un modello di finanziamento degli investimenti che consentisse di ottenere una crescita duratura dell'economia in condizioni di stabilità, una condizione non soddisfatta, nella recente esperienza, dalla banca mista e dai mercati azionari. In quel frangente i due modelli entrarono quindi in diretta competizione, si precisarono orientamenti regolamentari che avrebbero definito le possibilità di sviluppo del mercato di borsa nei successivi decenni. L'obiettivo di dare al mercato secondario liquidità in misura sufficiente a rendere il mercato primario un efficiente canale di raccolta di risorse per gli investimenti a lungo termine venne accantonato. Nelle analisi e nelle proposte di riforma

della borsa la microregolazione prese il sopravvento, l'attenzione verso la funzione del mercato azionario di dare liquidità a investimenti a lungo termine si appannò per cedere invece spazio alla discussione sulla speculazione quale fattore di intrinseca instabilità e disordine da contenere e rimuovere dalla borsa, secondo una prospettiva consolidatasi presso le autorità monetarie centrali nei decenni precedenti (Baia Curioni, 1995). Con la crisi del 1907 il mercato azionario cessò di offrire un efficiente canale di provvista di capitale di rischio alle imprese, ancorché non in termini assoluti, poiché la raccolta netta sarebbe stata discretamente positiva nei decenni seguenti, quanto in termini relativi, perché il meccanismo di prezzo non avrebbe funzionato come meccanismo informativo in grado di segnalare la reale qualità degli investimenti realizzati

e selezionare così efficientemente imprese e progetti di investimento. Non prese corpo un progetto di promozione del mercato azionario, una riforma che razionalizzasse i mercati di borsa e ne riducesse la segmentazione, definisse le funzioni complementari rispetto agli intermediari, regolasse opportunamente i diritti dell'insieme degli azionisti delle imprese. Lo sviluppo di un mercato azionario avrebbe potuto, in quella direzione, rafforzare la formazione di capitale nel settore privato, creare un mercato per l'allocazione dei diritti di proprietà e controllo delle imprese. I provvedimenti normativi presi durante la crisi e soprattutto quelli che seguirono con la legge di riforma della borsa del 1913 (20 marzo 1913, legge n. 272) mirarono, invece, a contenere la speculazione più che a consolidare la domanda di investimento in titoli azionari (Aleotti, 1989; Riva, 2007). Il modello di intermediazione su cui si concentrarono le autorità centrali, sulla scorta delle autorevoli memorie di Stringher, richiedeva che la politica monetaria fosse autonoma dalle esigenze di finanziamento della liquidità del mercato azionario e mirasse a stabilizzare la circolazione, i rapporti di cambio e le aspettative degli investitori, così da contenere, in prospettiva, i costi e lo *stock* del debito pubblico e liberare risorse per il settore privato nel medio termine. Le proposte in tema di finanziamento a lungo termine emerse dopo il 1907 indicarono un'opzione che non prevedeva necessariamente lo sviluppo del mercato azionario. La proposta di creare un istituto di credito speciale che si finanziasse

mediante l'emissione di obbligazioni, in condizioni fiscali di favore, avanzata dalla Assonime nel 1911 indicò una prima convergenza tra l'associazione delle società per azioni e le autorità centrali (Confalonieri, 1982). I progetti di riforma messi a punto sin dal 1908, infine recepiti dalla legge del 1913, furono intonati a una rigida regolazione del mercato e degli operatori, relegando la borsa in una posizione secondaria rispetto agli intermediari. La cattiva regolamentazione e le derivate disfunzionalità fecero entrare il mercato azionario in una fase di contenimento delle proprie potenzialità di sviluppo (Siciliano, 2001; Riva, 2007), mentre la riflessione sui problemi di *maturity mismatch* tra attivo e passivo degli intermediari orientava l'azione dei tecnocrati nittiani che definirono l'architettura regolamentare del sistema finanziario tra la prima guerra mondiale e la grande depressione. Le ricorrenti tensioni tra banche miste e imprese sottocapitalizzate, frenate nella raccolta di capitale di rischio dalla fragilità del mercato azionario, indussero la Banca d'Italia a estendere la propria area di intervento, configurandosi progressivamente come la "mano tecnica" con cui l'intervento pubblico mirava a dare, in condizioni di stabilità interna dei prezzi ed esterna dei rapporti di cambio, continuità alla crescita degli investimenti. La costituzione del Consorzio per Sovvenzioni su Valori Industriali (Csvi) nel 1914 prefigurò la creazione di quel circuito obbligazionario, con il quale alimentare gli istituti di credito speciale, che sarebbe stato il perno del modello Beneduce

(Bonelli, 1984 e 1985; Franzinelli e Magnani, 2009). L'impegno finanziario della grande guerra innesco, anche attraverso la monetizzazione dei disavanzi, un rapido e netto aumento del rapporto tra debito pubblico e prodotto aggregato, sino ai livelli particolarmente acuti raggiunti nella difficile fase di aggiustamento postbellica (Confalonieri e Gatti, 1986; Zamagni, 1998; Artoni e Biancini, 2003; Francese e Pace, 2008) (si veda la Figura 4.2). Con la fase espansiva dell'economia italiana e le parallele politiche di contenimento della spesa pubblica e rientro dal disavanzo, culminate con la regolazione dei debiti interalleati tra il 1924 e il 1925, si presentarono condizioni macroeconomiche permissive alla crescita della borsa. Pur in presenza dell'alta instabilità dei mercati valutari internazionali, il venir meno di fatto del regime di *gold standard* in Europa rese possibile allentare i vincoli di riserva che avevano inciso restrittivamente sulla regolazione della liquidità interna in età giolittiana. Le specifiche condizioni del sistema monetario internazionale indussero le autorità centrali italiane a tollerare l'allargamento della base monetaria con cui le banche miste poterono sostenere le posizioni rialziste in borsa attraverso le operazioni di riporto (si veda la Figura 4.3). I vincoli macroeconomici esterni che avevano interrotto la crescita della borsa nel 1907 furono pertanto rimossi in parte, dando impulso a un movimento "carsico", registratosi tra il 1924 e il 1925, di rilancio del mercato azionario, con un aumento dei corsi e dei volumi trattati, alimentato anche dalla

liquidità iniettata dalla riduzione del debito pubblico. La decisione di stabilizzare il sistema monetario internazionale delineatasi con i *rumours* di un prossimo ritorno all'oro della Gran Bretagna ai primi del 1925 imposero anche alle autorità monetarie italiane comportamenti e scelte che contemplassero il rispetto dei vincoli macroeconomici connessi (Stringher, 1926; Tattara, 1993). Dal febbraio 1925 il ministro delle Finanze Alberto De Stefani emanò una serie di provvedimenti che misero pressoché immediatamente in crisi il modello di “cattura” della borsa da parte della banca mista, secondo una prassi ammessa dalla normativa del 1913 ma deformatasi dopo la guerra. Il rapido deterioramento del rapporto di cambio sollecitò le autorità monetarie a contenere la massa monetaria e a premere sulle banche che dovettero perciò ridurre le proprie esposizioni (in particolare i riporti che si contrassero con un lieve anticipo rispetto ai corsi di borsa). Oltre alla netta caduta dei corsi, destinata a pesare sui valori posti all'attivo delle banche che dovettero sempre più trasformare i crediti incagliati o i titoli non collocati in *equity*, si registrò un deterioramento funzionale dei mercati primario ma soprattutto secondario. Nella seconda metà del decennio tale processo degenerò gravemente in una “fratellanza siamese” tra le maggiori banche miste e le grandi imprese industriali affidate e ora sempre più partecipate (Mattioli, 1962), sino a che non fu necessario intervenire con le operazioni di smobilizzo e salvataggio condotte dall'Istituto

per la Ricostruzione Industriale (Iri) sotto la regia di Alberto Beneduce (Toniolo, 1978 e 1993; Bonelli, 1984 e 1985; Confalonieri, 1994). La competizione tra i due modelli, fino allora latente per l'allentamento dei vincoli esterni, divenne aperta e diretta con i provvedimenti presi da De Stefani e con la politica monetaria restrittiva che seguì sino alla decisione dell'agosto 1926 di stabilizzare la lira contro la sterlina a quota novanta. La normativa emanata da De Stefani separò la borsa dalle banche, che ne uscirono di fatto, affidando le contrattazioni e gli scambi agli agenti di cambio, il cui *status* veniva assimilato a quello di pubblici ufficiali e il cui numero diveniva chiuso. L'impianto liberista della precedente legge veniva modificato e la regolazione veniva irrigidita da una normativa di segno differente che moltiplicava vincoli e restrizioni, impediva qualsiasi forma di integrazione tra intermediari e mercati. La competizione tra i modelli, nonostante alcuni provvedimenti fiscali favorevoli presi dal nuovo ministro delle Finanze Giuseppe Volpi, fu ulteriormente acuita dai provvedimenti che rafforzavano le funzioni di controllo della circolazione assegnate alla Banca d'Italia con la legge sull'unicità dell'emissione del maggio 1926, con la quale si posero le condizioni per quota novanta (Cotula e Spaventa, 1993; Nardozi e Piluso, 2010). La politica monetaria restrittiva di quota novanta costrinse le banche, di fronte a un mercato azionario secondario sempre meno liquido e tonico, a estendere la conversione dei crediti in sofferenza in partecipazioni azionarie esponendole in alto

grado, come osserva Gianni Toniolo, agli *shock* che avrebbero colpito l'economia internazionale e italiana dalla seconda metà del 1929 (Toniolo, 1993).

### 4.3 Il modello Beneduce alla prova: adattamento e degenerazione (1934-1975)

La crisi internazionale dei primi anni Trenta fece precipitare le grandi banche miste in uno stato di grave crisi, immobilizzandone gli attivi con il rischio di coinvolgere, in ultima istanza, la stessa Banca d'Italia (Toniolo, 1978). Le operazioni di salvataggio delle tre banche miste, sotto la direzione di Beneduce, fecero emergere, tra l'ottobre 1931 e il marzo 1934, “un disegno coerente di ristrutturazione finanziaria e industriale del paese”, imperniato sulla separazione tra banca e industria, sulla specializzazione funzionale del credito, per scadenze temporali omogenee, tra banche commerciali e istituti di credito speciale, sulla pubblicizzazione di fatto di larga parte del sistema bancario italiano (Toniolo, 1993). Quel disegno di riassetto finanziario riprendeva l'idea che lo stesso Beneduce aveva seguito negli anni Venti nella creazione dei primi istituti di credito speciale (Icipi, Crediop, Istituto di Credito Navale). Le stesse operazioni di salvataggio transitarono per la costituzione di un istituto di credito speciale di diritto pubblico, l'Istituto Mobiliare Italiano (Imi), che avrebbe dovuto finanziare le imprese a lungo termine mediante l'emissione di obbligazioni, secondo uno schema che sarebbe

stato robustamente sviluppato a partire dalla ricostruzione postbellica (Lombardo e Zamagni, 2009). Il finanziamento a lungo termine delle grandi opere infrastrutturali e delle imprese dei settori *capital intensive* richiedeva il raccordo del risparmio con gli investimenti in condizioni di particolare tutela, ovvero mediante un circuito obbligazionario parapubblico alternativo al modello incentrato sull'integrazione tra banca mista e mercato azionario tratteggiato in età giolittiana da Joel della Banca Commerciale (Bonelli, 1985; De Cecco, 1997; Piluso, 1999). Con il nuovo ordinamento sancito dalla legge bancaria del 1936, un ordinamento di impianto dirigista, si rinunciò a recuperare quel potenziale di sviluppo che il mercato azionario aveva manifestato di possedere prima della crisi del 1907 e, ancora, aveva dimostrato di avere in relazione alla fisiologia operativa della banca universale durante gli anni Venti (Onado, 2003; Piluso, 2010). Dopo la seconda guerra mondiale l'ordinamento della legge bancaria del 1936 fu assegnato all'efficace e autorevole regia di uno dei suoi estensori, Donato Menichella, quale governatore della Banca d'Italia dal 1948 al 1960 (Cotula, 1999). Durante il governatorato Menichella tenne ben fermo il principio che la crescita dovesse essere finanziata in condizioni di stabilità macroeconomica, al di fuori di dinamiche inflazionistiche. Nel dopoguerra l'adattamento del sistema finanziario, il cui ordinamento era stato concepito per ridurne l'esposizione a *shock* esogeni e in un'economia

tendenzialmente chiusa, alle necessità dell'economia e delle imprese in un quadro di apertura e integrazione nei mercati internazionali non escluse, in linea di principio, che il mercato azionario potesse essere un canale di provvista di fondi per il settore privato. Nonostante la legge bancaria ignorasse la borsa, Menichella seguì con favore i tentativi di riforma della borsa, ancora ferma alla normativa del 1913, e sostenne attivamente le fasi espansive del mercato attraverso le autorizzazioni alle emissioni di azioni e obbligazioni, purché la raccolta di mezzi per la crescita delle imprese non fosse in contrasto con la politica monetaria perseguita, incentrata sull'obiettivo fondamentale della stabilità macroeconomica, interna ed esterna (Menichella, 1997; Fratianni e Spinelli, 1997; Cotula, 1999; Conte, 2008). Nonostante una fase espansiva dei corsi e dei volumi trattati negli anni Cinquanta, grazie anche ai buoni rendimenti azionari (Barca, 1997), la borsa perse di fatto la capacità di rappresentare le imprese italiane, fissandosi la composizione del listino al quadro settoriale precedente il miracolo "economico", rimanendo tenue l'aumento del numero delle società quotate e contenuta la capitalizzazione azionaria (Barbiellini Amidei e Impenna, 1997). Che il mercato di borsa continuasse a essere regolato dalla farraginoso normativa sovrappostasi alla legge del 1913, come osservò la Commissione economica dell'Assemblea Costituente, non favoriva certo un incremento dell'efficienza e della trasparenza delle negoziazioni,

che rimanevano ancora in larga misura segnate da manipolazioni dei corsi che penalizzavano i risparmiatori che accedevano agli investimenti in azioni. Il primo tentativo di riformare con un disegno regolamentare complessivo la normativa, intrapreso nel 1948 con la creazione di una apposita commissione ministeriale, naufragò nei primi anni Cinquanta per un contrasto tra le banche e gli agenti di cambio. Né le proposte avanzate dai primi anni Sessanta di introdurre i fondi comuni e le azioni privilegiate trovarono riscontro nell'azione del legislatore. La regolazione dei mercati finanziari fu piuttosto affidata alla prassi delle autorizzazioni alle emissioni da parte della Banca d'Italia e alla legislazione fiscale tendenzialmente punitiva, come fu la legge Tremelloni del gennaio 1956 che introduceva un dispositivo di *enforcement* della nominatività dei titoli al fine di recuperare un imponente che tendeva a sottrarsi alla tassazione. La legge Tremelloni fece crollare l'entità dei riporti e delle operazioni a termine, con effetti immediatamente negativi sulla funzionalità del mercato azionario secondario. L'adozione della cedolare secca nel 1963 non fu di per sé sufficiente a invertire la tendenza negativa prodottasi all'apertura del decennio, restituendo tono e volume a un mercato azionario che registrava negativamente la contemporanea nazionalizzazione dell'industria elettrica e la manovra monetaria restrittiva di quell'anno (Nardozzi e Piluso, 2010). La normativa fiscale non

solo indicava la preferenza per obiettivi di natura fiscale presso il legislatore, ma, più in generale, era segno della sostanziale mancanza di favore politico verso il mercato azionario come strumento allocativo. Le politiche economiche della seconda metà del decennio, quelle dell'intervento pubblico straordinario inaugurate con il Piano Vanoni del 1957, tesero piuttosto a rafforzare il circuito delle obbligazioni degli enti pubblici e degli istituti di credito speciale. Nella fase ascendente dell'economia italiana la domanda di fondi da parte del settore privato venne del resto soddisfatta altrimenti. Negli anni Cinquanta il finanziamento della crescita delle imprese italiane fu, in effetti, sostanzialmente affidato all'allentamento dei vincoli di liquidità derivante dai soddisfacenti margini di profitto connessi all'espansione delle esportazioni e della domanda interna (Boltho, 1996; Rossi e Toniolo, 1996). Né le banche impressero un impulso verso le imprese

minimamente analogo a quello che le banche miste dell'età giolittiana avevano dispiegato a promozione degli investimenti e della crescita (Gigliobianco, Piluso e Toniolo, 1999).

La stessa stabilizzazione della lira e del debito pubblico operata da Luigi Einaudi quale governatore della Banca d'Italia produsse un efficace e rapido contenimento della massa del debito liberando risorse per le imprese.

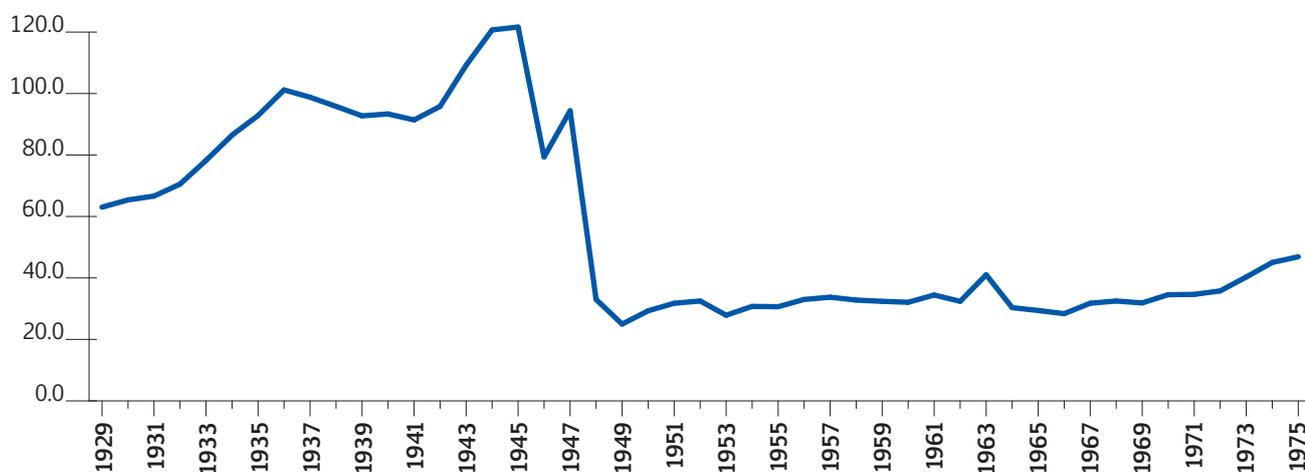
La dinamica del debito, dopo lo *shock* finanziario della guerra che era tuttavia iniziato con la guerra in Etiopia, descrive il rapporto tra debito e prodotto aggregato in termini estremamente positivi.

La crescita degli anni Cinquanta e Sessanta, in assenza di incrementi di spesa sostanziali, consentì di mantenere il debito pubblico sotto controllo, a livelli stabilmente inferiori al 35 per cento del reddito, con un'unica eccezione, sino allo *shock* petrolifero del 1973 (Artoni e Biancini, 2003; Ricciuti, 2008) (si veda la Figura 4.4).

L'abbattimento del debito pubblico favorì anzi una stagione di cattura del mercato primario da parte delle imprese quotate maggiori, pubbliche e private, che dal 1948 al 1961 vi collocarono a più riprese imponenti emissioni di azioni e obbligazioni drenando una quota consistente di risparmio e limitando l'ingresso in borsa ai nuovi soggetti che emergevano negli anni del miracolo (Onado, 2003). L'irrigidimento del listino delle società quotate in una fase pur positiva di crescita del mercato azionario, ma non di sviluppo funzionale, fu aggravato dalla nazionalizzazione dell'industria elettrica.

La nazionalizzazione, anche per le modalità prescelte su pressione del governatore della Banca d'Italia Guido Carli (Carli, 1977), non modificò una tendenza alla stagnazione del listino chiaramente delineatasi nei precedenti decenni, ma semplicemente accelerò un processo di deterioramento funzionale del mercato azionario

Figura 4.4 **Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo in Italia, 1929-1975**



Fonte: Fratianni e Spinelli, 1997; Artoni e Biancini, 2003.

Tavola 4.2 **Variazione della volatilità del listino delle società quotate alla Borsa di Milano, 1897-2009**

anni	iscritte	cancellate
1897-2009	9.827	6.804
1897-1913	11.938	4.566
1914-1936	5.646	9.946
1936-1980	3.159	2.704
1936-1992	6.730	2.987
1993-2009	12.595	4.115

Fonte: elaborazione da Mediobanca, 2009, tab. X (cfr. Nardozzi e Piluso, 2010).

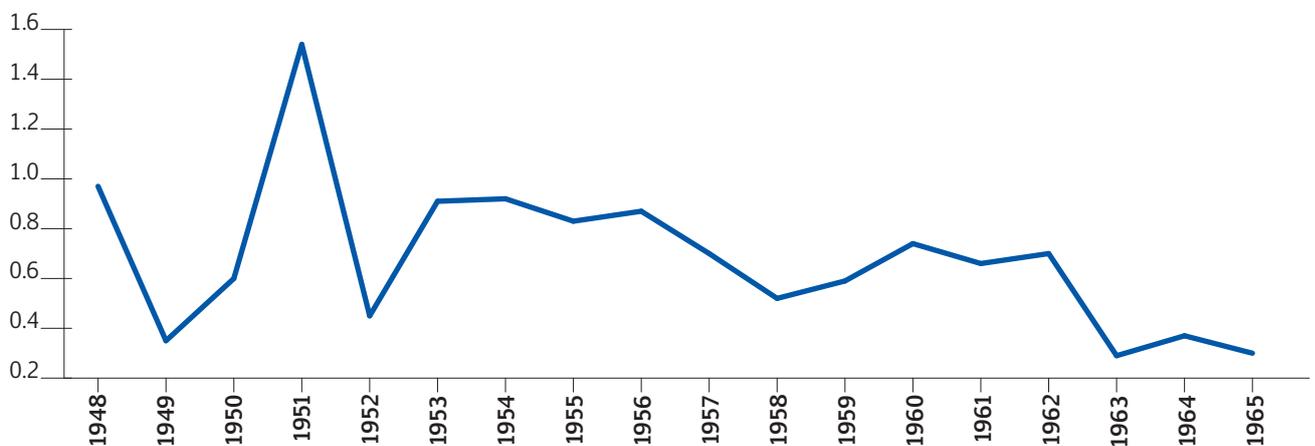
che persistette, aggravandosi, sino ai primi anni Ottanta (Nardozzi e Piluso, 2010) (si veda la Tavola 4.2).

La perdita di funzionalità del mercato di borsa si evidenzia anche nella progressiva sostituzione, in atto sin dalla metà degli anni Cinquanta, della componente azionaria con quella obbligazionaria, con la quale non si finanziavano a lungo termine solo le imprese maggiori, ma anche, e in misura crescente dalla fine di quel decennio, gli investimenti degli enti pubblici (Iri

e Eni) e gli istituti di credito speciale (si veda la Figura 4.5). Se l'assottigliamento relativo del listino seguito alla nazionalizzazione dell'industria elettrica, e favorito dai provvedimenti fiscali a favore di fusioni e incorporazioni, non modificò significativamente la rappresentatività, alquanto ridotta, del mercato di borsa, l'impatto sul mercato primario fu notevole. La quota degli aumenti di capitale collocati in borsa si contrasse nettamente con la svolta dei primi anni Sessanta, in linea con il

vizioso rallentamento negli investimenti che si profilò in quello stesso periodo. Nonostante lo scarso spessore e l'altalenante grado di liquidità del mercato secondario, la borsa italiana aveva fino a quel momento offerto discrete opportunità di provvista di capitale di rischio per le poche grandi imprese quotate, che erano riuscite a drenare risparmio pur a discapito delle imprese nuove del miracolo. Con la svolta del 1963 il mercato primario cessò pressoché completamente di essere un canale di raccolta

Figura 4.5 **Il rapporto tra azioni e obbligazioni emesse, 1948-1965**



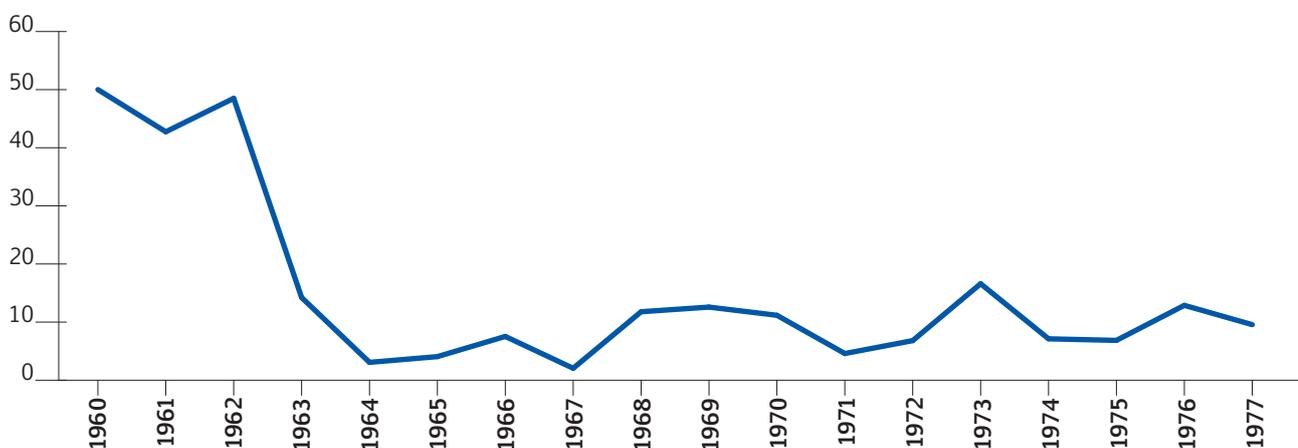
Fonte: Aleotti, 1989; Nardozzi e Piluso, 2010.

di capitali per oltre quindici anni, mentre la componente obbligazionaria corrispondente con gli enti pubblici e gli istituti di credito speciale si sostituiva alla componente azionaria (De Bonis, 2006; Conti, Della Torre, Quennouëlle-Corre e Schisani, 2009) (si veda la Figura 4.6). La dilatazione del circuito obbligazionario in alternativa al mercato azionario secondo il “sistema Beneduce” fu tuttavia accompagnata da scelte di politica economica e regolazione che sottrassero coerenza a quel modello, originariamente inteso a garantire la continuità agli investimenti in condizioni di stabilità macroeconomica ma anche nel rispetto di una selezione rigorosa delle imprese e dei progetti. La creazione dei mediocrediti regionali e la moltiplicazione e diffusione del credito agevolato dai primi anni Cinquanta incise sulla complessiva coerenza del modello con gravi effetti sulla sua efficacia allocativa, deterioratasi verosimilmente sin dai primi anni Sessanta (Confalonieri,

1965; Gigliobianco, Piluso e Toniolo, 1999). La relativa stabilità dei prezzi, l’equilibrio dei conti con l’estero e la stessa tenuta del rapporto di cambio non agirono da freno in quel processo di deterioramento dell’architettura istituzionale che pure aveva mostrato discrete doti di adattamento negli anni Cinquanta sotto la guida di Menichella. Le decisioni di politica economica, intonate a un’estensione della sfera di intervento dello Stato, influirono sulle scelte e sugli stessi comportamenti della Banca d’Italia nei quindici anni in cui ne fu governatore Carli (Fratianni e Spinelli, 1997; Gigliobianco, 2006). La nazionalizzazione dell’industria elettrica e la politica della programmazione imposero una torsione al sistema finanziario sollecitando le autorità centrali ad adottare schemi di politica monetaria che differivano da quelli che ne avevano orientato l’azione sino agli ultimi anni di governatorato di Menichella (Conte, 2008). La programmazione economica richiese che intermediari

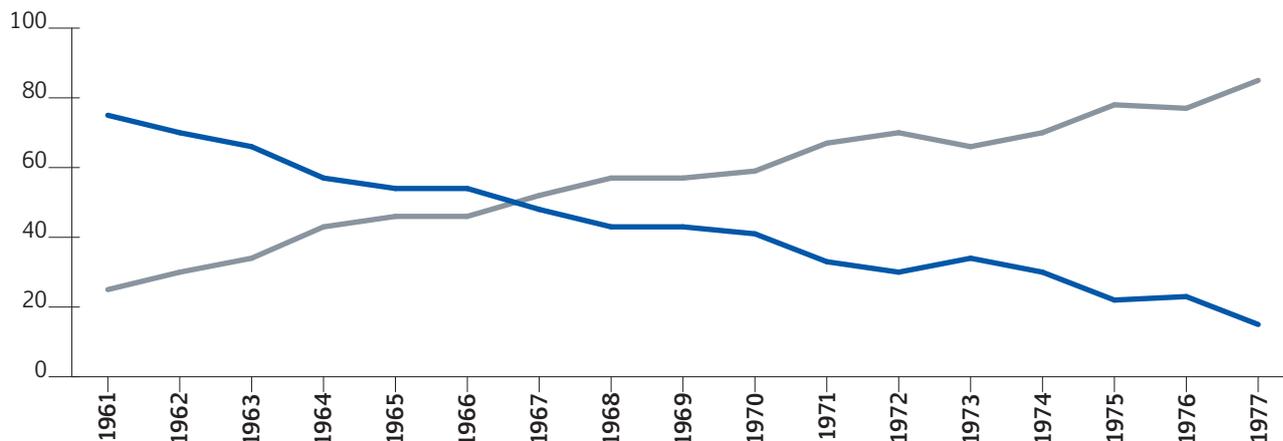
e mercati finanziari venissero piegati alle esigenze delle politiche di riequilibrio territoriale e settoriale (Carli, 1993; Polsi, 2001; Lavista, 2009). La Banca d’Italia si adattò a quella stagione, arrivando lo stesso Carli a enunciare e spiegare le scelte di politica monetaria prese negli anni del proprio governatorato entro un quadro istituzionale affatto peculiare: “la Banca [d’Italia] – avrebbe affermato alla fine del proprio mandato – facendo affluire risorse al Tesoro e ai settori indicati dal sistema politico ha

Figura 4.6 **Quota degli aumenti di capitale collocati in borsa, 1960-1977**



Fonte: Aleotti, 1989, p. 168, tab. 14, e p. 181, tab. 3.

Figura 4.7 **Quota delle azioni e dei titoli a reddito fisso sul totale dei valori mobiliari, 1961-1977**



Fonte: Banca d'Italia, *ad annos*.

svolto un ruolo tipico del sistema fiscale, che il sistema fiscale non riusciva a svolgere” (Carli, 1977). La politica dei redditi inaugurata da Carli nei primi anni sessanta aveva la funzione di sostenere le capacità di autofinanziamento delle imprese, in particolare private, mediante il ricorso a una politica monetaria espansiva, anche a tassi reali negativi (Conte, 2008). Dopo la stretta del 1963 la politica espansiva fu perseguita pressoché costantemente, anche intervenendo sul mercato obbligazionario con la stabilizzazione dei tassi e delle aspettative consentendo progressivamente alle banche di travasare le risorse raccolte in eccesso, in forza della normativa fiscale di favore che spostò il risparmio delle famiglie verso i depositi bancari, a favore delle obbligazioni. La determinante ultima della crisi della borsa fu, in effetti, la disintermediazione del mercato azionario a sostegno del debito connesso alla programmazione, l'estensione della raccolta di risparmio da parte dello Stato e il finanziamento pubblico che si

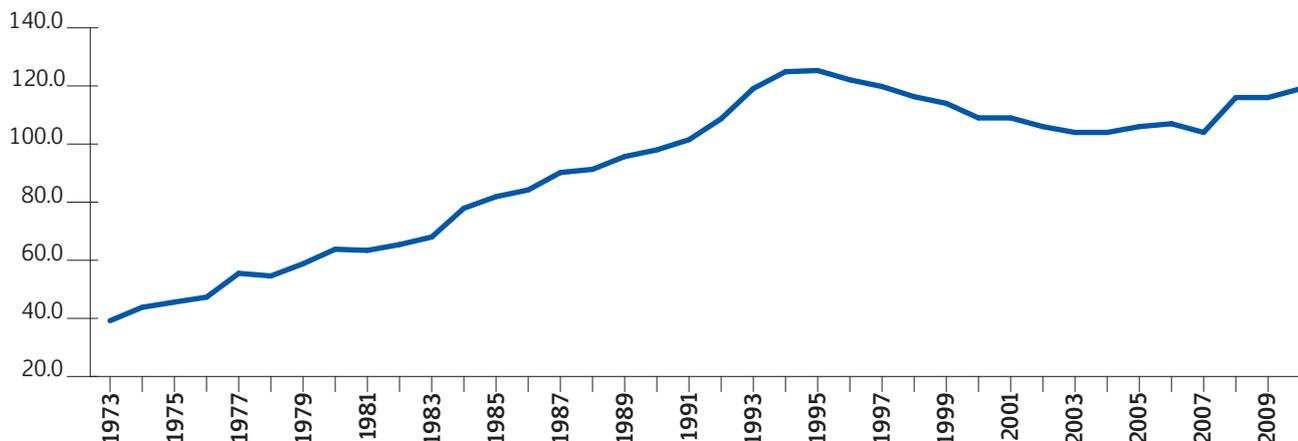
resse, in misura crescente dalla fine degli anni Sessanta, sulla doppia intermediazione, quale tentativo estremo esperito da Carli per mantenere condizioni minime permissive del finanziamento delle imprese, in presenza di un profondo e rapido deterioramento della loro struttura finanziaria (Nardozi, 1979 e 1983; De Bonis, 2006; Ciocca, 2008; Conte e Piluso, 2010; Nardozi e Piluso, 2010) (si veda la Figura 4.7). La dilatazione dei *soft loans*, la doppia intermediazione, la perdita di autonomia della politica monetaria, la disintermediazione del mercato azionario introdussero meccanismi altamente inflativi, concorsero, insieme ai pluri affidamenti, a ridurre robustamente la qualità dei processi di valutazione del merito di credito e selezione delle imprese, a indebolire le capacità competitive delle imprese italiane (Piluso, 1999). La grave perdita di efficienza allocativa della struttura finanziaria posero in difficoltà estreme il sistema economico quando gli *shock* macroeconomici

esterni si abatterono con forza nei primi anni Settanta, incrinandone la tenuta complessiva per l'effetto congiunto della variazione dei prezzi relativi e della discontinuità nei regimi tecnologici cui le imprese italiane si adattarono a fatica, non adeguando sufficientemente le proprie capacità innovative e competitive anche come conseguenza della cattiva selezione operata dagli intermediari catturati dalle necessità di finanziamento del debito dell'area pubblica.

#### 4.4 **Le riforme del sistema: autonomia della politica monetaria e sviluppo dei mercati (1975-2011)**

La reazione all'alta inflazione degli anni Settanta si precisò con il cambio di paradigma della politica monetaria rappresentato dalla decisione di Paul Volcker della Fed statunitense di stabilizzare i prezzi mediante scelte restrittive (Ciocca e Nardozi, 1993). Quel mutamento di prospettive nelle

Figura 4.8 **Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo in Italia, 1973-2010**



Fonte: Fratianni e Spinelli, 1997; Banca d'Italia, *ad annos*.

autorità di politica monetaria italiane fu preceduto dall'esplicitazione della diversa visione che Paolo Baffi affermò, divenuto governatore dopo le dimissioni di Carli, nel 1975. Si mise in moto un processo che, per gradi, avrebbe portato all'affermazione del principio di autonomia della banca centrale dai governi e dalle imprese, favorendo la formazione di un mercato finanziario compatibile con l'obiettivo di conseguire la stabilità dei prezzi e dei rapporti di cambio (Conte, 2008). La creazione di un mercato monetario funzionalmente efficiente, in un sistema di alta variabilità dei tassi di interesse, fu perseguita come condizione necessaria per ottenere un'adeguata flessibilità sia per la banca centrale sia per il sistema bancario, così da evitare che temporanee tensioni sulla liquidità si ripercuotessero sull'intera struttura dei tassi (Onado, 2003). L'adesione dell'Italia al Sistema monetario europeo (Sme) nel 1979 venne intesa proprio come "l'impegno a raggiungere in tempi

brevi un grado di stabilità monetaria corrispondente a quello medio della Comunità di paesi di cui siamo parte: [...] esso invest[iva] la finanza pubblica, la produttività, i salari, i prezzi" (Banca d'Italia, 1978). Le scelte della Banca d'Italia di Baffi, in altre parole, rispondevano a un progetto di ridurre il peso dello Stato nel sistema finanziario per sviluppare un efficiente e ampio mercato dei capitali coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi (Nardozi, 1983). La riaffermazione dell'autonomia della politica monetaria, secondo un modulo accantonato negli anni del governatorato di Carli, si sovrappose tuttavia a una dinamica marcatamente espansiva dello *stock* del debito pubblico, la cui straordinaria dilatazione avrebbe prodotto effetti di lungo periodo sul mercato finanziario e sulle scelte delle autorità di politica economica. L'emulazione del modello di *welfare* pubblico innescò, in presenza di una minore crescita del reddito e a tassi di interesse

reali elevati, alla straordinaria progressione della massa del debito (Biancini e Artoni, 2003) (si veda la Figura 4.8). La ridefinizione degli obiettivi della banca centrale avviata da Baffi e proseguita da Carlo Azeglio Ciampi, governatore della Banca d'Italia dal 1979 al 1993, intervenne anzitutto sull'obiettivo del rapporto di cambio con l'estero come strumento per la stabilizzazione dei prezzi interni, secondo uno schema non estraneo alla logica di Stringher, ma anche sulle relazioni tra l'istituto e il Tesoro (Nardozi, 2004). La logica che aveva guidato Carli, da lui esplicitata nel 1973 quando affermò che il rifiuto da parte della Banca d'Italia di finanziare il disavanzo del settore pubblico avrebbe avuto l'apparenza della politica monetaria ma la sostanza di un "atto sedizioso" (Banca d'Italia, 1973), fu rovesciata anche formalmente con il "divorzio" della banca centrale dal Tesoro siglato da Ciampi e dal ministro Beniamino Andreatta nel 1981, con cui si scioglieva l'istituto



dall'obbligo di rilevare i titoli pubblici non collocati nelle aste, cessando in tal modo di monetizzare i disavanzi e rafforzando la dinamica inflativa legata alla spesa pubblica per consumi. Il divorzio richiedeva che il mercato finanziario venisse convenientemente riformato e sviluppato, favorendo al tempo stesso l'avvicinamento delle famiglie agli investimenti in titoli. La creazione di un mercato finanziario fu perseguita dalla Banca d'Italia e dal Tesoro mediante il coinvolgimento prima degli investitori istituzionali e, infine, anche degli operatori non compresi tra gli intermediari finanziari (Ciocca, 1991 e 2000; Passacantando, 1996; Conte, 2008).

Il mutamento del contesto internazionale e le politiche di stabilizzazione, volte a favorire i processi di aggiustamento dei sistemi produttivi alle variazioni dei prezzi relativi, aprirono le porte alle politiche di deregolamentazione degli intermediari, sviluppo dei mercati finanziari e alle privatizzazioni dei primi anni Novanta. La convergenza dei modelli regolamentari tra i sistemi finanziari anglosassoni e quelli europei si iscrive nei processi di integrazione internazionale dei mercati dei beni e dei capitali. Ne è risultata una maggiore funzione dei mercati azionari e la loro crescita dimensionale in termini di capitalizzazione che ha segnato il *great reversal* degli ultimi due decenni (Rajan e Zingales, 2003). In Italia se dai primi anni Ottanta lo *stock* del debito pubblico è cresciuto eccezionalmente rispetto al reddito

aggregato, a livelli mai sperimentati in tempo di pace, la convergenza verso i modelli emergenti appare meno lineare, nonostante le riforme di sistema perseguite dalla Banca d'Italia secondo una logica graduale, sorretta dal recepimento delle direttive europee in materia di intermediari, sino alla riforma del sistema con il Testo unico del 1993. La riforma dell'ordinamento, con il ritorno della banca universale, fu integrata dalle privatizzazioni che ridussero drasticamente il perimetro dell'impresa pubblica rendendo possibile un aumento del numero delle società quotate (Aganin e Volpin, 2005; Barucci e Pierobon, 2007).

La lunga crisi del mercato azionario risentì positivamente delle riforme intraprese intorno dalla metà degli anni Settanta, toccando tuttavia il punto più basso in termini di capitalizzazione nei primi anni Ottanta. La persistenza di modesti livelli dimensionali e funzionali è stata ricondotta a una varietà di fattori, dalla cattiva regolazione dei mercati alla fiscalità inadeguata, dai rendimenti delle azioni alla scarsa tutela dei diritti degli azionisti di minoranza (Trento, 1993; Siciliano, 2001) e all'opacità delle strutture societarie (Aganin e Volpin, 2005), dalla trappola dimensionale alle inefficienze di un mercato privo di spessore, che alzano i costi e riducono le opportunità alla quotazione delle imprese (Pagano, 1989; Pagano, Panetta e Zingales, 1996; Pagano e Volpin, 2005). Di fronte al declino del mercato di borsa la reazione del legislatore fu, occorre osservare, alquanto lenta e incerta. Nel 1974 l'istituzione della

Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), dopo anni di infruttuosi tentativi di riforma del diritto societario e della borsa, apparve più l'esito di una positiva forzatura del ministro del Tesoro Ugo La Malfa che parte di un articolato e organico disegno di sviluppo del mercato, come per esempio fu la creazione della Cob in Francia nel 1967. La stagione delle riforme di sistema avviata dalla Banca d'Italia per stabilizzare i prezzi e riformare il sistema finanziario coincise positivamente, oltre che con la disintermediazione degli intermediari, con una fase di ripresa di tono e dimensione del mercato azionario italiano, in un contesto internazionale favorevole alla crescita delle borse. La svolta dei primi anni Novanta accelerò il riassetto del sistema mediante le privatizzazioni che offrirono un'occasione di irrobustimento del listino (Aganin e Volpin, 2005) e il recepimento delle direttive europee che ridefinirono i rapporti tra banche e imprese spingendo verso il modello di banca universale che era stato rimosso, almeno formalmente, dalla legge del 1936. Nel gennaio 1991 una legge riformava organicamente la borsa, ancora ferma ai decreti del 1913



e del 1925, concentrando le operazioni nei mercati regolamentati e riconoscendo i compiti di vigilanza per finalità alla Consob e alla Banca d'Italia. Le riforme trovarono sistemazione organica nei due testi unici del 1993 (Testo unico bancario) e del 1998 (Testo unico sulla finanza). Dai primi anni Novanta si è registrato un aumento della dimensione e dell'efficienza dei mercati finanziari. Con la fine del decennio il Tuf ha riammesso le banche alle negoziazioni di borsa, ponendo così le condizioni per un'integrazione tra mercati e intermediari, in un contesto progressivamente caratterizzato da una maggiore concorrenza internazionale tra società mercato, emittenti e intermediari.

La legislazione degli anni Novanta, interessando anche la disciplina degli emittenti nel loro rapporto con il mercato e il governo societario delle imprese quotate, pose le premesse positive per lo sviluppo del mercato finanziario, in particolare per la crescita della componente azionaria del mercato dei capitali. Dalla fine degli anni Novanta la Consob ha esteso e rafforzato la propria attività di regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario.

La contemporanea demutualizzazione dei mercati nel 1998, ossia la loro privatizzazione, e la loro concentrazione in Borsa Italiana, società mercato partecipata dalle maggiori banche italiane, furono un fattore della dinamica positiva di sviluppo e innalzamento dell'efficienza, nonostante l'allungamento graduale del listino non sia pervenuto, ancora oggi, alle dimensioni delle borse dei paesi di riferimento.

Le prospettive di integrazione di Borsa Italiana nel circuito europeo Euronext (Parigi, Amsterdam, Bruxelles), incoraggiate dalla Banca d'Italia e dall'allora ministro dell'Economia Tommaso Padoa-Schioppa, furono disattese dal *management* di Borsa Italiana, che dopo l'integrazione tra Euronext e il New York Stock Exchange (NYSE) non poté che optare per l'aggregazione con il gruppo London Stock Exchange (Lse) nel 2007. Ne sono derivati rischi concreti di marginalizzazione del mercato italiano, anche per effetto della uscita dalla proprietà di Borsa Italiana di una parte delle banche, rischi che sono stati evidenziati e criticati dalla stessa Consob nel 2008 e nel 2010 (Nardozi e Piluso, 2010).

## 4.5 Conclusioni

La nascita dello Stato unitario comportò il riconoscimento di una massa di debito pubblico il cui collocamento e il cui costo dipendeva essenzialmente dai mercati esteri, sollecitava gli istituti di emissione a regolare la liquidità in relazione alle necessità di finanziamento della spesa pubblica più che in ossequio alle regole dei regimi monetari a cui l'Italia, formalmente o anche solo di fatto, aderì nell'Ottocento. Quella duplice dipendenza, rafforzata dall'alta esposizione della nostra economia ai cicli internazionali, sottraeva margini di libertà alle autorità di politica economica. Alla fine di quel secolo si tentò, sostanzialmente con successo, di ridurre il grado di dipendenza del debito pubblico dai mercati esteri, agganciare saldamente la circolazione monetaria a meccanismi che ne garantissero la stabilità, stabilizzare così le aspettative all'interno e sui mercati internazionali, ridurre in ultimo il costo del denaro a favore degli investimenti e della crescita. La ridefinizione degli equilibri operata dalla Banca d'Italia di Stringher implicò, tuttavia, l'adozione di un modello che assumeva, insieme al principio che la politica monetaria dovesse mantenere una propria autonomia, che un altro vincolo macroeconomico, in regime di *gold standard*, prendesse il posto di quello precedente. Quel modello di politica economica entrò in diverse occasioni in competizione con un altro modello, quello della banca mista integrata con i mercati di borsa secondo

l'esempio tedesco. La breve stagione di crescita di dimensione, funzionalità e rappresentatività delle borse italiane si concluse con la crisi del 1907, quando il sistema internazionale fece valere tale vincolo macroeconomico imponendo una scelta regolamentare. Ne discese una dinamica evolutiva negli schemi di regolamentazione dei mercati di borsa che condizionò quasi l'intero Novecento. Tra il 1913 e il 1936 le scelte regolamentari premiarono, secondo un meccanismo tipicamente di *path dependence*, un ordinamento che favoriva gli intermediari e promuoveva la formazione di un circuito obbligazionario sostanzialmente pubblico, non considerava i vantaggi che potevano derivare dallo sviluppo del mercato. L'adattamento rigoroso di quel modello negli anni dell'alta crescita del secondo dopoguerra alle nuove condizioni di contesto ne mise in ombra le fragilità intrinseche. Le innovazioni incoerenti adottate negli anni Sessanta e Settanta, spostando pericolosamente l'asse dei finanziamenti delle imprese dal capitale di rischio verso il debito, moltiplicarono gli strumenti amministrativi e posero lo Stato al centro del sistema finanziario. Gli *shock* macroeconomici dei primi anni Settanta misero lentamente in moto le riforme, che solo con la ri-regolamentazione degli intermediari e le privatizzazioni dei primi anni Novanta si tradussero in una metamorfosi del sistema finanziario, in linea con le tendenze regolamentari europee e, più in generale, internazionali (Nardozi e Piluso, 2010). Come è

stato osservato, l'autorità pubblica – la Banca d'Italia e il Tesoro – è stato il soggetto che ha prodotto le principali innovazioni del mercato primario e secondario, quanto meno sotto il profilo tecnico, come ben esemplificato dalla creazione nel 1988 del Mercato dei Titoli di Stato (Mts), il mercato secondario telematico dei titoli di stato, quale elemento di eccellenza nella comparazione internazionale (Onado, 2003). Non è tuttavia chiaro, non essendosi prodotta un'integrazione tra banca universale e mercato, quali siano le effettive potenzialità che il sistema finanziario italiano potrebbe avere a sostegno di una crescita dell'economia che dai primi anni Novanta si rivela insoddisfacente.

## Bibliografia

- Aganin A. e Volpin P.**, 2005. *The History of Corporate Ownership in Italy, in A History of Corporate Governance around the world*, a cura di R. K. Mork, Chicago: Chicago University Press.
- Aleotti A.** (1989). *Borsa & Industria. Cento anni di rapporti difficili 1861-1989*, Milano: Espansione.
- Artoni R. e Biancini S.**, 2003. *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca e G. Toniolo, Roma-Bari: Laterza, vol. 3, pp. 269-380.
- Baia Curioni S.**, 1995. *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna: il Mulino.
- Baia Curioni S.**, 2000. *Modernizzazione e mercato: la Borsa di Milano nella nuova economia dell'età giolittiana (1888-1914)*, Milano: Egea.
- Banca d'Italia**, 1973. *Considerazioni finali all'Assemblea dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia*, Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia**, 1978. *Considerazioni finali all'Assemblea dei partecipanti al capitale della Banca d'Italia*, Roma: Banca d'Italia.
- Barbiellini Amidei F. e Impenna C.**, 1999. *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta, in Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, vol. III, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari: Laterza.
- Barca F.**, 1997. *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, a cura di Id., Roma: Donzelli.
- Barucci E. e Pierobon F.**, 2007. *Le privatizzazioni in Italia*, Roma: Carocci.
- Bava U.**, 1926. *I quattro maggiori istituti italiani di credito*, Genova: Valugani.
- Berta G.**, 1990. *Capitali in gioco*, Venezia: Marsilio.
- Biscaini Cotula A.M. e Ciocca P.**, 1978. *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna: il Mulino.
- Boltho A.**, 1996. *Convergence, competitiveness and the exchange rate*, in *Economic Growth in Europe Since 1945*, a cura di N. Crafts e G. Toniolo, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bonelli F.**, 1968. *Osservazioni e dati sul finanziamento dell'industria italiana all'inizio del secolo XX*, in *Annali della Fondazione Luigi Einaudi*, vol. II.
- Bonelli F.**, 1971. *La crisi del 1907*, Torino: Fondazione Luigi Einaudi.
- Bonelli F.**, 1984. *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma: Edindustria.
- Bonelli F.**, 1985. *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma: Edindustria.
- Bruni E.**, 1915. *Il debito pubblico italiano*, Milano: Hoepli.
- Carli G.**, 1977. *Intervista sul capitalismo italiano*, a cura di E. Scalfari, Bari: Laterza.
- Carli G.**, 1993. *Cinquant'anni di vita italiana*, Roma-Bari: Laterza.
- Cassis Y.**, 2006. *Capitals of capital: A History of international financial centres, 1780-2005*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Ciocca P.**, 1987. *L'instabilità dell'economia*, Torino: Einaudi.
- Ciocca P.**, 1991. *Banca, finanza, mercato*, Torino: Einaudi.
- Ciocca P.**, 2000. *La nuova finanza in Italia*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciocca P.**, 2007. *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciocca P.**, 2008. *L'istituzione e l'uomo: Guido Carli a via Nazionale*, in *Guido Carli governatore della Banca d'Italia*, a cura di Id., Torino: Bollati Boringhieri.
- Ciocca P. e Nardozzi G.**, 1993. *L'alto prezzo del denaro*, Roma-Bari: Laterza.
- Confalonieri A.**, 1965. *Credito ordinario e medio termine: considerazioni sull'esperienza italiana*, «Bancaria», anno X, n. 7, pp. 783-797.
- Confalonieri A.**, 1975. *Banca e industria in Italia, 1894-1906*, Bologna: il Mulino, 3 voll.
- Confalonieri A.**, 1982. *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto del 1914*, Milano: Banca Commerciale Italiana, 2 voll.
- Confalonieri A.**, 1994. *Banche miste e grande industria in Italia, 1914-1933*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 2 voll.
- Confalonieri A. e Gatti E.**, 1986. *La politica del debito pubblico in Italia*, vol. II, Bari: Cariplo-Laterza.
- Conte L.**, 2008. *L'azione della Banca d'Italia (1948-93)*, in *Storia d'Italia*, Annali, 23, La banca, Torino: Einaudi.
- Conte L. e Piluso G.**, 2010. *Financing the largest manufacturing firms: ownership, equity, and debt*, in *Forms of Enterprise in 20th Century Italy: Boundaries, Structures and Strategies*, a cura di A. Colli e M. Vasta, Cheltenham: Elgar.
- Conte L., Toniolo G. e Vecchi G.**, 2003. *Monetary Union, Institutions and Financial Market Integration: Italy, 1862-1905*, "Explorations in Economic History", vol. 40, 4, pp. 443-461.
- Conti G.**, 1999. *Le banche e il finanziamento industriale*, in *Storia d'Italia*, Annali, 15, *L'industria*, a cura di F. Amatori, D. Bigazzi, R. Giannetti e L. Segreto, Torino: Einaudi.
- Conti G., Della Torre G., Quenouëlle-Corre L., Schisani M.C.**, 2009. *I mercati finanziari dal 1945 ad oggi*, in *Credito e Nazione in Francia e in Italia (XIX-XX secolo)*, a cura di Conti, G., Feiertag, O. e Scatamacchia, R., Pisa: Plus.
- Cotula F. e Spaventa S.** (a cura di), 1993. *La politica monetaria tra le due guerre, 1919-1935*, Roma-Bari, Laterza.
- Da Pozzo M. e Felloni G.**, 1964. *La Borsa valori di Genova nel secolo XIX*, Torino: Ilte.
- De Bonis R.**, 2006. *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Roma: Banca d'Italia.
- De Cecco M.**, 1990. *Introduzione*, in *La Banca d'Italia e il sistema finanziario internazionale*, a cura di Id., Roma-Bari: Laterza.
- De Cecco M.**, 1997. *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, in *Storia del capitalismo in italiano dal dopoguerra a oggi*, a cura di F. Barca, Roma: Donzelli.
- De Cecco M. e Ferri G.**, 1996. *Le banche d'affari in Italia*, Bologna: il Mulino.
- Fanno M.**, 1912. *Le banche e il mercato monetario*, Roma: Atheneum.
- Fenoaltea S.**, 2006. *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari: Laterza.
- Fohlin C.**, 2008. *Does Civil Law Tradition (or Universal Banking) Crowd out Securities Markets? Pre-World War I Germany as a Counter-Example*, in "Enterprise & Society", vol. 8, pp. 6002-641.
- Fohlin C. e Reinhold S.**, 2010. *Common Stock Returns in the pre-WWI Berlin Stock Exchange*, in "Cliometrica", vol. 4, pp. 75-96.
- Francesca M. e Pace A.**, 2008. *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Roma: Banca d'Italia, "Questioni di Economia e Finanza", occasional paper, n. 31.
- Franzinelli M. e Magnani M.**, 2009. *Beneduce. Il finanziere di Mussolini*, Milano: Mondadori.
- Fratiani M. e Spinelli F.**, 1997. *A Monetary History of Italy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Fratiani M. e Spinelli F.**, 2001. *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, in "Explorations in Economic History", vol. 38, 2, pp. 252-272.
- Gehring T. e Fohlin C.**, 2006. *Trading Costs in Early Securities Markets: the case of the Berlin Stock Exchange*, in "Review of Finance", vol. 10, pp. 587-612.
- Gigliobianco A.**, 2006. *Via Nazionale. Banca d'Italia e classe dirigente. Cento anni di storia*, Roma: Donzelli.
- Gigliobianco A., Piluso G. e Toniolo G.**, 1999. *Il rapporto banca-impresa negli anni cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, vol. III, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari: Laterza.
- Lombardo G. e Zamagni V.**, 2009. *L'Istituto Mobiliare Italiano: 1931-1998*, Bologna: il Mulino.
- Mattioli R.**, 1962. *I problemi attuali del credito*, in "Mondo economico", n. 2.
- Menichella D.**, 1997. *Stabilità e sviluppo dell'economia italiana, 1946-1960*, a cura di F. Cotula, C. O. Gelsomino e A. Gigliobianco, Roma-Bari: Laterza.
- Michie R.**, 2006. *The Global Securities Market: a History*, Oxford: Oxford University Press.
- Nardozzi G.**, 1979. *Note sull'accumulazione di capitale e sulla politica della Banca d'Italia negli anni sessanta*, Milano: Unicopli.

- Nardozi G.**, 1983.  
*Tre sistemi creditizi. Banche ed economia in Francia, Germania, Italia*, Bologna: il Mulino.
- Nardozi G.**, 2004.  
*Il governorato di Carlo Azeglio Ciampi (1979-1993)*, in *Governare la moneta. La Banca d'Italia da Einaudi a Ciampi*, Firenze: Edizioni Polistampa.
- Nardozi G. e Piluso G.**, 2010.  
*Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari: Laterza.
- Onado M.**, 2003.  
*La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca e G. Toniolo, vol. 3, *Industrie, mercati, istituzioni*, t. 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari: Laterza.
- Pagano M.**, 1989.  
*Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility*, in "The Review of Economic Studies", vol. 56, n. 2.
- Pagano M., Panetta F. e Zingales L.**, 1996.  
*The Stock Market as a Source of Capital: Some Lessons from Initial Public Offerings in Italy*, in "Economic European Review", vol. 40, n. 3/4.
- Pagano M. e Volpin P.**, 2006.  
*Shareholder Protection*, in "Journal of the European Economic Association", vol. IV, n. 2-3, pp. 315-41.
- Passacantando F.**, 1996.  
*Building an Institutional Framework for Monetary Stability: the Case of Italy (1979-1994)*, in "Quarterly Review", pp. 83-132.
- Piluso G.**, 1999.  
*Gli istituti di credito speciale*, in *Storia d'Italia*, Annali, 15, *L'industria*, a cura di F. Amatori, D. Bigazzi, R. Giannetti e L. Segreto, Torino: Einaudi.
- Piluso G.**, 2010.  
*From the universal banking to the universal banking: A reappraisal*, in "Journal of Modern Italian Studies", a. 15, n. 1.
- Polsi A.**, 2001.  
*Stato e banca centrale in Italia. Governo della moneta e del sistema bancario dall'Ottocento a oggi*, Roma-Bari: Laterza.
- Richie R.**, 2006.  
*The Global Securities Market. A History*, Oxford: Oxford University Press.
- Rajan R. e Zingales L.**, 2003.  
*The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*, in "Journal of Financial Economics", vol. 69, n. 1, pp. 5-50.
- Ricciuti R.**, 2008.  
*The quest for a fiscal rule: Italy, 1861-1998*, in «Cliometrica», 2, pp. 259-278.
- Riva A.**, 2007.  
*Les bourses Italiennes à l'époque giolittienne: une analyse institutionnaliste de leur organisation (1894-1913)*, in "Entreprise et Histoire", n. 48.
- Rossi N. e Toniolo G.**, 1996.  
*Italy, in Economic Growth in Europe since 1945*, a cura di N. Crafts e G. Toniolo, Cambridge: Cambridge University Press.
- Siciliano G.**, 2001.  
*Cento anni di borsa in Italia. Mercato, imprese e rendimenti azionari nel ventesimo secolo*, Bologna: il Mulino.
- Stringher B.**, 1926.  
*Un quarto di secolo alla Banca d'Italia*, Roma: Tipografia della Banca d'Italia.
- Tattara G.**, 1993.  
*La persistenza dello squilibrio nei conti con l'estero dell'Italia negli anni trenta*, in *Ricerche per la storia della Banca d'Italia*, vol. III, *Finanza internazionale, vincolo esterno e cambi. 1919-1939*, Roma-Bari: Laterza.
- Toniolo G.**, 1978.  
*Crisi economica e smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-1934)*, in *Industria e banca nella grande crisi 1929-34*, a cura di Id., Milano: Etas.
- Toniolo G.**, 1993.  
*Il profilo economico*, in *La Banca d'Italia e il sistema bancario: 1919-1936*, a cura di G. Guarino e G. Toniolo, Roma-Bari: Laterza.
- Trento S.**, 1993.  
*Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, in "Temi di discussione", n. 196.
- Verdier D.**, 2002.  
*Moving Money. Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Volpi A.**, 2002.  
*Breve storia del mercato finanziario italiano. Dal 1861 a oggi*, Roma: Carocci.
- Zamagni V.**, 1998.  
*Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, in "Rivista di storia economica", n.s., vol. 14, n. \*, pp. 207-242.
- Warglien M.**, 1987.  
*Investimenti industriali e instabilità finanziaria in Italia 1878-1913*, in "Rivista di storia economica", n.s., vol. 4, n. 3., pp. 384-439.



# Conclusioni





# Conclusioni

Claudio Salini

I mercati finanziari svolgono un ruolo fondamentale nel permettere l'allocazione del risparmio dai settori tipicamente in *surplus* ai settori tipicamente in *deficit*. In un mondo caratterizzato da incertezza e da informazione non perfetta e non simmetrica, le società di gestione dei mercati cercano di assolvere al meglio il compito di fornire le infrastrutture in grado di favorire siffatta allocazione nello spazio e nel tempo. Quanto più efficiente è tale processo – soddisfacendo congiuntamente i bisogni di rischio/rendimento di famiglie e imprese – tanto più si crea valore, inducendo per questa via benefici effetti sull'economia reale. Il quadro che emerge da uno sguardo d'insieme sui 150 anni della borsa in Italia è quello di un mercato complessivamente marginale rispetto al sistema

finanziario e all'economia nel suo insieme.

In realtà, nonostante la borsa abbia in Italia un peso inferiore in confronto a quello delle maggiori piazze internazionali, da un'osservazione più attenta degli specifici aspetti micro-strutturali e dei diversi periodi storici risulta un quadro con tonalità chiaro-scure: lo sviluppo della borsa è stato comunque significativo e non sono mancati periodi in cui Piazza Affari ha assunto un ruolo di rilievo. Nel 1861 alla Borsa di Milano erano quotati i titoli azionari di due sole società, circa 100 a inizio Novecento. Non si è, tuttavia, mai riusciti a superare quota 300. Sia per il numero di società quotate che in termini di capitalizzazione il rapporto con gli altri Paesi non è lusinghiero. Ciò detto, e preso atto della percepita e, in taluni casi,

confermata “inadeguatezza” dello sviluppo della borsa, appare opportuno porsi alcune domande che, sul fronte micro-economico, aiutino a comprendere l’evoluzione del mercato borsistico in relazione alle esigenze degli utenti (società emittenti, investitori e intermediari). Senza voler esaurire il complesso delle domande cui è necessario provare a rispondere, tre appaiono le questioni sulle quali occorre soffermarsi. In primo luogo, gli utenti che hanno creduto nella borsa hanno ottenuto una legittima “soddisfazione” dalle scelte effettuate? Lo sviluppo nell’assetto organizzativo dei gestori della borsa e le informazioni al mercato hanno influito positivamente sul processo di formazione dei prezzi e, quindi, hanno contribuito ad aumentare la “qualità” dei segnali forniti al mercato che determinano le scelte d’investimento? Quali iniziative, normative e di vigilanza, occorre intraprendere per poter innescare un processo virtuoso di sviluppo del mercato di borsa in Italia, tale da supportare una corretta allocazione delle risorse in un contesto di adeguata protezione degli investitori? Una riflessione sui fattori che hanno rappresentato un vincolo allo sviluppo della borsa nonché il riconoscimento di importanti cambiamenti intervenuti negli ultimi anni rappresentano un punto di partenza importante per riconoscere “le occasioni perdute” e le “opportunità da cogliere”. Una prima analisi pone in evidenza come i flussi di capitale verso le società emittenti non abbiano raggiunto, salvo rare eccezioni e in alcuni specifici periodi, livelli di un certo rilievo. Nell’ultimo decennio, ad esempio, l’ammontare

complessivo dei dividendi distribuiti ha superato il flusso di finanziamenti forniti alle imprese. Più difficile appare trarre conclusioni sul grado di “soddisfazione” da parte degli investitori. Gli indici di rendimento evidenziano risultati completamente diversi in relazione alla base di partenza scelta. Anche su periodi d’investimento molto lunghi, per misurare la bontà della *performance*, il tempo di “entrata” e di “uscita” risulta essenziale. Se queste sono alcune delle indicazioni in termini di contributo “quantitativo” del mercato borsistico sotto forma di flusso di capitali agli emittenti e di rendimenti agli investitori, qualche riflessione merita il profilo del contributo “qualitativo” del mercato alle scelte d’investimento degli operatori. Occorre, in altre parole, capire se le informazioni fornite al mercato abbiano consentito agli investitori scelte consapevoli. Sotto il profilo dell’informativa societaria, solo a partire dal 1974 è stato previsto un regime specifico per le società che fanno ricorso alla borsa, differenziato rispetto alle informazioni che tutte le società devono fornire ai propri soci. Prima della legge 216/1974, infatti, la disciplina era focalizzata sull’esigenza di salvaguardare l’interesse dei soci e dei creditori, piuttosto che l’interesse generale del mercato. La legge, rispondendo alle carenze strutturali dell’informazione societaria di matrice codicistica in relazione ai soggetti che fanno ricorso al mercato azionario, ha avuto il pregio di spostare l’attenzione – sotto il profilo dei soggetti destinatari delle informazioni stesse – dai soci e creditori

al pubblico in generale. In verità, prima del 1974, il Comitato direttivo degli agenti di cambio di Milano si era attivato per identificare modalità di diffusione delle notizie che oggi chiamiamo *price sensitive*. Tuttavia, tale iniziativa è nata con ritardo e con minore incisività rispetto ad analoghe prese di posizione di altre borse. Malgrado le misure adottate, il nostro mercato appare caratterizzato da un ritardo culturale sul tema dei diritti degli azionisti di minoranza; a tale risultato ha contribuito la ben nota struttura societaria delle aziende quotate. Ancora oggi la maggioranza delle società quotate non è contendibile. Inoltre, il fenomeno dei gruppi quotati, presenti in borsa con più società controllate, alimenta i conflitti d'interesse non solo, come è ovvio, fra azionisti di minoranza e di maggioranza, ma anche fra gli stessi azionisti di minoranza di società appartenenti allo stesso gruppo. Questi fattori hanno costituito, e per certi versi rappresentano ancora, uno dei principali motivi dell'insufficiente sviluppo della borsa in Italia. A ben vedere, in materia si sono registrati alcuni sensibili miglioramenti sotto il profilo quantitativo (incremento del numero delle società contendibili, riduzione del numero e dell'entità delle cosiddette scatole cinesi) e qualitativo (normativa in materia di Opa e parti correlate). I miglioramenti, tuttavia, hanno seguito, più che anticipato, gli interventi effettuati in altri paesi. Un processo di adeguamento più tempestivo appare esservi stato solo per ciò che concerne

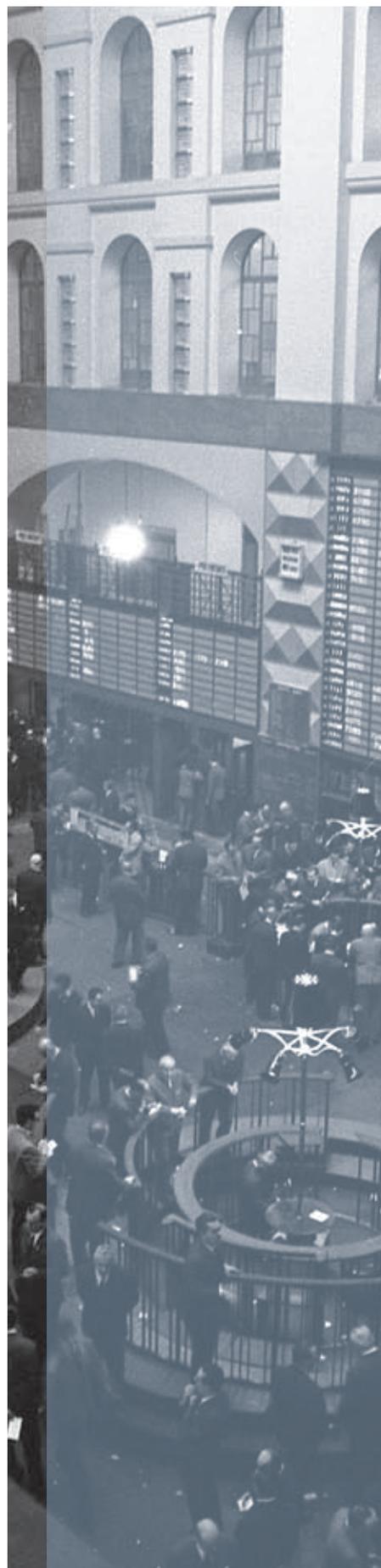
l'informativa diffusa al mercato da terzi (agenzie di *rating*, analisti). A ogni buon conto, si può certamente affermare che oggi la disciplina in Italia, soprattutto in tema di protezione dell'investitore, sia competitiva. In termini di micro-struttura del mercato, già a inizio Novecento, la borsa rappresentava il "luogo" deputato alla funzione di formazione del prezzo (il listino di borsa). Le contrattazioni, infatti, avvenivano, tramite asta "alle grida" (in precedenza avvenivano, sempre nei saloni di borsa, ma a "bassa voce", quindi in modo non competitivo). Non sembra esagerato affermare che le tematiche oggi all'attenzione di regolatori e operatori di mercato siano le stesse rispetto a quelle affrontate all'inizio del secolo scorso: esse ne rappresentano solo la naturale evoluzione. Si consideri il dibattito sul ruolo delle borse. Si è passati dalla discussione sulla centralità e la necessità del controllo pubblico in contrapposizione alle istanze localistiche delle dieci Borse alle analisi volte a comprendere se oggi la borsa possa essere ancora considerata un'istituzione "pubblica" ovvero mera infrastruttura nella quale avvengono le negoziazioni. Parimenti, il dibattito sui potenziali "privilegi" degli intermediari si è spostato dalle problematiche connesse alla "riserva di attività" degli agenti di cambio (introdotta con la legge del 1913, poi venuta meno con la legge 1991) al possibile ampliamento dell'accesso ai mercati di soggetti non regolamentati. Sull'attività speculativa, la discussione sulla liceità dei contratti a termine e, fra questi, dei contratti a premio,

è ora “spiazzata” dal tema del livello di regolamentazione cui sottoporre i nuovi strumenti finanziari derivati di natura sempre più complessa. In tema di frammentazione, si è passati dalle discussioni di inizio Novecento sul rapporto di concorrenza e complementarità fra le dieci Borse alle analisi del medesimo rapporto di concorrenza e di complementarità a livello internazionale. Vi è, oggi come allora, il problema della crescita del listino. Vi è, infine, al centro dell’attenzione, oggi come nel passato, il ruolo e il peso degli speculatori rispetto agli investitori di lungo termine, nel processo di formazione dei prezzi di mercato. L’evoluzione dei mercati (e delle sue forme organizzative) nonché dell’informativa societaria rappresenta, senza dubbio, un elemento che ha contribuito all’efficienza del processo di formazione dei prezzi. Le evoluzioni ancora in atto hanno, tuttavia, comportato, come era peraltro logico attendersi, un forte rafforzamento dell’investimento speculativo rispetto a quello basato su genuine aspettative di lungo termine. Lo sviluppo nell’organizzazione dei mercati, la presenza di una più puntuale informativa societaria nonché gli interventi delle autorità volti a limitare i “disturbi” informativi hanno prodotto un miglioramento sensibile della conoscenza reale, funzionale alla valutazione degli investimenti, dei titoli delle società quotate. In altre parole, i fattori appena citati hanno certamente contribuito a contenere il divario fra ciò che è il valore reale di un titolo e la valutazione da parte del mercato. Tuttavia, le

scelte d’investimento (e, quindi, i prezzi) continuano a essere determinate dalle aspettative sul valore stimato di un prodotto piuttosto che dal valore reale dei prodotti stessi. In altre parole, il miglioramento della base informativa ha sviluppato la ricerca del valore reale dell’investimento come un mezzo per “indovinare” la base di valutazione convenzionale futura e non come il “fine”. Ad esempio, si tende ad attribuire un’importanza sempre maggiore alla volatilità e alle fluttuazioni di breve periodo dei prezzi a seguito proprio del ruolo crescente delle componenti speculative. In questo contesto diventa sempre più difficile effettuare scelte anticonvenzionali in quanto, se sbagliate, sono più difficili da spiegare. In altre parole, altri e molteplici elementi di valutazione vengono presi in considerazione nelle scelte di investimento. L’obiettivo degli operatori resta tuttavia quello di anticipare il mercato. Lo sviluppo dell’*information technology* e della “telematizzazione” dei sistemi di negoziazione ha contribuito a tale evoluzione. Il peso della speculazione si è ulteriormente rafforzato, mentre l’orizzonte temporale dell’investimento speculativo si è significativamente ridotto. Un numero sempre maggiore di operazioni viene chiuso in archi temporali ridottissimi e, su un numero sempre crescente di titoli, le operazioni che vengono chiuse in giornata si avvicinano anche al 70%-80% del totale negoziato. L’evoluzione e lo sviluppo dell’*information technology* hanno creato nuove tipologie di operatori, tra questi gli *high frequency trader*.

L’attività dagli *high frequency trader* si caratterizza, infatti, per l’elevata frequenza di generazione degli ordini (con l’impiego di infrastrutture particolarmente performanti in termini di bassa latenza per la trasmissione di tali ordini ai mercati) e per strategie di arbitraggio nell’ambito di un orizzonte temporale molto ridotto e chiusura delle posizioni a fine giornata. Tale nuova tipologia di operatori contribuisce attivamente al processo di formazione dei prezzi. Per l’*high frequency trader* la ricerca del valore reale dello strumento finanziario non è funzionale all’operatività svolta. Le decisioni d’investimento appaiono del tutto indipendenti dal valore fondamentale delle azioni. L’effetto sul mercato è di tutta evidenza: i prezzi sono sempre più il risultato di un’attività svolta da operatori indifferenti al valore assoluto dei prezzi ufficiali di Borsa. L’operatività degli *high frequency trader* è di per sé lecita. Nella pratica delle negoziazioni ultra-veloci non sembra esserci nulla di fondamentalmente nuovo. Ciò nonostante le autorità monitorano attentamente il fenomeno anche attraverso l’analisi della sua significatività nei diversi mercati. L’impatto, infatti, è di norma rilevante e può comportare effetti negativi in termini di stabilità e di regolare processo di formazione dei prezzi. Allo stato, il fenomeno non è oggetto di specifica regolamentazione ma appaiono diverse le iniziative, a livello comunitario e internazionale, volte ad approfondirne l’impatto sui mercati e sugli investitori e, quindi, a valutare l’opportunità di una disciplina della materia.

È opinione comune che anche lo sviluppo dei nuovi fenomeni micro-strutturali, quali l'*high frequency trading*, sia il risultato della maggiore frammentazione degli scambi, in concomitanza con una più accesa competizione fra le stesse borse e fra queste e altri sistemi di negoziazione. Tale evoluzione è stata sicuramente favorita, oltre che dallo sviluppo tecnologico, dalla nuova normativa europea in materia. La frammentazione degli scambi rappresenta forse solo una fase di passaggio, in attesa di futuri processi di concentrazione fra *trading venue*. Molto dipenderà dagli interventi regolamentari che si deciderà di adottare, sia a livello comunitario sia internazionale. Non è venuto meno comunque il ruolo delle borse come mercati nei quali il processo di formazione dei prezzi ha principalmente luogo. In tale contesto, l'obiettivo dichiarato della direttiva 2004/39/CE (MiFID) di favorire la competizione sembra raggiunto. Qualche dubbio resta sul conseguimento del connesso obiettivo di riduzione dei costi per gli utenti. L'unico effetto al momento evidente risulta quello di un maggior peso della speculazione e dei nuovi operatori impegnati a svolgere con continuità un'attività di arbitraggio fra le varie piattaforme di negoziazione. In un mercato "concentrato" il patrimonio informativo tende a essere strutturalmente integrato e omogeneo. Allorché nuove piattaforme di negoziazione emergono, la situazione cambia. La frammentazione del mercato può minare la rappresentatività dei prezzi di borsa, che hanno tradizionalmente rappresentato





un punto di riferimento per l'esecuzione alle condizioni migliori, mettendo gli investitori nelle condizioni di non essere al corrente o non avere accesso alle informazioni in merito alle migliori opportunità di negoziazione disponibili.

La qualità dell'informazione diviene allora un elemento imprescindibile e strettamente legato agli sviluppi in materia di consolidamento delle informazioni.

L'altro importante effetto dell'evoluzione tecnologica è l'affermazione di società di gestione dei mercati a carattere privatistico sviluppatasi negli anni Novanta.

A tale proposito occorre domandarsi se e in che misura la natura *for-profit* delle borse (nonché la loro stessa quotazione) possa aver inciso (e tuttora incida) sull'interesse di queste ultime a curare le funzioni istituzionali di cui risultano assegnatarie (talvolta anche per legge). Occorre, in altre parole, domandarsi se le recenti operazioni di fusione/agggregazione, sicuramente volte al rafforzamento delle posizioni competitive e allo sfruttamento delle economie di scala e di scopo, non possano indurre un progressivo spostamento dell'interesse verso strategie profittevoli di breve periodo piuttosto che il perseguimento di obiettivi di sviluppo del mercato e del sistema in un'ottica di medio/lungo periodo.

Il processo di concentrazione/agggregazione appare un processo ineluttabile, che ha coinvolto e continua a coinvolgere le maggiori piazze finanziarie internazionali. Effetti positivi evidenti appaiono finora

emergere esclusivamente sotto il profilo industriale e commerciale. Per contro, bisogna constatare l'assenza di significativi benefici per gli utenti dei servizi offerti dai gestori dei mercati (intermediari, società emittenti e investitori). Certamente, per i gestori del mercato, le nuove categorie di operatori (quali gli *high frequency trader*) nonché le nuove funzionalità (quali lo *sponsored access* e la *co-location*) in grado di attrarre crescenti quote del flusso di ordini sulle piattaforme gestite rappresentano occasioni importanti per lo sviluppo. Occorre, tuttavia, tener presente i rischi che possono svilupparsi da una dipendenza commerciale sempre maggiore dalle esigenze di questi nuovi operatori. Occorre riconoscere il rischio di un conseguente progressivo allontanamento degli investitori "fondamentalisti" e di un minor interesse per la componente "istituzionale", identificata essenzialmente come fonte di costo anziché come "certificazione di qualità". Gli eventi verificatisi a Wall Street il 6 maggio 2010 rappresentano un esempio degli effetti della riduzione dei presidi predisposti dai gestori del mercato a salvaguardia del regolare svolgimento degli scambi. Peraltro, non bisogna sottovalutare il fatto che l'intermediario "tradizionale" sperimenta un allentamento del rapporto con la borsa, trovandosi a rivestire il ruolo di "cliente", la cui identificazione con il "sistema borsa" in generale e con la qualità dei prezzi in particolare risulta fortemente diminuita. La particolare situazione di congiuntura economica non consente di trarre indicazioni

univoche. Allo stato, non appare possibile un'analisi degli effetti sul sistema finanziario nel suo complesso, in presenza di scelte strategiche diverse da parte della borsa.

Che cosa occorre fare in futuro? Grande rilevanza assumono oggi le iniziative in grado di consentire uno sviluppo del nostro mercato borsistico e una corretta allocazione delle risorse, in un contesto di adeguata protezione degli investitori.

La regolamentazione appare sempre più vincolata dal processo di armonizzazione comunitario (e per certi versi internazionale). Ciò, se da un lato obbliga ad avere un ruolo sempre più attivo nell'attività di regolamentazione, dall'altro, in considerazione dell'importanza della regolamentazione quale fattore di sviluppo e di qualità del mercato borsistico, impone un atteggiamento attivo, in ambito nazionale, laddove la disciplina comunitaria consente margini di discrezionalità.

L'innovazione (in termini di prodotti, tecnologie e strategie di negoziazione) rappresenta un fattore fondamentale per lo sviluppo del mercato borsistico; è importante non creare vincoli. È evidente che il processo di innovazione in atto rende più difficile ai *regulator* l'identificazione *ex ante* del regime di regolamentazione più adeguato.

Una vigilanza in tempo reale può costituire un elemento importante per il corretto bilanciamento degli obiettivi sopra citati e diventare un fattore di prevenzione, piuttosto che di repressione degli abusi. In questa difficile fase congiunturale, è evidente che l'obiettivo primario della regolamentazione è quello di garantire la stabilità del sistema.

È, tuttavia, necessario che tale obiettivo non venga raggiunto a scapito della trasparenza e, conseguentemente, della tutela dell'investitore.

Rimane ferma l'importanza di individuare le misure in grado di incentivare le nuove quotazioni. È necessario, tuttavia, tener conto delle esperienze passate. Ogni qualvolta sono state prese iniziative in tal senso, il risultato non è mai stato quello sperato, in termini di numero e di qualità delle società quotate.

Le esperienze del "mercato ristretto" e del "nuovo mercato" ne sono un esempio. È forse ancora presto per formulare giudizi sull'AIM Italia, anche se i primi segnali non appaiono incoraggianti.

In tale quadro, l'autoregolamentazione può - in questo caso come in altri - svolgere un ruolo utile per la crescita del mercato borsistico e per la realizzazione di un contesto normativo attento alle esigenze degli utenti come degli investitori. Tuttavia, anche in questo caso, le esperienze passate evidenziano come l'industria, pur possedendo le conoscenze migliori per poter pervenire a scelte regolamentari appropriate, spesso non ha gli incentivi per farlo. Al momento, la Commissione ha istituito alcuni tavoli di lavoro volti all'analisi dei sistemi regolamentari e di vigilanza, al fine di operare una razionalizzazione della normativa e delle procedure. Tale lavoro viene portato avanti nella convinzione che un'analisi attenta e coscienziosa dei punti di forza e di debolezza della regolamentazione e della vigilanza in Italia possa innescare un processo virtuoso.





# Autori



## Autori

- Fulvio Coltorti** Responsabile dell'Area Studi Mediobanca, dove ha promosso ricerche sulle imprese e sui mercati finanziari. Ha associato il lavoro in Mediobanca all'attività di docente in varie Università, da ultimo nell'ateneo di Firenze dove tiene da molti anni un seminario sulle grandi e medie imprese nello sviluppo industriale italiano. Tra le sue pubblicazioni più recenti, *Cesare Beccaria* (2007, con G. Coltorti), *Grandi gruppi e informazione finanziaria nel Novecento* (2010), nonché numerosi saggi sui cambiamenti dell'industria nel dopoguerra e sulle imprese del cosiddetto «Quarto capitalismo».
- Piergaetano Marchetti** Professore di diritto commerciale all'Università Bocconi di Milano. Ha fatto parte della Commissione Draghi per la preparazione del Tuf e della Commissione Mirone per la preparazione della legge delega del Tuf. Autore di diversi contributi in materia di diritto industriale, della concorrenza, delle società e dei mercati finanziari. Fa parte della direzione della *Rivista delle società*. Notaio, attualmente presidente di RCS MediaGroup.
- Giandomenico Piluso** Insegna Storia economica all'Università di Siena e Business History all'Università Bocconi. Ha diretto la rivista "Imprese e storia" dal 1999 al 2010 ed è autore di numerosi saggi di storia della finanza e storia d'impresa. Tra i più recenti: *Mediobanca. Tra regole e mercato*, Milano, Egea, 2005, *Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari, Laterza, 2010 (con G. Nardozi); *From the universal banking to the universal banking: a reappraisal*, in "Journal of Modern Italian Studies" (2010).
- Claudio Salini** Responsabile della Divisione Mercati e della Divisione Emittenti della Consob. Ha coordinato gruppi di lavoro internazionali sulla regolamentazione dei mercati secondari in ambito Iosco e Cesr. È autore di numerose pubblicazioni in materia di borsa e regolamentazione dei mercati.
- Giovanni Siciliano** Responsabile della Divisione Studi Economici della Consob. È autore di numerosi saggi in materia di economia e regolamentazione dei mercati finanziari. Ha insegnato Finanza Aziendale presso l'Università Cattolica e la Luiss.



# Indice

<b>Introduzione</b>	7
Giuseppe Vegas	
<b>1</b>	13
<b>150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme</b>	
Giovanni Siciliano	
1.1 Dall'Unità al primo conflitto mondiale	13
1.2 Il periodo bellico	18
1.3 La ricostruzione e il boom economico	23
1.4 Gli anni Sessanta e Settanta: nazionalizzazioni, ristrutturazioni e l'ascesa delle imprese pubbliche	24
1.5 Gli anni Ottanta e Novanta: privatizzazioni e regolamentazione	33
1.6 Gli inizi del XXI secolo: nuovi scandali, nuove bolle e nuove crisi	38

2 43

## La regolamentazione delle società quotate

Piergaetano Marchetti

2.1	La situazione al momento dell'Unità	43
2.2	Dall'Unità al codice di commercio del 1865	45
2.3	Il codice di commercio del 1882 e la sua preparazione	47
2.4	Propositi di riforma e disciplina delle borse sino al progetto Vivante del 1922	50
2.5	Il codice del 1942	53
2.6	Il dopoguerra e la Costituzione	54
2.7	Le proposte di Ascarelli e degli Amici del Mondo. La Commissione Santoro Passarelli	55
2.8	I progetti del centro sinistra (Commissione De Gregorio)	58
2.9	La riforma del 1974 e la nascita della Consob e della normativa sulle società quotate	60
2.10	Le componenti della disciplina del 1974 (autorità di controllo, mercati, intermediari, società quotate) le loro potenzialità, gli sviluppi e gli effetti sistemici	62
2.11	Il <i>corpus</i> della disciplina speciale delle società quotate	64
2.12	Il <i>driver</i> comunitario e la torrentizia produzione legislativa degli anni Novanta	66
2.13	Dal Tuf alla riforma del 2003	68
2.14	L'autodisciplina e gli ultimi sviluppi sino alla legge sul risparmio, alla direttiva <i>shareholder rights</i> ... e non solo	70

3 77

## Borsa, territorio e sviluppo economico (1861-2011)

Fulvio Coltorti

3.1	Premessa e sintesi	77
3.2	Origine e sviluppo delle borse in Italia	78
3.3	Dimensioni dei mercati	80
3.4	La dinamica delle società quotate	82
3.5	I principali titoli azionari	87
3.6	Borsa e territorio	89
3.7	Borsa e sviluppo economico	90
3.8	I vantaggi dell'investitore	92

4		111
	<b>Il ruolo dello Stato imprenditore e regolatore</b>	
	Giandomenico Piluso	
4.1	Lo Stato italiano emittente e la formazione del mercato di borsa (1861-1893)	113
4.2	Due modelli in competizione: il peso delle scelte (1894-1933)	117
4.3	Il modello Beneduce alla prova: adattamento e degenerazione (1934-1975)	123
4.4	Le riforme del sistema: autonomia della politica monetaria e sviluppo dei mercati (1975-2011)	128
4.5	Conclusioni	133
	<b>Conclusioni</b>	139
	Claudio Salini	
	<b>Autori</b>	149
	<b>Indice</b>	151