

Bricolage nei quarant'anni della Consob e dintorni

FILIPPO CAVAZZUTI*

1. Introduzione

Questa comunicazione non pretende di ricostruire una seppure breve storia della Consob, anche perché la documentazione ufficiale disponibile ancora non lo consente. Peraltro neppure la Consob si è avventurata su tale territorio in occasione del suo quarantennale.

Non essendo chi scrive un giurista e neppure un *giuseconomista*,¹ qui si dà conto, utilizzando la ‘cassetta degli attrezzi’ dell’economia politica, di alcuni indizi raccolti nella realtà dei mercati finanziari, tesi a rilevare se i comportamenti dei mercati e dei soggetti vigilati dalla Consob abbiano raggiunto gli obiettivi posti dall’evolversi della complessa e torrenzia legislazione avviata con l’istituzione della Consob stessa. In altre parole ci si domanda se alla legislazione si sia accompagnato lo sviluppo non soltanto della borsa valori, ma più in generale di un mercato finanziario completo nei suoi due più importanti segmenti: creditizio e mobiliare. Ma ci si domanda anche se gli stessi indizi facciano paventare, ad esempio, l’*overshooting* dei mercati del capitale di rischio; la perdurante patologica dipendenza delle imprese dal credito bancario (spesso agevolato) organizzato dall’*incumbent* industria bancaria, che pone barriere all’entrata al capitale di rischio nelle imprese medesime; l’asfissia della borsa valori italiana; la scarsa efficacia delle norme nel perseguire lo sviluppo dell’offerta dei capitali di rischio; le

* Università di Bologna, e-mail: filippo.cavazzuti@unibo.it. Testo dell’intervento tenuto al convegno “Mercato e Concorrenza” organizzato il 18 novembre 2015 a Roma presso l’Accademia Nazionale dei Lincei, in collaborazione con l’associazione Economia civile.

¹ Nei miei ricordi di quando ero commissario Consob questa parola fu coniata ai tempi della presidenza Spaventa, per distinguere gli studiosi di *law and economics* dagli altri studiosi del diritto o dell’economia politica.



difficoltà dell'*enforcement* in un ambiente ostile; e l'inefficacia informativa dei prezzi che si formano sulle borse valori.

Questa comunicazione si sofferma pertanto su quegli indizi che hanno sollecitato la curiosità di chi scrive nella veste di economista *bricoleur malgré soi*,² attingendo per la raccolta degli indizi prevalentemente a fonti ufficiali pubbliche e disponibili.

L'avvio di questa ricognizione non può tuttavia prescindere dall'indagare sul perché la Consob sia nata soltanto nel 1974 e non prima. Si deve infatti ricordare che Paolo Sylos Labini nel lontano 1962, suggerendo per la vigilanza sulle società per azioni ammesse alla quotazione di borsa "la costituzione di un organismo analogo a quello della Securities and Exchange Commission",³ interruppe un diffuso silenzio che, per quanto è a mia conoscenza, durava dai tempi del *Rapporto della Commissione economica per l'Assemblea Costituente*. Nelle conclusioni del capitolo dedicato allo sviluppo e all'importanza delle società per azioni, si sosteneva infatti che "sembra necessario che lo Stato sorto dalla Costituzione debba, come è avvenuto in altri paesi, intervenire in questo campo con adatte disposizioni legislative e pubblici controlli".⁴

Ma alle parole di Sylos seguì un lungo periodo di afasia dei governi repubblicani, che ebbe fine soltanto nel 1974: anno d'istituzione della Consob. Afasia interrotta da qualche proposta che s'intrecciava con la *never ending story* della riforma delle società per azioni. Fra queste ricordo la Commissione De Gregorio del 1965, che proponeva di assegnare alla Banca d'Italia la vigilanza sulle società per azioni ammesse alla quotazione di borsa;⁵ la proposta di legge A.C. 3077 del

² Modalità di svolgere questo lavoro imposta all'autore, poiché nel quarantennale della Consob il sito web dell'istituto ancora difetta della sezione "serie storiche"; le *Relazioni annuali* hanno da tempo espunto l'"Appendice statistica"; e il *Bollettino statistico* e il *Rapporto sulla Governance*, avviati nel 2012, coprono soltanto gli anni successivi al 2008. Sono 'vuoti' che hanno impedito all'autore alcuni approfondimenti. L'autore confida pertanto in rapide resipiscenze.

³ Camera dei deputati (1965, vol. II, pp. 75-76), ripubblicato come Sylos Labini (2015), ripreso anche da Cavazzuti (2015).

⁴ Ministero per la Costituente – Commissione economica (1946-1947, vol. II, tomo 1, p. 337).

⁵ Commissione di studio De Gregorio (1965, p. xxiii).

deputato Riccardo Lombardi (e altri) del 1972, ove all'art. 24 si proponeva d'istituire la Commissione di vigilanza sulle società ammesse alla quotazione di borsa; la Commissione Marchetti del 1973, che suggerì l'istituzione e il nome da dare alla nuova istituzione: per l'appunto la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.⁶

Si diceva nei primi anni Settanta che i tempi fossero maturi in Italia, anche perché nel frattempo in Francia era stata istituita nel 1967 la COB (Commission des Opérations de Bourse); nel Regno Unito il *Company Act* del 1967 aveva istituito nel 1968 il Takeover Panel; la Germania aveva modificato nel 1965 tutta la legislazione relativa alle società commerciali.

Se i tempi erano ormai maturi nelle riflessioni degli studiosi, vi sono indizi che suggeriscono che furono invece alcune esigenze economiche, insieme ad altre opportunità politiche, a innescare il processo legislativo.

2. La nascita della Consob: frutto di un “baratto” politico?

Il certificato di nascita della Consob reca la data 7 giugno 1974, di promulgazione della legge n. 216 di conversione in legge del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95. A quei tempi, lo documenta la stessa Consob nella sua prima relazione per l'anno 1975 (seppure prevalentemente dedicata ai problemi di organizzazione interna), la capitalizzazione di borsa era pari soltanto al 5,2% del PIL; non si era ancora arrestata la tendenza alla riduzione della quota delle azioni quotate rispetto al totale delle azioni; il mercato primario delle azioni mostrava una spiccata tendenza a offrire un minore contributo al finanziamento delle imprese; e il volume dei titoli azionari trattati dalle banche era in quota crescente in rapporto alle contrattazioni presso le borse ufficiali, cui si era affiancato un mercato parallelo non regolamentato (il cosiddetto “mercato ristretto”).⁷ Le società per azioni ammesse alla quotazione di borsa erano

⁶ Commissione interministeriale per la riforma della legislazione sulle società (1973), cosiddetta Commissione Marchetti.

⁷ Consob (1976, pp. 23 ss.).

all'incirca 150, molte delle quali di dubbia qualità.⁸ “Mele marce della finanza” avrebbe preferibilmente scritto Luigi Spaventa.⁹

Dal canto suo, l'economia italiana pativa gli effetti della caduta degli accordi di Bretton Woods, insieme a quelli della sopravvenuta crisi politica innescata da alcuni scandali riguardanti i finanziamenti illeciti ai partiti politici. In siffatto contesto politico ed economico il contenuto del decreto-legge n. 95 fu radicalmente modificato nel corso dei lavori della Commissione finanze e tesoro della Camera dei deputati, e il testo risultante si presentò all'esame dell'Assemblea dei deputati come uno strano accrocco di norme tributarie, di diritto societario (comprese quelle per le azioni di risparmio), se non di diritto amministrativo. Accrocco di norme che fece sostenere a Bruno Visentini (allora deputato per il Partito repubblicano) che esso fosse il frutto di un “baratto” tra coloro che volevano la “cedolare secca” sui dividendi e altri che volevano la nuova disciplina per le società quotate in borsa insieme all'istituzione dell'organo di vigilanza sulle stesse società (la Consob).¹⁰ Ma il ministro del Tesoro Emilio Colombo negò, seppure con non troppa convinzione, che vi fosse stata “una sorta di patteggiamento tra i partiti politici”.¹¹ Altri deputati privilegiarono espressioni meno impegnative come “contestualità” (Aldo Spinelli del Partito socialista italiano) oppure “due poli” costituenti il decreto-legge (Pandolfi della Democrazia Cristiana).¹²

2.1.

Vero è che alcuni indizi tratti dal dibattito parlamentare suggeriscono che il “baratto” tra esigenze economiche e opportunità politiche vi sia stato.

⁸ Secondo i risultati condotti a quei tempi dal Comitato direttivo degli agenti di cambio di Milano, l'applicazione ai titoli del listino della borsa di Milano degli standard di quotazione generalmente utilizzati all'estero avrebbe condotto al depennamento dal listino di circa 70 titoli. Si veda Consob (1977?, pp. 8-9).

⁹ Luigi Spaventa (2002).

¹⁰ Camera dei deputati (1974a, pp. 14615-14616).

¹¹ Camera dei deputati (1974b, p. 14651).

¹² Camera dei deputati (1974c: Spinelli, p. 14563; Pandolfi, p. 14573).

Sul fronte della congiuntura l'economia italiana stava ancora subendo gli effetti dell'improvviso mutamento del contesto valutario, dovuto alla decisione (nel 1971) dell'amministrazione Nixon di non consentire più alle banche centrali la conversione del dollaro in oro. Decisione che notoriamente comportò per l'Italia l'uscita dal serpente monetario nel febbraio del 1973. Seguì lo shock petrolifero (allora noto come la "tassa degli sceicchi") che, mutando improvvisamente i prezzi relativi dei prodotti, mise in crisi il sistema delle imprese divoratrici di energia.

Il rapporto di cambio tra la lira italiana e il marco tedesco salì dalle 178 lire nel 1971 alle 260 lire nel 1974; l'inflazione interna dal 5% circa crebbe oltre il 10% nel 1974, e quasi al 20% l'anno successivo. Dal canto suo, l'indice dei corsi azionari quotati alla borsa valori di Milano, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo, dopo la bolla speculativa del 1972-1973 (+13%) cadde del 40,6% nel corso del 1974, e di un ulteriore 19,5% nel 1975.¹³

Infine, la compresenza di un forte deflusso di capitali all'estero costituì la principale motivazione data dal ministro del Tesoro Emilio Colombo per proporre la "cedolare secca" sui dividendi che, derogando al principio di progressività dell'Irpef previsto dalla riforma tributaria appena entrata in vigore, garantiva anche l'anonimato del percettore.¹⁴

2.2.

Dal canto loro, gli scandali dovuti ai finanziamenti illeciti ai partiti politici (lo "scandalo petroli",¹⁵ quello dell'INGIC¹⁶ e quello del caso Sindona) avevano spinto il Parlamento ad approvare in soli 16 giorni la "legge Piccoli" relativa al finanziamento pubblico dei partiti politici (legge 2 maggio 1974, n. 195), approvazione che avvenne appena trenta giorni prima del decreto-legge istitutivo della Consob.

¹³ Mediobanca (2013, p. 3).

¹⁴ Camera dei deputati (1974b, p. 14652).

¹⁵ Camera dei deputati e Senato della Repubblica (1979).

¹⁶ Lo "scandalo INGIC" (Istituto Nazionale Gestione Imposte di Consumo, dedicato alla riscossione delle tasse), che vide implicati quasi tutti i partiti politici.

Che il Parlamento avesse urgenza di misurarsi oltre che con la crisi economica anche con la *tangentopoli* di allora risulta, ad esempio, sia dalla rinuncia del relatore (Galloni, Democrazia Cristiana) a presentare all'aula la relazione orale, per rimettersi a quella scritta; sia dalle parole del deputato Bozzi (Partito liberale) che accennò all'esplosione di una nuova situazione politica dovuta alla negazione dell'autorizzazione a procedere nei confronti di un parlamentare per la vicenda INGIC, aggiungendo infine: "non direi che sia stata una bella pagina per il Parlamento italiano".¹⁷

Fu in quell'occasione che diversi parlamentari, fra cui Mariotti (Partito socialista italiano) e Giomo (Partito repubblicano), insisterono sulla necessità di procedere con urgenza alla riforma delle società per azioni e per la trasparenza dei bilanci societari. Il relatore di maggioranza Galloni (Democrazia Cristiana) si associò alla richiesta rinviando ad altra sede la soluzione del problema, che fu trovata un mese dopo, in sede di conversione del decreto-legge n. 95 nella legge n. 216/1974, che istituì la Consob.

Gli indizi raccolti suggeriscono in definitiva che tra esigenze economiche e opportunità politiche (lo accenna anche Gustavo Minervini)¹⁸ si diede vita al "baratto" che portò ad assegnare alla Consob: le funzioni per la vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare sul mercato mobiliare, con specifico riferimento al controllo fra società quotate e al trasferimento di pacchetti azionari di controllo di società quotate, insieme al divieto di operare pratiche ritenute pericolose quali gli incroci azionari; quelle per la vigilanza sulla trasparenza dei bilanci societari e sui conti profitti e perdite (ma non sui patrimoni mobiliari) delle società per azioni, finanziarie, fiduciarie, assicurative ed esercenti il credito; insieme a quella sull'organizzazione delle borse valori. Fu omessa invece ogni nuova disciplina per la negoziazione sulle molteplici borse valori e per i diversi mercati ristretti, lasciati alla sola autoregolamentazione. Fu omessa anche

¹⁷ Camera dei deputati (1974d, p. 14116).

¹⁸ Minervini (1989, p. 25).

ogni ipotesi di riduzione del numero delle (nove) borse ufficiali sparse sul territorio nazionale, molte delle quali vivevano una vita assai grama.

Nelle parole del ministro Emilio Colombo, dette funzioni avevano “la finalità essenziale di restituire all’investimento azionario la fiducia dei risparmiatori, allo scopo di riattivare al massimo possibile il mercato azionario, e di facilitare l’investimento del capitale di rischio delle imprese”.¹⁹ Ugualmente fiducioso fu il giudizio dato allora dal Governatore Guido Carli, che così si espresse:

“[o]ltre ad ampliare le possibilità di scelta per i risparmiatori e a estendere la cerchia di quelli cointeressati alle sorti dell’impresa, si creerebbero le premesse per un più informato giudizio da parte del pubblico. L’introduzione di una nuova disciplina delle borse valori e di un organo di controllo risponde a questo intento” (Carli, 1975, p. 442).

3. Occasioni non colte e problemi per lungo tempo irrisolti

3.1.

Certo è che Sylos aveva lanciato una sfida che, se fosse stata raccolta, seppure con tutti gli aggiustamenti dovuti alla peculiarità del capitalismo familistico italiano rispetto a quello degli USA, avrebbe comportato una riforma radicale dei mercati finanziari italiani: non soltanto di quello mobiliare, ma anche della vigilanza.

In primo luogo rammento che la stessa SEC fu istituita dal Securities Exchange Act del 1934, ovvero l’anno *successivo* alla riforma dei mercati mobiliari attuata con il Securities Act del 1933.²⁰ Legge quest’ultima che, ad esempio, nel regolamentare le offerte pubbliche di acquisto o vendita già disciplinava (alla Section 10) i contenuti del prospetto informativo e

¹⁹ Camera dei deputati (1974b, p. 14650).

²⁰ Disponibile alla URL <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Segnalo che per disposizione di legge la SEC è tutt’oggi guidata da cinque commissari, di cui non più di tre appartenenti allo stesso partito (Section 3(a)). Ad esempio, il presidente degli Stati Uniti Roosevelt scelse come presidente della SEC Joseph Kennedy, padre dei Kennedy e noto speculatore di borsa.

la pena pecuniaria, o il carcere, per coloro che violassero le norme (Section 24, “Penalties”).

Invece, nel caso dell’Italia, in difetto di una precedente organica legislazione sui mercati mobiliari e le società per azioni, sarebbe stata la Consob stessa a dover contribuire con l’efficacia dei propri regolamenti allo sviluppo dei mercati mobiliari e alla completezza informativa a carico degli emittenti facenti appello al pubblico risparmio. La minaccia delle sanzioni amministrative era la sola disposizione che avrebbe dovuto far rispettare nome e regolamenti: ovvero l’*enforcement* per via amministrativa, in ogni caso appellabile al TAR.

Si aggiunga che alla SEC fu assegnata la vigilanza sugli scambi dell’intera Securities Industry (Section 3, “Definitions”). Alla Consob, invece, fu affidata la vigilanza informativa soltanto entro un perimetro assai ristretto di attività finanziarie. Perimetro che comprendeva le poche (154) società quotate (sebbene nelle stime del Parlamento²¹ risultassero circa 4500 società con capitale sociale superiore a un miliardo di lire, e pertanto potenzialmente quotabili), ma non ad esempio le obbligazioni di origine bancaria. Dal canto loro le società finanziarie, malgrado l’obbligo di legge, opponevano alla Consob il vincolo fiduciario con il cliente, rifiutando di rendere noto il nominativo delle persone fisiche o giuridiche che avessero intestato azioni in via fiduciaria.²²

Fu così che nel 1978 la Consob esercitava la vigilanza informativa su appena il 22% del totale delle attività finanziarie. Sono fatti indiziari, che fin d’allora resero evidente l’esistenza di rapporti conflittuali tra la Consob, l’industria bancaria e assicurativa, l’ISVAP e la Banca d’Italia, su chi dovesse vigilare e su cosa. Conseguenza ne fu che fino al 2005 è valsa l’inapplicabilità della normativa relativa agli obblighi informativi degli offerenti i prodotti finanziari emessi da banche (le obbligazioni bancarie) e i prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.²³

²¹ Camera dei deputati (1974c, p. 14557).

²² Sul tema si vedano le osservazioni esposte dieci anni dopo in Consob (1986, pp. 13 ss.).

²³ Ad esempio, per il caso dei cosiddetti conglomerati (istituti di credito che posseggono rilevanti partecipazioni nelle assicurazioni), soltanto il 31 marzo 2006 la Consob, la Banca d’Italia e l’ISVAP hanno congiuntamente sottoscritto l’“Accordo di coordinamento in materia di identificazione e di adeguatezza patrimoniale dei conglomerati finanziari”.

Diversamente dalle normative SEC, la legge n. 216 non contemplava il divieto di inganno, di mal rappresentazione e di frode informativa nel corso delle negoziazioni sulle piazze borsistiche. In Italia si dovrà attendere il 1991 (legge n. 157) per sanzionare l'abuso di informazioni *price sensitive*, la cui portata innovativa fu tale da far commentare sulla stampa internazionale, da un soggetto tanto cinico quanto ignoto, che la definitiva approvazione della legge "fa temere che possa danneggiare gravemente un mercato che prosperava sui rumori e sull'informazione privilegiata".²⁴

L'assenza della normativa in tema d'*insider trading* fu una dimenticanza del legislatore del 1974, aggravata dall'aver omesso ogni disposizione relativa alla prassi dell'*interlocking* degli amministratori, malgrado quanto denunciato fin dai tempi della Commissione Demaria al fine di contenere tale prassi che costituiva (e costituisce) occasione di scambio di informazioni riservate e *price sensitive*. La Commissione Demaria, infatti, esemplificando con il caso del Consiglio di amministrazione della Edison, stigmatizzava che

"uno o più membri [...] si trovavano in 16 società elettriche, in 18 banche o società finanziarie, in 12 società straniere, in 6 società meccaniche o metallurgiche, in 6 società edilizie, in 4 società telefoniche, in 3 società tessili, in 2 società chimiche" (Ministero per la Costituente – Commissione economica, 1946-1947, vol. II, p. 333).

Soltanto alla fine degli anni Novanta che la Consob inizierà a rilevare la prassi, assai diffusa, dell'*interlocking* in quanto occasione di possibili atti d'*insider trading*.²⁵

Difettava anche l'attenzione ai problemi del finanziamento delle piccole e medie imprese italiane, che già allora costituivano un

²⁴ *Financial Times* (1991, p. 2). Ancora oggi, da parte dei più anziani agenti di cambio, si narra di come negli anni Ottanta i rappresentanti delle maggiori società quotate alla borsa di Milano (i cosiddetti accreditati) si riunissero quotidianamente per concordare sul da farsi in borsa il giorno dopo.

²⁵ Nell'anno 2000, su 1573 amministratori 493 ricoprivano una o più cariche in società del loro gruppo societario; nel 2014 su 254 società quotate soltanto in 67 gli amministratori non partecipavano ad altri consigli di amministrazione. Si vedano le rispettive edizioni della *Relazione annuale* della Consob.

fondamentale segmento dell'industria italiana: attenzione che avrebbe richiesto, al pari di quanto normato dalle SEC (Section 52(a), "Definitions"), una legislazione che agevolasse il loro accesso al mercato dei capitali di rischio, in alternativa alle politiche del credito agevolato e ai finanziamenti con titoli di debito nei confronti dell'industria bancaria. Allora si confidava sul ruolo dei mercati ristretti, ma fu un'aspettativa che si realizzò soltanto per le banche popolari, che tuttavia colsero l'occasione, come si documenterà più avanti, per sostenere con fondi propri il corso delle loro azioni: un vero e proprio caso di manipolazione operativa.

3.2.

La fretta che portò al "baratto politico" fu una cattiva consigliera, che non fece cogliere l'occasione dello "scandalo Sindona" (anni 1972-1974) per rimediare in modo efficace ai problemi messi già allora in evidenza, e per ripristinare la fiducia sui mercati finanziari. In questa sede non si pretende di riferire compiutamente sul caso Sindona²⁶ e sulle sue più spericolate operazioni finanziarie, come l'utilizzo delle banche per la speculazione sui cambi o per la scalata all'Italcementi, alla Banca Nazionale dell'Agricoltura, alla Bastogi, oppure all'aumento di capitale della Finambro: "una delle storie meno limpide della storia della nostra borsa valori, che pure ne ha viste di tutti i colori".²⁷ Qui si osserva soltanto che tale caso avrebbe dovuto portare a inserire nella stesura della legge istitutiva della Consob norme idonee a prevenire tali comportamenti.

Ad esempio: una specifica normativa contro l'*insider trading* degli amministratori nel caso delle offerte pubbliche di acquisto; una maggiore attenzione alla situazione patrimoniale mobiliare delle società, e non soltanto del loro conto profitti e perdite, così come richiesto con insistenza da Sylos Labini e da Ernesto Rossi;²⁸ una normativa che regolasse i 'gruppi di società' (comprese le 'banche di gruppo') ed

²⁶ Si rinvia a Camera dei deputati (1982a). Per gli illeciti finanziamenti ai partiti politici si veda il capitolo V "Finanziamento ai partiti e uomini politici" (*ibid.*, pp. 213 ss).

²⁷ *Ibidem*, p. 244.

²⁸ Camera dei deputati (1965, p. 86; p. 504).

eventualmente un'ulteriore specifica normativa concernente i gruppi 'multinazionali'; una riforma della borsa valori che escludesse il trasferimento fuori borsa dei 'pacchetti di controllo', di norma a prezzi più elevati di quelli di borsa.²⁹

Ma anche una riforma del mercato ristretto sarebbe stata opportuna, stante il fatto che su tale mercato era stato appositamente quotato un titolo di una banca del gruppo Sindona (Banca Unione) "sia per l'assenza, all'epoca, di qualsiasi effettiva vigilanza sulle contrattazioni al 'ristretto' sia perché era più facile influenzare le contrattazioni stesse facendo risultare esteriormente un interessamento sui titoli che, in pratica, poteva anche mancare".³⁰ Un vero e proprio caso di combinazione di manipolazione operativa e informativa gravemente lesiva della fiducia degli investitori sul corretto funzionamento del mercato di borsa.

Altri scandali colpirono la fiducia nei confronti dei mercati finanziari, tra i quali si ricordano lo "scandalo Lockheed" nella seconda metà degli anni Settanta; il caso Calvi nel 1982,³¹ su cui tornerò tra breve; il collasso finanziario dell'EFIM³² e lo "scandalo Federconsorzi".³³ Avvenimenti che tuttavia non furono colti per dotare i mercati mobiliari e la Consob, a differenza della SEC, di norme simili all'Anti-Bribery Provision (Section 30(a) del Securities Exchange Act del 1934).

3.3.

Il caso Calvi-Ambrosiano mise in luce evidenti carenze del sistema dei controlli sul sistema bancario e societario, sul mercato mobiliare e sul funzionamento del mercato ristretto (come nel caso Sindona), su cui era quotato il Banco Ambrosiano.

²⁹ Ad esempio, il passaggio delle azioni del Banco Lariano dalla Montedison al Banco San Paolo furono negoziate a circa 10.000 lire, contro un corso di borsa di 3 o 4 mila lire. Cfr. Camera dei deputati (1984, p. 201).

³⁰ Camera dei deputati (1982a, p. 306).

³¹ Camera dei deputati (1982b).

³² Senato della Repubblica (1993).

³³ Camera dei deputati e Senato della Repubblica (2001, p. 45).

Al pari del caso Sindona, qui non s'intende riassumere il caso del Banco Ambrosiano,³⁴ ma soltanto ricordare in particolare ciò che fu messo in luce dal ministro del Tesoro Andreatta nel corso del dibattito alla Camera dei deputati, ovvero che l'assetto proprietario del Banco Ambrosiano era frazionato (o appariva tale) e concentrato in capo a società estere di cui era impossibile individuare la titolarità; che era stato possibile esercitarne efficacemente il controllo disponendo soltanto di un pacchetto azionario assai contenuto; che non esisteva la possibilità di identificare i soci delle società quotate poiché le relative proposte di legge giacevano ancora in Parlamento.

Con riferimento più diretto all'operatività della Consob, il caso Calvi-Ambrosiano sollevò alcuni problemi che rimasero a lungo irrisolti: la prassi (come nel caso Sindona) delle intestazioni fiduciarie e di comodo a soggetti italiani o esteri, che aggirava la nominatività delle azioni; la scarsa regolamentazione del mercato ristretto, per cui si rese necessaria la quotazione d'imperio del Banco Ambrosiano sul mercato ufficiale,³⁵ per poter esercitare i poteri previsti dalla legge n. 216/1974 e per imporre le comunicazioni obbligatorie relative anche al bilancio consolidato di gruppo.

Lo stesso caso attestò che difettava una più efficace collaborazione e un migliore coordinamento tra i commissari della Consob e i commissari straordinari della Banca d'Italia per rafforzare l'azione preventiva nei confronti di atti fraudolenti e lesivi della fiducia sui mercati finanziari. Il presidente della Consob di allora (Guido Rossi) propose, per "lavorare in equipe", che il presidente della Consob integrasse il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR).³⁶ Ma di parere opposto fu Paolo Baffi motivando che, essendo il Comitato

"un organo di politica monetaria e del credito in generale [...] non vedo cosa avrebbe avuto da dire il suo Presidente in quella sede; egli ed i suoi

³⁴ Per la ricostruzione dei fatti si rinvia agli interventi del ministro del Tesoro di allora (Nino Andretta) in Camera dei deputati (1982b).

³⁵ Consob (1983, pp. 13-14; pp. 21-24; pp. 28-31).

³⁶ Camera dei deputati (1984, pp. 59, 78, 85).

colleghi commissari hanno altri modi di far valere le loro opinioni con istanze anche attraverso il rapporto annuale della Commissione”.³⁷

Obiezione ineccepibile in via generale, che tuttavia sottaceva che alle riunioni del CICR presieduto dal ministro del Tesoro partecipava anche il ministro per il Commercio con l'estero, che disponeva del potere di imporre un deposito infruttifero sugli acquisti di titoli esteri.³⁸ Poiché la completa liberalizzazione valutaria avverrà soltanto all'inizio del 1989, la conoscenza di tali disposizioni sarebbe stata d'indubbio interesse anche per la Consob che, ad esempio, vigilava sull'internalizzazione dei mercati mobiliari, sulle compravendite a termine delle banche estere, sui depositi di titoli oggetto di investimenti italiani all'estero e di investimenti esteri in Italia.³⁹

La soluzione di compromesso fu adottata soltanto nel dicembre del 2006 quando, con modifica al Testo Unico Bancario, fu disciplinato che il presidente della Consob potesse essere invitato dal presidente del CICR a partecipare a fini consultivi a singole riunioni in cui venissero trattati argomenti attinenti a materie attribuite dalla legge alla Consob, connesse a profili di stabilità complessiva, trasparenza ed efficienza del sistema finanziario.⁴⁰

Infine, lo stesso Paolo Baffi ammise che sul mercato ristretto, su cui era quotato il Banco Ambrosiano, e costituito da poche decine di titoli quotati (in prevalenza banche popolari), “le banche riescono, utilizzando il fondo acquisto titoli o con ordini incrociati tra banca e banca, a manipolare i prezzi”.⁴¹ Così com'era avvenuto nella vicenda del Banco Ambrosiano che, nella testimonianza di Isidoro Albertini, “sta a

³⁷ *Ibid.*, p. 232.

³⁸ Ad esempio, qualche anno prima, con proprio D.M. il ministro del Commercio con l'estero aveva disposto nel luglio del 1982 (D.M. 29 luglio 1982, n. 207, art. 4) l'ammontare del deposito infruttifero vincolato nella misura del 50% nel caso di acquisto di azioni quotate sulle borse ufficiali estere, e del 25% nel caso di acquisto di quote di fondi esteri autorizzati a operare in Italia dal ministro del Commercio con l'estero di concerto con il ministro del Tesoro.

³⁹ Il D.P.R. 31 marzo 1988, n. 1481 (Testo unico delle norme in materia valutaria), entrò in vigore il 1° gennaio 1989. Cfr. Consob (1988, p. 68) e Consob (1989, pp. 166 ss.).

⁴⁰ Cfr. art. 1, comma 1, lett. a), d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303.

⁴¹ Camera dei deputati (1984, p. 230).

dimostrare a quali disastri possa portare la pratica di acquisto di azioni proprie per sostenere il prezzo”.⁴²

Questo mercato, in assenza di regolamentazioni efficaci che ne prevenissero la manipolazione, sopravvivrà (seppure denominato Mercato Expandi) stentatamente e con modesta capitalizzazione di borsa⁴³ fino alle riforme degli anni Novanta e ai processi di concentrazione bancaria dei primi anni Duemila.

3.4.

La lunga e complessa indagine conoscitiva svolta dal Parlamento negli anni 1983-1984,⁴⁴ oltre a riprendere e denunciare molti dei problemi irrisolti prima accennati, fornì al governo un’importante documentazione e numerosi suggerimenti⁴⁵ che informarono la complessa e maestosa legislazione che avrebbe coinvolto il ridisegno dei mercati mobiliari, l’operatività della Consob, della borsa valori e delle società per azioni quotate, e l’istituzione di nuovi intermediari finanziari. Più tardi il disegno normativo e regolamentare fu formalmente completato, e via via recepito nel Testo Unico della Finanza (TUF), con l’adeguamento della legislazione italiana alle direttive comunitarie sull’armonizzazione dei mercati creditizi, sui servizi d’investimento (legge 2 gennaio 1991, n. 146) e sugli abusi di mercato.

Infine, l’istituzione dell’ESMA (European Securities and Markets Authority) consentì l’avvio della convergenza delle legislazioni nazionali tramite l’adozione di un *single rule book* per i mercati finanziari della UE.

⁴² *Ibid.*, Atti di corredo, memorie e documenti, p. 213.

⁴³ Nel 2001 erano ammesse alla quotazione sul mercato ristretto 12 società quotate per un valore di circa 13 miliardi di euro, contro un valore di 575 miliardi delle altre 232 società quotate al listino ufficiale di borsa.

⁴⁴ Camera dei deputati (1984).

⁴⁵ Si rinvia alla dettagliata relazione del Comitato ristretto alla Commissione finanze e tesoro della Camera dei deputati (*ibid.*, pp. 347-391).

⁴⁶ Si veda Consob (1991).

In sintesi, si tratta di un cantiere legislativo e regolamentare mai chiuso,⁴⁷ che espone gli investitori e gli inintermediari finanziari al costante rischio di successive e spesso non prevedibili tempeste legislative e regolamentari, che potrebbero configurarsi al pari di un vero e proprio *overshooting* del mercato finanziario. Novità legislative e regolamentari, che a loro volta impongono costi organizzativi anche elevati, nel perseguire la *compliance* tra le disposizioni regolamentari e le disposizioni organizzative interne dell'intermediario.

3.5

Tornando per un momento alle origini della SEC e della Consob, rammento che la SEC non godette di un avvio semplice e di assenza di problemi. In quegli anni di avvio, la principale preoccupazione del primo presidente della SEC (James M. Landis) fu quella di

“dover lavorare con grandi difficoltà per creare quel tipo d'organizzazione amministrativa che fosse in grado di applicare e far rispettare il *Securities Act* [...] che colpisce in profondità la legislazione attinente le società per azioni, la sua pratica applicazione e le relative situazioni assai complesse” (McCraw, 1974, p. 187, nostra traduzione).

Non dissimili furono le preoccupazioni del primo presidente della Consob (Gastone Miconi), che nella sua prima relazione al ministro del Tesoro per l'anno 1975 lamentava che la Consob fosse stata collocata dalla legge “nel quadro dell'organizzazione amministrativa dello Stato”, e che la legge stessa non aveva risolto il problema della sua “vera e propria autonomia”.⁴⁸ Come si diceva allora, la Consob esercitava soltanto una “vigilanza burocratica”, appellabile al TAR, per far rispettare norme e regolamenti. Fu la premessa per la crescita della pervasiva

⁴⁷ Per la complessa ricostruzione del susseguirsi delle modifiche legislative e regolamentari si rinvia a <http://www.consob.it/web/area-pubblica/storico-modifiche-TUF>.

⁴⁸ Consob (1976, p. 4). Ciò avverrà soltanto con la riforma del 1985 (legge 4 giugno 1985 n. 281), quando all'art. 1, comma 2, verrà aggiunto che “la Consob ha personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge”.

amministrativizzazione dei rapporti tra soggetti privati che perseguono interessi economici contrapposti, seppure legittimi.

Molti anni dopo, le rigidità amministrative e burocratiche non erano ancora state rimosse, tanto da far dire al presidente della Consob Luigi Spaventa alla fine del suo mandato (6 maggio del 2003) che: “[l]a Consob, che sta per compiere trent’anni [...] non riuscì a liberarsi da altri lacci burocratico-amministrativi”.

Oggi, passati quasi altri tre lustri, lascio a chi fosse interessato il compito di verificare se tale liberazione sia stata perseguita, insieme all’efficacia delle norme, dei regolamenti e del relativo *enforcement*.

4. 1980-2014. Risposte di famiglie e imprese non convergenti verso gli obiettivi delle norme

Ci si domanda ora, con il ricorso agli attrezzi della macroeconomia, se passati molti lustri dall’istituzione della Consob alcuni indizi e/o indicatori dei comportamenti delle famiglie e delle imprese non finanziarie, rispettivamente sul lato della domanda e dell’offerta sui mercati finanziari, attestino se tali comportamenti abbiano raggiunto o meno alcuni obiettivi presupposti dalle norme.

Gli esercizi che seguono assumono semplici indicatori per il periodo 1980-2014: sul lato della domanda, le variazioni nel tempo della composizione dello stock (e non dei flussi) di attività finanziarie detenute dalle famiglie; sul lato dell’offerta, le variazioni della composizione dello stock (e non dei flussi) delle passività finanziarie detenute dalle imprese non finanziarie.

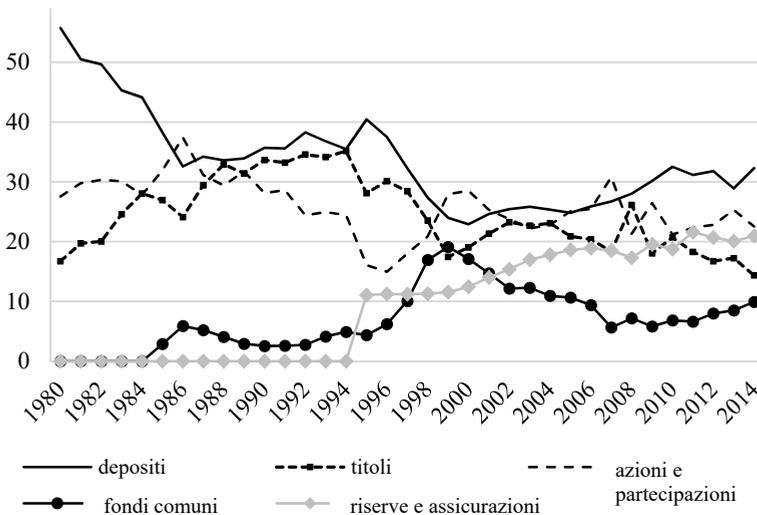
4.1.

Le scelte di portafoglio delle famiglie relative alla combinazione di rischio e rendimento riferibili ai diversi prodotti finanziari presenti sul mercato lasciano intendere che nel corso del periodo 1980-2014 (figura 1 e 2) si sia manifestata una significativa avversione al rischio, che ha privilegiato l’investimento nei titoli ritenuti a basso rischio quali i titoli

pubblici e le obbligazioni bancarie emesse dagli istituti di credito (non vigilate dalla Consob fino al 2005).⁴⁹

In particolare (figura 2) la liquidità detenuta dalle famiglie sotto forma di depositi bancari e postali nel corso degli anni non ha privilegiato l'investimento in azioni quotate. Lo stock delle azioni quotate su cui la Consob esercita la vigilanza costituisce ancora oggi una quota modesta del portafoglio delle famiglie italiane: dal peso pari all'11,2% nel 1999, al 9,3% nel 2007, prima dell'avvio della 'tempesta finanziaria perfetta', al 2,8% nel 2014.

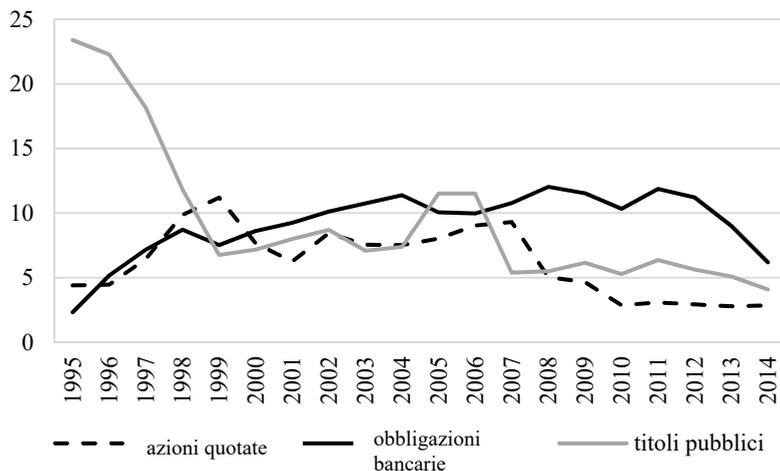
Figura 1 – *Composizione % delle attività finanziarie delle famiglie*



Fonte: Banca d'Italia, serie storiche e relazioni annuali.

⁴⁹ Nella figura 1 il portafoglio delle famiglie, che rappresenta circa il 90% nella media del periodo del totale delle attività finanziarie delle famiglie, esclude i crediti commerciali, le altre attività finanziarie, le partecipazioni in qualsiasi società e altre voci minori non classificabili.

Figura 2 – Azioni quotate, obbligazioni bancarie e titoli pubblici in % del portafoglio delle famiglie



Fonte: Banca d'Italia, serie storiche e relazioni annuali.

In sintesi, i dati riassunti nelle figure 1 e 2 suggeriscono che i comportamenti delle famiglie appaiono una variabile indipendente dall'evoluzione nel tempo del quadro normativo e regolamentare, generando risultati non convergenti verso gli obiettivi delle norme.

4.2.

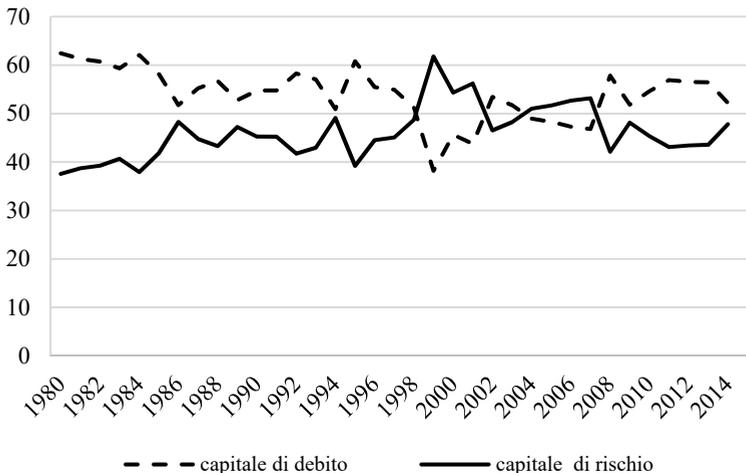
Sul lato dell'offerta, gli indizi relativi ai comportamenti delle imprese non finanziarie suggeriscono che queste hanno privilegiato, oltre all'autofinanziamento, il finanziamento con debito (soprattutto bancario) delle loro attività produttive (tramite prestiti e titoli), oltre che con il ricorso ai debiti commerciali nei confronti dei fornitori (figura 3).⁵⁰ La

⁵⁰ La somma totale dei dati riportati nella figura 3 e la relativa composizione sono state calcolate su un aggregato che non comprende alcune voci del totale delle passività finanziarie delle imprese non finanziarie, in quanto non facilmente classificabili (es. altre passività sull'interno e/o sull'estero); tale aggregato si discosta dal totale delle passività mediamente del 5% circa.

patologica dipendenza delle imprese dal capitale di debito è un fatto ben noto su cui si sorvola, se non per segnalare che nel corso del periodo considerato (1980-2014) il peso dello stock della raccolta di capitale di debito (prestiti, titoli e debiti commerciali) è sceso dal 62,4% al 52,2%, e quello di capitale di rischio (azioni e partecipazioni) è salito dal 37,6% al 47,8%. Ne consegue un'economia ancora prevalentemente basata sul debito, sul finanziamento bancario e con scarso capitale di rischio.

Sebbene modestamente ricomposta nel corso degli anni a favore del capitale di rischio, la composizione dello stock delle passività delle imprese non finanziarie italiane si mostra ancora assai dissimile da quella di altri paesi comunitari. Ad esempio, tra il 2007, anno di avvio della 'tempesta finanziaria perfetta', e il 2013, anno d'inizio di uscita dalla tempesta stessa, l'Italia (tabella 1) continua a mostrare, nella composizione degli stock, sia il peso più basso del capitale di rischio sia quello più elevato del capitale di debito, con il più elevato grado di *leverage*.

Figura 3 – Capitale di debito e capitale di rischio delle imprese non finanziarie



Fonte: Banca d'Italia, serie storiche e relazioni annuali.

Tabella 1 – *Passività delle imprese. Composizione % delle passività e leverage*

	Italia	Francia	Germania	Spagna	Area Euro	UK	USA
2007							
Leverage	41,8	27	39,4	41,4	36,5	40,4	30,4
Capitale di rischio	46,9	64,3	47	48,6	54,2	56,8	57,8
Capitale di debito	52,5	35,6	53	51,4	45,9	44,3	42,3
2013							
Leverage	44,4	30,2	39,2	43	38,9	38,7	31,2
Capitale di rischio	44,7	60,9	47,2	49,9	52,8	58,1	58,9
Capitale di debito	54,3	39,1	52,8	40,1	44,2	41,9	50,1

Fonte: Banca d'Italia, serie storiche e relazioni annuali.

In sintesi, gli indizi raccolti sui comportamenti delle imprese non finanziarie appaiono confermare che, nel corso del periodo osservato, essi non sono stati convergenti verso gli obiettivi delle norme.

4.3.

È però vero che i comportamenti delle imprese non finanziarie sono stati influenzati anche da alcune ben note politiche economiche che si sono susseguite nel tempo. Tra queste, le svalutazioni competitive e le agevolazioni creditizie hanno esercitato effetti contraddittori con le finalità della legge n. 216/1974 e successive modifiche.

Le prime, sempre più ravvicinate nel tempo, adottate fino all'adesione a Maastricht (nel 1992) hanno consentito alle imprese italiane di mantenere una temporanea competitività dei prezzi sui mercati esteri, seppure in assenza di durature innovazioni produttive, la cui realizzazione avrebbe comportato il finanziamento anche con apporti di capitale di rischio da ricercare sul mercato o tramite il ricorso ai mezzi propri dell'imprenditore. Per tutto ciò valga quanto annotato da Carlo Azeglio Ciampi con riferimento a un incontro con Gianni Agnelli:

“quando nell'estate del 1980 mi chiese, con fare molto diretto, di svalutare la lira [...] opposi l'attrito del cambio a quella che era diventata una deriva pericolosa, non volevo più garantire agli industriali la solita comprensione

paternalistica a protezione anche della loro incapacità” (Ciampi, 2010, p. 160).

Le seconde, che si sono susseguite a pioggia dal 1959⁵¹ (per iniziativa dello stesso ministro del Tesoro Colombo), hanno favorito il finanziamento degli investimenti della quasi totalità delle imprese italiane, rendendolo più conveniente e meno rischioso nei calcoli dell'impresa rispetto alla raccolta sul mercato di capitale di rischio. Lo si ricorda anche perché è un problema che la Consob aveva già denunciato inutilmente fin dal 1975.⁵² Analoga preoccupazione espresse Guido Carli che, per compensare il contenimento dell'offerta di capitale di rischio dovuta al credito agevolato, aveva proposto nel 1975 che “le grandi imprese pubbliche e private che fruiscono di crediti agevolati dovrebbero essere vincolate ad offrire una parte delle loro azioni in pubblica sottoscrizione e a chiederne la quotazione presso le borse valori”.⁵³

Infine alcuni altri indizi suggeriscono che può ritenersi complice nel contenimento dell'offerta del capitale di rischio anche l'industria bancaria, timorosa di perdere la posizione d'*incumbent* sul mercato finanziario, e per consolidata tradizione scarsamente propensa a riesaminare criticamente il proprio operato.

Da sempre l'industria bancaria è composta prevalentemente da banche retail-commerciali (una volta in prevalenza pubbliche) di dimensioni medio-piccole, anche in omaggio all'inossidabile retorica del ‘legame con il territorio’, ma scarsamente patrimonializzate, molte delle quali poi incorporate nei gruppi bancari polifunzionali secondo il modello della banca universale.⁵⁴ In siffatto contesto, l'industria bancaria ha sovente mostrato l'assenza di una consolidata professionalità nel settore

⁵¹ Si veda la legge n. 623/1959 “Nuovi incentivi a favore delle medie e piccole industrie e dell'artigianato”. Altre leggi, di durata decennale, furono quelle che istituirono nel 1976 il Fondo nazionale per il credito agevolato, nel 1977 il fondo per la Ristrutturazione industriale e il fondo per la ricerca applicata presso l'IMI. Infine, la legge n. 1329 del 1965, nota come “legge Sabatini” (rinnovata per decenni) che agevolava l'acquisto (o in *leasing*) di impianti e macchinari.

⁵² Consob (1976, pp. 51 ss.).

⁵³ Carli (1975, p. 442).

⁵⁴ Nel 2013 su 684 intermediari bancari (di cui 365 di credito cooperativo), 525 non erano incorporati in gruppi bancari. Cfr. Banca d'Italia (2014, p. 209).

dell'investment banking, con l'eccezione di Mediobanca, che tuttavia dava le carte sempre alle stesse famiglie, e dell'IMI, che una volta disponeva di un corpo di ingegneri capaci di valutare il merito di credito dell'impresa che lo richiedeva.

L'industria bancaria persiste nel mostrarsi poco incline a uscire dalla tradizionale operatività orientata all'altrettanto tradizionale finanziamento creditizio, spesso accordato con leva finanziaria del 100% anche senza pegno sui beni dell'imprenditore. È un'industria da sempre inidonea a richiedere la partecipazione con capitale di rischio ai soggetti affidati, che così vengono esonerati dal correre ogni rischio dell'investimento; reticente, lo annotava il ministro Andreatta già nel 1981, a promuovere "attività di investment banking [...] in grado di selezionare e preparare operazioni di offerta al pubblico di azioni di società che intendano allargare la propria compagine e farsi quotare in borsa";⁵⁵ poco disposta a contrastare con sufficiente decisione l'individualismo imprenditoriale, di norma chiuso nei settori tradizionali che richiedono scarso capitale di rischio.

Sono abitudini e comportamenti che si pongono anche in conflitto con le esigenze di crescita dimensionale delle imprese italiane, confinando nel nanismo di molte di queste, rese pertanto inidonee alla quotazione di borsa. Non è un caso dunque che le modalità del mercato del credito esercitate dalle banche italiane nei confronti degli altri paesi comunitari determinino ancora oggi un ruolo del credito assai più rilevante di quello svolto dal mercato dei capitali.⁵⁶

Si può concludere che gli indizi raccolti sui comportamenti dell'industria bancaria nella sua posizione d'*incumbent* e degli imprenditori italiani suggeriscono che questi soggetti non considerano il mercato del capitale di rischio al pari di un'importante ancella servente l'industria e la sua crescita dimensionale. Difetta così la complementarità tra i due mercati, facendo venire meno la più efficace relazione funzionale tra i mercati dei

⁵⁵ Andreatta (1981, p. 24).

⁵⁶ In Italia il 71,3% delle attività del settore finanziario è detenuto dalle banche, a fronte del 67% in Francia, del 66,6% in Germania, del 55% dell'area euro, del 545,6 nel Regno Unito e del 28,2% negli USA. Cfr. Banca d'Italia (2014, p. 208).

prodotti, la crescita dell'economia reale e i mercati finanziari completi, in doverosa posizione ancillare.

Ci si deve pertanto domandare se in occasione dell'avvio della costruzione, per iniziativa dell'Unione Europea, dell'Unione dei mercati dei capitali, di cui si dirà tra breve, non valga la pena di ripensare al modello della banca universale, per ritornare alla separazione tra banca d'investimento e banca commerciale.

5. La Consob, le società e la borsa: “*Much Ado about Nothing*”?

Trascorsi poco più di quattro lustri da quando il ministro Colombo illustrò in Parlamento le finalità della legge istitutiva della Consob, nel 1997 Mario Draghi a sua volta sostenne dinanzi alla Commissione finanze della Camera dei deputati che “il mercato di borsa è relegato [...] in una funzione del tutto sussidiaria rispetto a un sistema fondamentalmente banco centrico”,⁵⁷ e aggiunse che “l'obiettivo è la costituzione di un sistema finanziario che massimizzi l'ammontare di risorse indirizzate verso il sistema produttivo”. Oggi si può ancora rilevare che la modesta funzione sussidiaria della borsa valori italiana è una costante, malgrado le numerose novità di legge. Afflitta da scarsa attrattività nei confronti delle imprese, la borsa italiana è confinata ai margini e agli ultimi posti della graduatoria delle borse valori della UE, seppure in presenza sul territorio nazionale di circa 1000 gruppi e oltre 2500 imprese di medie e grandi dimensioni⁵⁸ potenzialmente ammissibili alla quotazione di borsa.

Quanto segue, adottando gli attrezzi della microeconomia e della finanza, raccoglie tre indizi relativi al funzionamento dei mercati del capitale di rischio, che suggeriscono come e perché nel corso del tempo la borsa valori italiana sia sempre stata asfittica. Gli indizi raccolti riguardano le condizioni operative delle borse valori, l'assetto proprietario delle società quotate e il mercato del controllo societario.

⁵⁷ Audizione del 10 dicembre 1997, ripubblicata in Consob (1998, p. 125).

⁵⁸ Mediobanca (2011, p. VII).

5.1.

Il legislatore del 1974 aveva perso ancora una volta la memoria di quanto osservato trent'anni prima (ai tempi della Commissione Demaria) da Antonio Foglia, presidente dell'Associazione Agenti di cambio di Milano, ovvero che

“fra banca e Borsa c'è confusione [...]. Altro problema scottante è quello delle borse minori [...] la maggior parte delle quali trascina una vita stentata e misera [...]. La borsa è un istituto che presuppone la massima concentrazione delle domande e delle offerte [...] non esistono 'dealer specializzati' e neppure la figura dello '*specialist*' o del '*market maker*'”⁵⁹

come negli USA, operatori che forniscono liquidità al mercato e che saranno introdotti in Italia soltanto nei primi anni Duemila.

Ma le proposte di Antonio Foglia non furono accolte dall'ABI, dalla Banca d'Italia e dall'Associazione italiana agenti di cambio; furono accolte invece in sede di relazione generale.⁶⁰ Più tardi il Parlamento e il Governo si mossero in coerenza con le critiche di allora, mantenendo per lungo tempo lo *status quo* ereditato dal passato.

Prima della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, avvenuta soltanto nei primi anni Novanta, le negoziazioni erano frammentate per sede geografica, per regole relative alla quotazione e per l'internalizzazione degli scambi negli istituti di credito⁶¹ (la ricordata confusione tra banca e borsa).

Distribuite sull'intero territorio nazionale, operavano nove borse valori, con volumi di scambi assai differenti: da Milano in posizione dominante, con circa l'80% degli scambi, a Torino con circa il 4%, a Genova con il 2,5%, Trieste, Venezia, Bologna, Firenze, Napoli e Palermo, con scambi quasi inesistenti.

Analoga frammentazione territoriale era data dalle sei sedi per il mercato ristretto (Milano, Torino, Roma, Genova, Firenze e Napoli),

⁵⁹ Ministero per la Costituente (1946-1947, vol. IV Credito, pp. 223-225).

⁶⁰ *Ibidem*, p. 215; p. 450; p. 451; p. 447.

⁶¹ In difetto di una serie storica, si vedano le varie edizioni della *Relazione annuale* della Consob.

sebbene a Milano fosse concentrato quasi l'80% del controvalore degli scambi, mentre le poche briciole rimanenti erano ripartite tra le altre sedi: da Torino con circa l'8%, fino a Napoli con meno del 2%.

Si può dire che il *'legame con il territorio'* delle borse valori e in particolare del mercato ristretto era anche l'altra faccia del *legame con il territorio* delle banche popolari e delle casse di risparmio.

Ne risultava che la frammentazione degli scambi nelle diverse sedi impediva la liquidità, lo spessore e la liquidabilità dei titoli ivi negoziati, generando la formazione di prezzi non rappresentativi del valore della società quotata. Lo aveva già rilevato la stessa Consob, quando nel 1977 informò inutilmente il mercato che le imprese di dimensioni medio-grandi “non riconoscendo alla quotazione dei titoli un valore oggettivo fanno riferimento a una serie di valutazioni extra mercato per arrivare alla determinazione del valore dei titoli quotati”.⁶²

Dal canto loro, gli istituti di credito generavano negli investitori confusione tra l'operatività propria della banca e quella della borsa valori, avendo internalizzato gli scambi nei cosiddetti borsini, incrociavano domanda e offerta dei titoli elencati nel cosiddetto paniere, e comunicavano alle borse valori soltanto il saldo delle operazioni non concluse.

Il mantenimento di tale assetto frammentato delle negoziazioni costituì la principale ragione per cui l'ABI, manifestando ancora una volta evidente ostilità alle nuove proposte di legge per la concentrazione degli scambi, ritenne di dover sostenere che siffatta concentrazione “risulterebbe scarsamente utile, se non addirittura controproducente”, proponendone il solito rinvio a una data incerta: ovvero “all'avere preventivamente realizzato i presupposti per una effettiva omogeneità di funzionamento dei mercati borsistici della CEE”.⁶³

Vigeva anche la prassi del trasferimento fuori borsa dei pacchetti di controllo, la cui regolamentazione anche soltanto a fini conoscitivi si era rivelata inefficace per lungo tempo. Lo segnalò ancora una volta la Consob a metà degli anni Ottanta, affermando che la sua attività conoscitiva su

⁶² Consob (1977?, p. 7).

⁶³ Memoria presentata dall'ABI, in Camera dei deputati (1984, pp.145 e 165).

detti trasferimenti “si è prevalentemente risolta nella verifica di notizie diffuse dalla stampa” nulla valendo “l’opera di sensibilizzazione dei responsabili delle società”.

5.2.

Avviata comunque nei primi anni Novanta, la concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, il persistere della carenza di titoli di capitale di rischio sul lato dell’offerta, seppure questa fosse alimentata dalla quotazione in borsa delle società privatizzate, comporta ancora oggi un mercato racchiuso entro una sorta di ‘trappola dimensionale’, in cui i prezzi dei titoli negoziati continuano a correre il rischio di non essere significativi della realtà economica e finanziaria dell’emittente, risultando così compromessa anche l’efficienza informativa dei prezzi stessi.⁶⁴

È però vero che le stesse società quotate nella borsa italiana si mostrano tuttora restie ad allargare il mercato con il collocamento in borsa delle proprie azioni, per dare spessore e liquidità al mercato⁶⁵ e consentire la formazione di prezzi significativi dei loro stessi titoli azionari. Infatti, il valore medio del flottante delle società quotate si aggira attorno al 35% del capitale sociale appena.

5.3.

A decorrere dai primi anni Duemila, la nuova direttiva comunitaria MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) ha eliminato l’obbligo della concentrazione degli scambi azionari sui mercati

⁶⁴ È il caso dei titoli ‘sottili’, ovvero con flottante di poco superiore al 25% (che potrebbe scendere fino al 20%) e caratterizzati da bassi volumi degli scambi, e pertanto potenzialmente soggetti a manipolazioni operative. Si aggiunga che le prime trenta società quotate sommano una capitalizzazione di borsa pari a circa il 78-80% della capitalizzazione totale.

⁶⁵ In difetto di un’attendibile e significativa serie storica degli aumenti di capitale a pagamento (e delle emissioni a pagamento di obbligazioni) da parte delle società quotate, rimane irrisolto il giudizio da dare sia sulla tendenza delle società ad accedere al mercato del capitale di rischio e di debito, sia su quella degli investitori sottoscrittori.

regolamentati, al fine di sviluppare la competitività tra i diversi mercati di borsa e altre piattaforme di negoziazione (trading venues), così da stimolare la riduzione dei costi associati alle negoziazioni condotte sui sistemi multilaterali di negoziazione.

Si è riproposto in tal modo il problema della frammentazione degli scambi e dell'efficacia informativa dei prezzi, aggravata dalla prassi di condurre le negoziazioni tramite sempre più complessi algoritmi probabilistici, statistici e matematici, come avviene da qualche tempo nel caso del cosiddetto high frequency trading. Si teme infatti che questo sia un sistema per le negoziazioni che rischia di compromettere il corretto processo di formazione dei prezzi, riducendone l'efficacia informativa.⁶⁶ Forse sarebbe opportuno non consentire tale modalità per le negoziazioni, quantomeno per quelle che rigirano i titoli meno liquidi, potenzialmente soggetti a più agevoli manipolazioni operative.

Si aggiunga che l'inarrestabile processo d'innovazione tecnologica contribuisce alla marginalità degli scambi che avvengono sui mercati regolamentati italiani. Nel caso dell'Italia, infatti, la quota delle negoziazioni condotte sui mercati regolamentati domestici si aggira intorno al 52%; quella sulle piattaforme estere regolamentate intorno al 16%, e quella sui mercati non regolamentati (over-the-counter) circa al 30%.⁶⁷

5.4.

L'indicatore che segue documenta una delle cause che concorrono alla scarsità dell'offerta di titoli di capitale di rischio. Si tratta della struttura proprietaria delle società quotate⁶⁸ e dei costumi della proprietà ad essa sottostanti. Nel 2014 tale struttura evidenziava che appena l'11% delle società quotate era potenzialmente contendibile sul mercato; che più

⁶⁶ Consob (2013a, p. 161).

⁶⁷ Consob (2015, pp. 153-154).

⁶⁸ In difetto di una serie storica, la Consob ha iniziato a rilevare sistematicamente la struttura proprietaria delle società quotate soltanto a decorrere dalla *Relazione per l'anno 1991* (Consob, 1992, p. 175).

della metà erano controllate di diritto, il 20% di fatto e il rimanente 17% da un patto di sindacato; che il primo azionista deteneva una quota del capitale sociale intorno al 45-46%. Molte di queste società quotate sono incluse in gruppi piramidali la cui capitalizzazione di borsa sfiora quasi il 47% del totale.⁶⁹

Questa struttura proprietaria si è rivelata quasi immutabile nel tempo. Ad esempio, qualche anno prima dell'emanazione del TUF (1994) la quota media del capitale sociale detenuta dal primo azionista era del 53,8%, rappresentando circa il 60% della capitalizzazione di borsa; quella detenuta dai primi tre azionisti era del 63,8%, e del 33,6% la quota media sul mercato.⁷⁰

Sono dati che evidenziano il permanere di costumi congelati nel passato, di una diffidenza per le nuove norme, di una struttura proprietaria delle società quotate ingessata da tempo. Su questa, la normativa sembra essere stata calata dall'alto, senza alcuna capacità di innovare i comportamenti della proprietà medesima.

Neppure la permanenza nei listini di borsa delle società quotate si è mostrata una scelta irreversibile della proprietà azionaria. Dall'inizio della crisi finanziaria del 2007, alcune società quotate hanno colto l'occasione, in presenza della caduta dei corsi azionari, non soltanto di riacquistare le proprie azioni, promuovendo offerte pubbliche di acquisto, ma anche di effettuare il delisting; fatti questi che hanno coinvolto circa il 4-5% delle società quotate. Negli ultimi anni (2009-2014), sul mercato telematico della borsa italiana (MTA) il numero delle nuove società ammesse alla quotazione di borsa (22) è stato di gran lunga superato dal numero delle società revocate (68).⁷¹

⁶⁹ Consob (2013b, p. 9).

⁷⁰ Consob (1995, tabb. II.18 e II.19).

⁷¹ Consob (2015, p. 152). In difetto di una serie storica completa, attendibile e almeno distinta per settori merceologici, delle nuove ammissioni alla quotazione e delle cancellazioni dal listino di borsa, la tendenza di questo fenomeno rischia di rimanere irrisolta.

5.5.

Un secondo indicatore dei costumi della proprietà societaria riguarda l'evoluzione nel tempo del mercato del controllo societario, governato dalla normativa per l'informazione societaria e in particolare da quella relativa alle offerte pubbliche di acquisto e scambio. All'avvio degli anni Novanta, con siffatta normativa s'intendeva recepire definitivamente le direttive comunitarie in materia di prospetto informativo per l'offerta pubblica di valori mobiliari.⁷² Questa normativa (legge n. 149/1992) fu inizialmente concepita per favorire le dismissioni delle partecipazioni statali.⁷³ Venne poi radicalmente modificata dal TUF, ove fu adottato il modello da tempo operativo negli Stati Uniti (Williams Act del 1968 e Section 2(a), "Definitions" (3)) e nel Regno Unito ("The Takeover Code. General Principles and Rules"), per modificare, attingendo direttamente al mercato, posizioni di controllo della società per azioni o per incrementare posizioni minoritarie del capitale sociale. In particolare, fu disciplinata sul modello del Takeover Panel del Regno Unito⁷⁴ l'OPA obbligatoria al fine di tutelare gli azionisti di minoranza in occasione di un cambio del controllo societario con il superamento della soglia del 30% delle azioni. Questa disposizione fu subito osteggiata dall'ABI: sin dalla prima proposta avanzata nei primi anni Ottanta, ritenendola "inattuabile sul piano pratico e difficilmente giustificabile concettualmente. Esso esporrebbe infatti l'acquirente a oneri non quantificabili e difficilmente sostenibili [...] tali da escludere a priori [sic] la possibilità di trapasso del pacchetto".⁷⁵

Più tardi (1997-1998), in sede di audizioni parlamentari per la redazione dell'articolato del TUF relativo all'OPA obbligatoria,⁷⁶ il timore

⁷² La Consob ha iniziato a rilevare sistematicamente l'offerta al pubblico di titoli quotati a decorrere soltanto dalla *Relazione per l'anno 1994* (Consob, 1995, tav. II.2).

⁷³ Consob (1993, pp. 21-24).

⁷⁴ "When a person or group acquires interests in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company, they must make a cash offer to all other shareholders at the highest price paid in the 12 months before the offer was announced" (testo disponibile alla URL <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-codewww>).

⁷⁵ Camera dei deputati (1984, p. 164).

⁷⁶ Si rinvia alla documentazione in Consob (1998).

della possibile contendibilità (anche ostile) delle imprese quotate portò molti a sostenere l'eccessiva onerosità dell'OPA obbligatoria (qualora fosse superata la soglia del 30%) soprattutto nel caso in cui il cambio del controllo societario comportasse il riconoscimento del premio di controllo agli azionisti di minoranza. L'eccesso di onerosità fu argomentato in particolare da Confindustria, dall'Assonime, dall'ISVAP, dall'Ania.⁷⁷ Ma tale contrarietà era espressa anche in via strumentale, per contrastare l'altra previsione normativa: che l'OPA obbligatoria avrebbe comportato anche il decadere dei patti di sindacato che garantivano il controllo delle società quotate.

Sottostante a tale ostilità stava l'assetto proprietario delle società quotate, che ritenevano troppo bassa la soglia del 30% oltre la quale sarebbe scattata l'OPA obbligatoria. Molti chiesero che tale soglia fosse innalzata⁷⁸ (alcuni anche fino al 40% o 50%) in modo da consentire alle società quotate il cambio del controllo societario senza dover riconoscere il premio del controllo ai soci di minoranza.

La contrarietà all'OPA obbligatoria era motivata anche dal timore che la vantata onerosità per le imprese italiane non sussistesse invece per le grandi società straniere che volessero fare 'shopping' in Italia. Fu esplicito il rappresentante dell'ISVAP nel sostenere che, anche nel caso delle assicurazioni: "una impostazione 'romantica' delle scalate potrebbe portare al controllo delle imprese italiane con esborsi di risorse relativamente limitati per le dimensioni dei grandi mercati dei capitali".⁷⁹

Date queste premesse, non stupisce che le offerte pubbliche di acquisto o scambio non abbiano quasi mai interessato il mercato del controllo societario italiano.⁸⁰ Dopo il furoreggiare del 1999⁸¹ il mercato

⁷⁷ Consob (1998). Si veda: per la posizione di Confindustria, p. 203; per l'Assonime, pp. 195 ss.; per l'ISVAP, p. 179; per Ania, p. 225; e per ABI, p. 299.

⁷⁸ Consob (1998). Si veda: per l'ISVAP, p. 183; Assonime, p. 197; Confindustria, pp. 203 e 208; Ania, p. 225; ABI, p. 298; Borsa italiana, p. 310.

⁷⁹ Consob (1998, p. 179).

⁸⁰ In difetto di un'adeguata serie storica, si vedano le varie edizioni della *Relazione annuale* della Consob. Da quelle risulta che nei primi cinque anni (1976-1980) della primitiva legislazione si ebbe una sola OPA, nel 1977; nessuna nel 1978; tre nel 1979: concordate, non aggressive e operate da gruppi stranieri su società italiane. Nei dieci anni successivi (1981-1991) il numero delle OPA è salito a circa 20 (tutte di importo modesto

del controllo societario è nei fatti quasi del tutto scomparso, ed è comunque irrilevante sul volume degli scambi.⁸²

5.6.

Vi sono indizi che anche la giustizia amministrativa abbia contribuito a confinare la contabilità delle imprese in un genere letterario. Infatti, a seguito della sua pronuncia a proposito dell'offerta di Assicurazioni Generali su INA, la Consob dovette modificare il proprio regolamento, aderendo a un'interpretazione restrittiva del Testo Unico della Finanza che nei fatti rendeva quasi impossibili le scalate ostili. E così l'evidenza documenta che più che di scalate ostili alla società *target* si deve ragionare su OPA concordate e su amichevoli sistemazioni degli assetti societari della società che effettua l'offerta.

L'unica eccezione da ricordare è costituita dal 'rilancio' (nel 1985), con OPA concorrente del Credito Italiano, sulle azioni del Rolo, a sua volta oggetto dell'offerta di Cariplo. Ma il rilancio non fu ammesso dalla Consob, dopo aver ricevuto un singolare parere del Consiglio di Stato. Anche in questo caso i giudici amministrativi del Consiglio di Stato entrarono con puntuale determinazione nei rapporti economici tra due soggetti privati che perseguivano interessi economici contrapposti, seppure legittimi. Le pronunce della giustizia amministrativa furono soltanto il primo segnale di una generale avversione montante alla contendibilità delle società quotate. Pochi anni dopo (2007) ulteriori modifiche furono apportate dal d.lgs. 229/2007 al TUF, imponendo per legge le regole di neutralizzazione dello scalatore, contraddicendo l'evoluzione normativa che aveva caratterizzato la originaria stesura del Testo Unico, che si basava

e concordate), di cui alcune per eliminare il flottante residuo e cancellare il titolo dal listino ufficiale di borsa (*delisting*); altre di tipo successivo all'acquisizione di un pacchetto rilevante per il controllo; altre ancora di tipo di tipo residuale, aventi per oggetto azioni negoziate al mercato ristretto.

⁸¹ Il riferimento è alle OPA, finanziate prevalentemente con debito, su Telecom (oltre 31 milioni di euro), di Intesa sulla Comit (quasi 9.700 milioni) e delle Assicurazioni Generali sull'Ina (oltre 9.880 miliardi per un totale di oltre 54.000 milioni di euro).

⁸² Consob (2015, p. 223).

sul convincimento che si dovesse favorire anche in Italia un ambiente maggiormente competitivo con riguardo al mercato del controllo societario.⁸³

Si può dunque concludere che i costumi prevalenti nel sistema imprenditoriale italiano, che rifuggono dalla quotazione in borsa e dal permanere su questa, persistono nel racchiudere le loro società, complice la giustizia amministrativa, entro mura ben difese dai gruppi piramidali, dalle elevate quote proprietarie e dai patti di sindacato che, direbbe Sylos Labini, costituiscono “bastioni quasi inaccessibili”⁸⁴ per altri competitori sul mercato del controllo del governo societario.

5.7.

Gli indizi raccolti suggeriscono dunque che la maestosa legislazione e regolamentazione costruita nel tempo non abbiano dato tutti i frutti sperati dal legislatore.

Una nuova occasione per il completamento del mercato finanziario italiano potrebbe ritrovarsi non soltanto nella revisione delle direttive MiFID e MiFID2,⁸⁵ ma soprattutto nella recente iniziativa della Commissione Europea, avviata nei primi mesi del 2015: un’importante consultazione sulla costruzione (entro il 2019?) di una Unione dei mercati dei capitali per tutti i 28 stati membri dell’UE.⁸⁶

Gli obiettivi principali di questa iniziativa ambiscono: a ridurre la dipendenza, in particolare delle piccole e medie imprese europee, dal finanziamento bancario; ad accrescere la complementarità tra mercato del credito e mercato del capitale di rischio; a eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri nel capitale (obbligazionario e azionario) all’interno della UE; e a promuovere relazioni più strette con i mercati dei

⁸³ Per gli aspetti relativi allo sviluppo della contendibilità delle società quotate si rinvia a Cavazzuti (2013).

⁸⁴ Camera dei deputati (1965, p. 61), ristampato in Sylos Labini (2015).

⁸⁵ Consob (2015, pp. 115 ss).

⁸⁶ Commissione Europea (2015); accenni in Consob (2015, pp. 145 ss.).

capitali a livello mondiale. Sono obiettivi che per essere raggiunti necessitano di “un gran numero di riforme essenziali”.⁸⁷

Come si è annotato in precedenza, questa potrebbe essere l'occasione da cogliere per inserire tra le “riforme essenziali” la separazione nell'ordinamento italiano della banca d'investimento da quella commerciale.

Per quanto qui interessa, si evidenzia che nell'intenzione della Commissione, per giungere al compimento dell'Unione dei mercati dei capitali, alla Consob così come alle altre autorità di vigilanza nazionali sarà richiesta, anche con la collaborazione dell'ESMA: l'adozione di prassi di mercato comuni; la riduzione dell'onerosità dell'accesso ai mercati pubblici per le imprese inclini a reperire fondi su questi mercati; la standardizzazione delle emissioni delle obbligazioni societarie; la semplificazione e omogeneizzazione dei prospetti informativi; l'innalzamento del livello di trasparenza dei prezzi dei prodotti negoziati; di accrescere l'estensione e la profondità dei mercati pubblici borsistici; e di rafforzare il mandato all'ESMA in materia di protezione dei consumatori/investitori. Soprattutto, la Commissione raccomanda la convergenza della vigilanza e dei quadri normativi, al fine di ridurre gli ostacoli alle operazioni transfrontaliere all'interno della UE, insieme all'approccio comune in ambito informativo per determinati obblighi di segnalazione.⁸⁸

In siffatto contesto, potrebbe risultare conveniente per le imprese italiane quotate sulla modesta e periferica borsa valori italiana⁸⁹ migrare su piattaforme di negoziazione europee (Euronext⁹⁰ e Deutsche Borse⁹¹), più liquide, di maggior spessore ed estese su di una maggiore gamma di titoli negoziati, traendone il vantaggio della maggiore efficacia informativa dei

⁸⁷ Commissione Europea (2015, p. 5).

⁸⁸ Commissione Europea (2015, pp. 13-16; pp. 22-25); FESE (2015); European IPO Task Force (2015).

⁸⁹ Dal 2007 la Borsa Italiana Spa è stata integrata nel London Stock Exchange (LSE).

⁹⁰ Nato dalla progressiva fusione societaria delle borse valori di Amsterdam, Bruxelles, Parigi e Lisbona. Con la trasformazione in *public company*, Euronext si è quotato.

⁹¹ Nel 2011 Deutsche Borse tentò di fondersi con il NYSE, ma nei primi mesi del 2012 tale fusione venne bloccata dalla Commissione Europea.

prezzi dei titoli negoziati. Questi, a loro volta, sarebbero più rappresentativi del valore di mercato dell'impresa stessa: in particolare del valore delle banche quotate sulla borsa italiana, che così potrebbero liberarsi della retorica del pernicioso *legame con il territorio*.

5.8.

Nell'auspicata prospettiva di sviluppo dell'Unione economica e monetaria europea, in analogia con quanto avvenuto per i mercati creditizi con l'Unione bancaria, con l'istituzione dell'EBA (European Banking Authority) e con l'avvio del Single Supervisory Mechanism (SSM) e del nuovo progetto relativo a un'unica piattaforma europea per la transazioni finanziarie,⁹² la Consob potrebbe essere tenuta a trasferire all'ESMA le funzioni di supervisione e vigilanza diretta ispettiva, sanzionatoria, regolamentare e informativa sulle società quotate, trattenendo per sé, data la non convergenza degli ordinamenti giurisdizionali civili e amministrativi, la sola vigilanza ispettiva e sanzionatoria sul *market abuse*. Sarebbe lo sviluppo auspicato e la conclusione del "progetto Lamfalussy",⁹³ alla cui elaborazione partecipò a suo tempo anche Luigi Spaventa.

Infine, la costruzione dell'Unione dei mercati dei capitali azionari e obbligazionari può costituire l'occasione per accrescere i poteri della BCE assegnandole, ai fini della più efficace politica monetaria europea, anche la facoltà di operare sul mercato azionario (oltre a quella che già possiede sul mercato delle obbligazioni *corporate*): ovvero qualcosa di analogo ai poteri del FOMC (Federal Open Market Committee) e al corrispondente Operations of Open Market Committee della Federal Reserve americana.

⁹² Visco (2015). Il progetto consentirebbe agli intermediari di regolare tutte le transazioni in titoli concluse sui mercati europei utilizzando un unico conto di regolamentazione della propria liquidità.

⁹³ Lamfalussy *et al.* (2001).

5.9.

Tirando le fila degli indizi raccolti, ma in attesa degli auspicati effetti della costruzione dell'Unione dei mercati dei capitali, si evidenzia che la marginalità dell'Italia in rapporto ai fondi di capitali di rischio ancora non le consente di appartenere al gruppo degli otto stati membri (Regno Unito, Germania, Svezia, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi, Francia e Spagna) che detengono circa il 90% di tali fondi.⁹⁴

La stessa capitalizzazione di borsa delle società quotate nella borsa italiana, che aveva lentamente raggiunto, nel 1997, appena il 30% del PIL (valore mai raggiunto negli anni precedenti) con 209 società domestiche quotate, la poneva tra le ultime borse valori della UE, a esclusione della Spagna.⁹⁵ Dopo oltre tre lustri, nel 2014, la capitalizzazione si è attestata nuovamente sul valore del 30% del PIL, seppure in presenza di 244 società quotate, ponendo ancora una volta la borsa italiana tra le più modeste della UE.⁹⁶

Ci si domanda allora se, stante gli indizi raccolti sull'intreccio inefficace tra la Consob, le società e la borsa, sulla marginalità del mercato dei capitali di rischio, sulla non convergenza delle scelte di famiglie e imprese verso gli obiettivi delle norme, sui costi della regolamentazione, sul permanere della patologica fragilità finanziaria delle imprese italiane e sull'inefficacia informativa dei prezzi di borsa, si possa concludere, dopo oltre otto lustri di operatività della Consob e della borsa valori italiana, con la domanda: "*Much Ado about Nothing*"? Tanto per ricordare William Shakespeare.

⁹⁴ Commissione Europea (2015, p. 19).

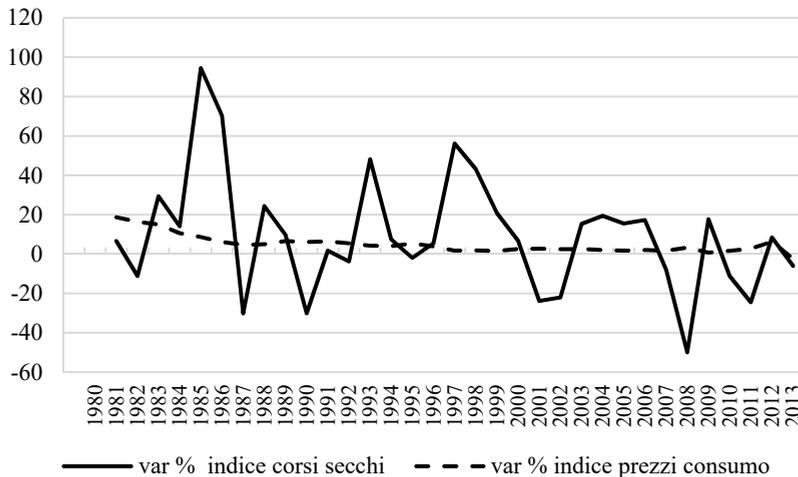
⁹⁵ Nel 1997 la Deutsche Borse mostrava una capitalizzazione di borsa di 2,4 volte quella italiana; quella di Amsterdam di 1,4 volte; Parigi di 1,9 volte; Euronext di 3,8 volte; LSE di 5,9 volte. La sola borsa di Madrid era di 0,8 volte quella di Milano, come riportato dalla Federation of European Securities Exchanges (www.fese.eu, sezione "Historical data").

⁹⁶ Nel 2014, la borsa di Madrid ha superato la borsa italiana con una capitalizzazione di borsa pari a 1,5 volte; Deutsche Borse 2,7 volte; Euronext 5,3 volte; il NASDAQ Nordics & Baltics 1,9 volte; lo Swiss Exchange 2,4 volte.

6. Concludendo ripensando anche a John Maynard Keynes

Un esercizio condotto con alcuni indicatori della borsa valori italiana conclude questa comunicazione, assecondandone alcuni indizi. Nella figura 4 è posto a confronto, a partire dal 1981, l'andamento del saggio di variazione dell'indice dei prezzi al consumo con quello dell'indice di borsa dei corsi azionari secchi (ovvero al netto della distribuzione dei dividendi).⁹⁷ È un esercizio, tra i più semplici, già suggerito anche da Sylos Labini nel 1962,⁹⁸ che consente di valutare, seppure in via approssimativa, la 'tenuta' dei valori delle azioni in termini reali: valutazione che dovrebbe condizionare i comportamenti e i calcoli di convenienza relativa degli investitori, supposti adeguatamente informati, ma forse non compiutamente razionali.

Figura 4 – *Variazione % dell'indice di corsi azionari secchi e dell'indice dei prezzi al consumo*



Fonte: Mediobanca, serie storiche.

⁹⁷ È un indicatore abitualmente utilizzato dai gestori dei patrimoni mobiliari per 'battere' il benchmark associato al profilo di rischio del cliente.

⁹⁸ Camera dei deputati (1965, p. 85).

La sequenza di *up and down* illustrata nella figura 4 documenta scostamenti tra le due variabili talmente rilevanti da far supporre che gli stessi siano dovuti a comportamenti di *euforia irrazionale* (ad esempio uno scostamento positivo di +85 punti nel 1985 e +54 nel 1997), o a comportamenti di *depressione altrettanto irrazionale* (ad esempio uno scostamento negativo di -36 punti nel 1990 e -53 nel 2008). Vi è da supporre, infatti, che tali comportamenti non siano stati mitigati da scelte consapevoli e razionali sulle combinazioni di rischio e rendimento dell'investimento effettuato sul mercato di borsa.

Nel tentativo di spiegare comportamenti siffatti, gli studi di neuroeconomia e di finanza comportamentale, che notoriamente contestano il paradigma neoclassico della razionalità delle scelte individuali, ritengono invece che tali comportamenti siano dovuti, ad esempio, all'*effetto branco*, o all'*effetto trascinamento*, ma anche a *overconfidence*, alla percezione di un tasso d'interesse a *rischio zero*, a decisioni effettuate in base a un campione non rappresentativo dell'universo, a previsioni statistico-matematiche condotte sulla base di serie storiche troppo brevi, e così via.

Nell'incertezza della capacità interpretativa della realtà dei diversi paradigmi, ricordo a me stesso che, al *bricoleur malgré soi* che non voglia violare i canoni della ricerca scientifica e statistica, non è consentito di trarre dal suo *bricolage* conclusioni e proposte di valenza generale. Tuttavia, allo stesso *bricoleur malgré soi* una curiosità e un interrogativo sono permessi, giusto al termine del suo *bricolage*. Non sarà il caso che oggi, a fronte degli indizi raccolti, valga la pena di riconsiderare, quantomeno per la periferica borsa italiana, quanto segue?

“Si è generalmente d'accordo sul fatto che i *casinos*, in nome del pubblico interesse, dovrebbero essere resi inaccessibili e molto costosi. E ciò vale anche per gli *stock exchanges*”

per non dimenticare l'opinione di John Maynard Keynes contenuta nella *Teoria Generale* del 1936.⁹⁹

⁹⁹ Keynes (1936, p. 159).

BIBLIOGRAFIA

- ANDREATTA N. (1981), *Intervento del ministro del Tesoro all'assemblea dell'ABI*, Associazione Bancaria Italiana, 24 giugno, Roma.
- BANCA D'ITALIA (2014), *Relazione per l'anno 2013*, Banca d'Italia, Roma.
- CAMERA DEI DEPUTATI (1965), "Interrogatorio del prof. Paolo Sylos Labini, Seduta di giovedì 8 febbraio 1962", in *Atti della Commissione parlamentare di inchiesta sui limiti posti alla concorrenza nel campo economico*, Doc. XVIII, n. 1, Vol. II, *Resoconti stenografici degli interrogatori conoscitivi (7 febbraio 1962-16 gennaio 1963)*, Servizio studi legislazione e inchieste parlamentari, Roma; disponibile alla URL: http://legislature.camera.it/_dati/leg04/lavori/stampati/pdf/018_001001_F014.pdf.
- (1974a), "Seduta del 28 maggio 1974. Resoconto stenografico", *Atti parlamentari*, VI legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- (1974b), "Seduta del 29 maggio 1974. Resoconto stenografico", *Atti parlamentari*, VI legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- (1974c), "Seduta del 27 maggio 1974. Resoconto stenografico", *Atti parlamentari*, VI legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- (1974d), "Seduta del 8 maggio 1974. Resoconto stenografico", *Atti parlamentari*, VI legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- (1974d), "Seduta del 8 maggio 1974. Resoconto stenografico", *Atti parlamentari*, VI legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- (1982a), "Relazione della Commissione parlamentare d'inchiesta sul caso Sindona e sulle responsabilità politiche ed amministrative ad esso eventualmente connesse. Relazione conclusiva e relazioni di minoranza", *Atti parlamentari*, VIII legislatura, doc. XXIII n. 2 sexties, Camera dei deputati, Roma.
- (1982b), "Interpellanze e interrogazioni urgenti sul caso Calvi. Resoconti stenografici delle sedute del 2 luglio e 8 ottobre 1982", *Atti parlamentari*, VIII legislatura, doc. XXIII n. 2 sexties, Camera dei deputati, Roma.
- (1984), "Indagine conoscitiva sui problemi relativi alla funzionalità ed operatività della Consob. Resoconti stenografici della Commissione finanze e tesoro", *Atti parlamentari*, IX legislatura, Camera dei deputati, Roma.
- CAMERA DEI DEPUTATI e SENATO DELLA REPUBBLICA (1979), "Commissione inquirente per i procedimenti di accusa. Relazione relativa all'emanazione di provvedimenti recanti benefici a favore di operatori del settore petrolifero", presentata alle Presidenze delle Camere il 9 febbraio, *Atti parlamentari*, Senato della Repubblica e Camera dei deputati, Roma.
- (2001), "Commissione parlamentare d'inchiesta sul dissesto della Federazione italiana di Consorzi agrari. Relazione finale", *Atti parlamentari*, XIII legislatura, doc. XXIII n. 61, Senato della Repubblica e Camera dei deputati, Roma.
- CARLI G. (1975), "Considerazioni finali", *Relazione annuale della Banca d'Italia per l'anno 1974*, Banca d'Italia, Roma.
- CAVAZZUTI F. (2013), "Luigi Spaventa in Consob", *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 263, pp. 299-335. Ripubblicato in (2014), *Giurisprudenza Commerciale*, vol. 41 n. 1, pp. 5-32.
- (2015), "Appunti e spunti da una breve stagione riformista", *Moneta e Credito*, vol. 68 n. 270, pp. 187-218.
- CIAMPI C.A. (2010), *Non è il paese che sognavo*, il Saggiatore, Milano.

- COMMISSIONE DI STUDIO DE GREGORIO (1965), *Relazione allo schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, mimeo, Roma.
- COMMISSIONE EUROPEA (2015), *Libro Verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 18 febbraio, Commissione Europea, Bruxelles.
- COMMISSIONE INTERMINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE SULLE SOCIETÀ (1973), *Schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina delle società per azioni*, 9 maggio, mimeo, Roma.
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB) (1976), *Relazione per l'anno 1975*, Consob, Roma.
- (1976?), *Relazione sull'attività svolta nel 1975*, Fotocoproduzione e stampa, Artigrafiche S. Marcello, Roma, s.d.
- (1977?), *Relazione alla Commissione finanze e tesoro del Senato nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento della borse valori in Italia*, Eurasia, Roma, s.d.
- (1983), *Relazione sull'attività svolta nel 1982*, Consob, Roma.
- (1986), *Relazione per l'anno 1985*, Consob, Roma.
- (1988), *Relazione per l'anno 1987*, Consob, Roma.
- (1989), "Direttiva sulla completa liberalizzazione dei movimenti di capitale", in (id.), *Relazione per l'anno 1988*, Consob, Roma.
- (1991), "Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «Disciplina dell'attività dell'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari». Raccolta completa degli atti parlamentari, a cura di M. Veronesi", *Quaderni di Finanza*, n. 3, Consob, Roma.
- (1992), *Relazione per l'anno 1991*, Consob, Roma.
- (1993), *Relazione per l'anno 1992*, Consob, Roma.
- (1995), *Relazione per l'anno 1994*, Consob, Roma.
- (1998), *Testo Unico della Finanza, Raccolta atti parlamentari*, Consob, Roma.
- (2013a), "I rischi dell'*high frequency trading*", in (id.), *Relazione per l'anno 2012*, Consob, Roma.
- (2013b), "Corporate groups in Italian listed companies", in (id.), *Report on corporate government of Italian listed companies*, Consob, Roma.
- (2015), *Relazione per l'anno 2014*, Consob, Roma.
- EUROPEAN IPO TASK FORCE (2015), *Rebuilding IPOs in Europe. Creating Jobs and Growth in European Capital Markets*, 23 marzo, Bruxelles; disponibile alla URL http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf.
- FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES (FESE) (2015), *Response to the European Commission's consultation paper on the Green Paper on the Capital Markets Union*, 9 Maggio, Bruxelles; disponibile alla URL https://www.fese.eu/images/documents/position-papers/2015/FESE-Response_CM_U-Green%20Paper-150513.pdf.
- FINANCIAL TIMES (1991), "Italy passes law-banning insider trading", 9 maggio.
- KEYNES J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Londra.
- LAMFALUSSY A., HERKSTRÖTER C., ROJO L.A., RYDEN B., SPAVENTA L., WALTER N., WICKS N., WRIGHT D. e DELSAUX P. (2001), *Final Report of the Committee of Wise*

- Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 febbraio, Brussels, disponibile alla URL http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf.
- MCCRAW T.K. (1974), *Prophets of Regulation*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (MA).
- MEDIOBANCA (2011), *Le principali società italiane*, Ufficio studi, Milano.
- (2013), *Serie storiche*, Ufficio studi, Milano.
- MINERVINI G. (1989), *La Consob*, Liguori Editori, Napoli.
- MINISTERO PER LA COSTITUENTE – COMMISSIONE ECONOMICA (1946-1947), *Rapporto della Commissione economica per l'Assemblea Costituente* (presieduta da Giovanni Demaria), Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma.
- SENATO DELLA REPUBBLICA (1993), “Relazione della Corte dei conti al Parlamento su Ente partecipazioni e finanziamento industria manifatturiera (EFIM)”, *Atti parlamentari*, XI legislatura, doc. XV n. 28, Senato della Repubblica, Roma.
- SPAVENTA L. (2002), “Le mele marce della finanza”, *www.lavoce.info*, 17 settembre, disponibile alla URL <http://archivio.lavoce.info/articoli/pagina107.html>; ripubblicato in (2014), in Pedone A. (a cura di), *Luigi Spaventa. Contro gli opposti pessimismi*, Castelvecchi, Roma, pp. 37-40.
- SYLOS LABINI P. (2015), “Interrogatorio del prof. Sylos Labini”, *Moneta e Credito*, vol. 68 n. 270, pp. 219-269.
- VISCO I. (2015), “Translating a shared vision into a winning story”, welcoming remarks by the Governor of the Bank of Italy at the *T2S launch celebration*, 2 luglio, Milano.