

Presentazione

Sono passati dieci anni da quando ho pubblicato, insieme alle mie colleghe e collega, il libro “il mercato azionario”. Durante questo lungo periodo il mercato azionario ha affrontato direttamente o indirettamente numerosi cambiamenti, la maggior parte dei quali originano dalla crisi dei mutui sub-prime. Alla crisi dei mutui sub-prime e alla conseguente crisi del debito sovrano, che ha minacciato di destabilizzare numerosi paesi europei, fra cui il nostro, suscitando forti dubbi sulla sopravvivenza stessa dell’euro, le autorità di vigilanza hanno risposto sia con una inusitata politica monetaria, sia con una corposa e incessante produzione normativa. Della prima hanno beneficiato i mercati azionari: in particolar modo quelli statunitensi, che hanno registrato il più lungo ciclo rialzista della storia. La seconda risposta ha assunto, specie in Europa, una connotazione di “re-istituzionalizzazione” delle infrastrutture del mercato finanziario. Fino all’epoca precedente la crisi, la prospettiva delle direttive era micro-prudenziale, avendo come obiettivo la protezione del risparmiatore, e si incardinava sulla stabilità del singolo operatore (società di gestione del mercato o intermediario), sulla trasparenza e sulla correttezza dei suoi comportamenti. Con il nuovo corso la regolamentazione comunitaria inserisce all’interno del suo perimetro anche obiettivi e strumenti di vigilanza macro-prudenziali, al fine di evitare che le (future) crisi finanziarie abbiano impatti negativi sulla crescita economica.

Anche l’intensa diffusione delle tecnologie informatiche deriva, in un certo senso dalla crisi finanziaria dei mutui sub-prime. La debolezza del sistema finanziario tradizionale ha creato l’opportunità per l’entrata di nuovi operatori, i cosiddetti fintech, che grazie al loro patrimonio tecnologico e ai minori vincoli regolamentari, hanno innescato dirompenti cambiamenti anche nel mercato azionario.

Il titolo di questo volume “L’investimento a reddito variabile”, vuole richiamare l’attenzione sull’assunzione di un rischio che normalmente è maggiore dell’investimento a reddito fisso – storicamente preferito dagli investitori italiani – ma che generalmente è ricompensato da un rendimento maggiore, a patto che si applichi un’adeguata diversificazione. Nel considerare questo tipo di investimento occorre quindi che il risparmiatore conosca le caratteristiche del mercato del reddito variabile e, soprattutto, sia consapevole della propria capacità di sopportarne gli effetti. L’investimento può essere realizzato in autonomia, decidendo come e quando movimentare il proprio portafoglio azionario, oppure rivolgendosi ad un consulente fi-

nanziario, per ottenere adeguati consigli o, in alternativa, delegando un intermediario finanziario affinché adotti, nell'interesse del cliente, le opportune decisioni di investimento. Nelle pagine di questo volume sono sviluppate le tre modalità di investimento menzionate, precedute da un capitolo dedicato alla struttura e ai più significativi tratti innovativi del mercato azionario.

Ringrazio le mie colleghe di Intermediari – Marina, Paola, Eleonora e Cristina – per il sostegno e l'affetto che mi hanno sempre dimostrato.

Dedico questo volume a Paolo, Sara e Anna, mi hanno resa felice e orgogliosa di essere la loro mamma. E anche al “pulcino” Beatrice, la nipotina che alimenta l'entusiasmo per la vita.

Patrizia Pia

Capitolo Primo

Le caratteristiche dei mercati azionari

SOMMARIO: Introduzione. – 1.1. Il ruolo del mercato azionario e i principali indicatori. – 1.2. L'andamento dei mercati azionari dal 1998 al 2018. – 1.3. La regolamentazione del mercato italiano e dei mercati europei. – 1.3.1. I servizi e le attività di investimento. – 1.3.2. La protezione dell'investitore. – 1.3.3. La struttura dei mercati secondari azionari. – 1.3.4. Il sistema europeo di vigilanza finanziaria. – 1.4. La Borsa Italiana Spa e le principali Borse europee.

Introduzione

Gli scambi dei titoli che conferiscono diritti di partecipazione al capitale d'impresa si svolgono nel mercato azionario, quest'ultimo assolve importanti funzioni atte a sostenere la crescita economica¹ di un Paese, fornendo un importante canale di finanziamento per l'economia reale, aiutando ad allocare i rischi e a ridurre quello sistemico². Inoltre, numerosi studi empirici, soprattutto relativi a imprese statunitensi, indicano che il capitale azionario favorisce l'innovazione³.

¹ «The bulk of the historical evidence indicates that on average, financial development has a positive, monotonic effect on economic growth. This conclusion is reached in studies based on aggregate data, on industry data, and on firm data; it obtains in studies relying on modern data as well as in studies utilizing historical time series; it is reached both in samples dominated by industrialized countries and in samples dominated by emerging markets; and it is robust to numerous econometric techniques aimed at gauging a causal relationship between financial and economic development in the data». A. POPOV (2017), *Evidence on finance and economic growth, European, Central Bank, Working Paper series*, n. 2115, pp. 2-3.

² S. LANGFIELD, M. PAGANO (2015), *Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth*, ECB Working Paper Series, n. 1797.

³ Numerosi lavori recenti hanno dimostrato che il contributo marginale delle banche alla crescita economica diminuisce, mentre quello dei mercati dei capitali aumenta con lo sviluppo economico, in particolare perché i finanziamenti del mercato sono più efficaci nel promuovere l'innovazione e la produttività e nel finanziare nuove fonti di crescita. J.R. BROWN *et al.* (2009), *Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom*, *Journal of Finance*, n. 64, pp. 151-185;

Dopo aver sottolineato l'importanza del mercato azionario e quali indicatori vengono utilizzati per misurarne la dimensione, l'ampiezza e la sua liquidità, si tratteggia l'andamento dei principali mercati azionari, statunitense ed europei, negli ultimi vent'anni. Ampio spazio viene dedicato alla normativa italiana ed europea che riveste un ruolo pregnante, specie negli anni successivi alle crisi dei mutui *subprime* e a quella del rischio sovrano. Il capitolo si conclude con un focus sulla società che gestisce la nostra Borsa e al London Stock Exchange Group a cui appartiene dal 2007.

1.1. Il ruolo del mercato azionario e i principali indicatori

Il mercato azionario è il luogo in cui si svolgono gli scambi dei titoli azionari, vale a dire quei titoli che conferiscono diritti di partecipazione al capitale dell'impresa. Le principali funzioni attribuite al mercato dei capitali, a cui appartiene quello azionario, sono quella di collegare direttamente gli offerenti e i richiedenti fondi (*funding*) e quella di facilitare l'acquisizione o la dismissione della partecipazione all'investimento nel momento desiderato (liquidità). Rendendo più agevole il trasferimento delle risorse finanziarie dagli investitori alle imprese, tramite la negoziazione delle azioni, il mercato azionario non è solo una fonte di finanziamento, in aggiunta ai finanziamenti a titolo di debito e agli utili non distribuiti (autofinanziamento), ma anche il mezzo più consono con cui è possibile ripartire fra una pluralità di soggetti i rischi relativi all'attività imprenditoriale.

Nell'ambito della seconda funzione, il mercato azionario permette di determinare il prezzo delle azioni scambiate, grazie all'aggregazione delle informazioni concernenti sia l'evoluzione dell'economia nel suo complesso (quali ad esempio, le aspettative circa l'andamento dei tassi di interesse e dei profitti aggregati delle imprese) sia il trend futuro delle variabili relative al singolo emittente (per esempio, le prospettive del mercato del prodotto o la valutazione sull'efficacia dei dirigenti dell'emittente di un certo titolo azionario). Il mercato azionario è quindi il luogo d'incontro di una moltitudine di investitori dotati di informazioni potenzialmente diverse e il prezzo di mercato, oltre che riassumere tempestivamente tali informazioni, è un segnale pubblico, condiviso con tutti i partecipanti.

Identificate le attività del mercato azionario, occorre poter verificare se il medesimo svolge adeguatamente le funzioni a cui è deputato. Gli indicatori comunemente impiegati per misurarne la dimensione, l'ampiezza e la liquidità del mercato sono: la capitalizzazione, il numero di società quotate, l'importo di capitale raccolto dalle società quotate e il turnover del mercato azionario. Per una breve descrizione della modalità di calcolo e del valore informativo degli indicatori elencati si può visionare l'inserito 1.1.

Insero 1.1. – Principali indicatori dei mercati azionari**1. Capitalizzazione = n. di titoli emessi (corso dei titoli quotati)**

Esprime il valore di mercato di tutti i titoli quotati, ossia il “valore complessivo della Borsa”. Spesso si utilizza calcolandone il rapporto con il prodotto interno lordo, per misurare il peso del mercato azionario nel sistema economico di un paese.

L’incremento o decremento del suo valore è influenzato da due componenti: effetto volume (aumento/riduzione del numero di titoli emessi) ed effetto prezzo (rialzo/ribasso delle quotazioni).

2. N. società quotate

Offre una generale indicazione sulla dimensione della Borsa e sull’ampiezza del listino, elementi che contribuiscono a rendere un mercato più efficiente. Il dato può inoltre essere interpretato come misura del peso relativo del canale azionario come fonte di finanziamento per le imprese.

3. Emissioni nette

Le Emissioni nette sono costituite dagli aumenti di capitale al netto di quelli di società collegate per la quota partecipata dalla controllante.

Misura l’importanza del mercato primario quale fonte di finanziamento delle imprese in termini di capitale di rischio.

4. Turnover = $\frac{\text{Controvalore degli scambi in un periodo}}{\text{Capitalizzazione media (*)}}$

(*) Media aritmetica del valore della capitalizzazione di inizio e di fine periodo.

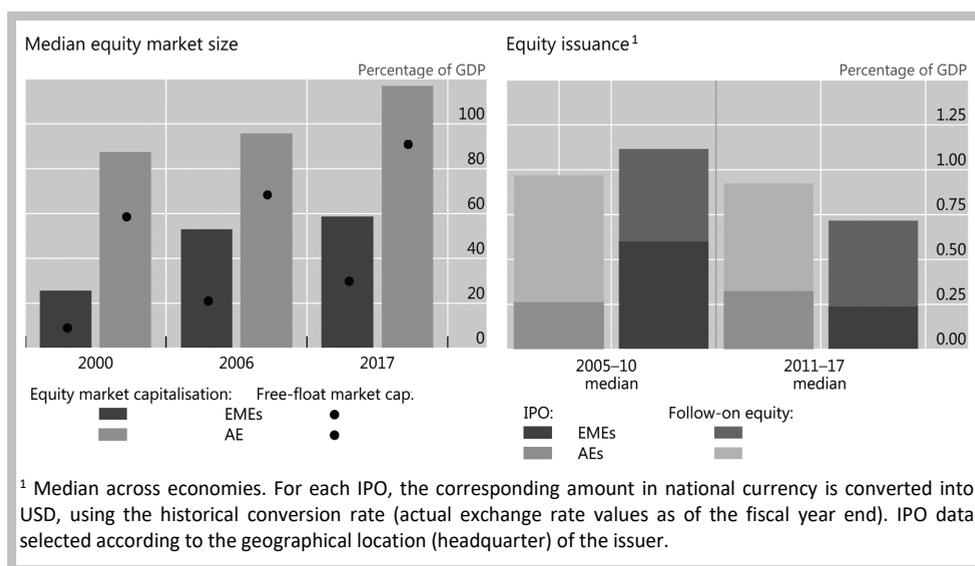
Misura la liquidità del mercato secondario attraverso il passaggio di mano del **flottante**, ossia della quota di azioni presenti sul mercato non detenuta dal socio o dai soci di controllo.

L’insero 1.2, invece, offre un interessante confronto temporale (2000-2017) fra mercati azionari di economie avanzate (AEs) e mercati azionari di economie emergenti (EMEs), in termini di capitalizzazione in percentuale del PIL e di capitalizzazione del flottante (riquadro di sinistra). Secondo i dati elaborati dal Committee on the Global Financial System⁴ la capitalizzazione media dei mercati delle economie avanzate è passata dall’85% circa al 115% del PIL tra il 2000 e il 2017, mentre la stessa metrica per il gruppo EMEs è più che raddoppiata, passando da circa il 25% a

⁴ COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2019), *Establishing viable capital markets*, CGFS Papers, n. 62, Bank for International Settlement, pp. 1-71. Depending on data availability, the jurisdiction sample in the report comprises AR, AU, BE, BR, CA, CH, CL, CN, CO, CZ, DE, DK, ES, FR, GB, HK, HU, ID, IL, IN, IT, JP, KR, MX, MY, NL, NO, NZ, PE, PH, PL, RO, RU, SA, SE, SG, TH, TR, US and ZA.

quasi il 60% del PIL. Misurato in base al flottante, il divario tra gli AEs e le EMEs è maggiore. La capitalizzazione media del flottante delle EMEs è pari a circa il 50% della capitalizzazione totale del mercato azionario rispetto all'80% dei mercati azionari avanzati.

Inserto 1.2. – Capitalizzazione ed emissioni di azioni AEs e EMEs a confronto

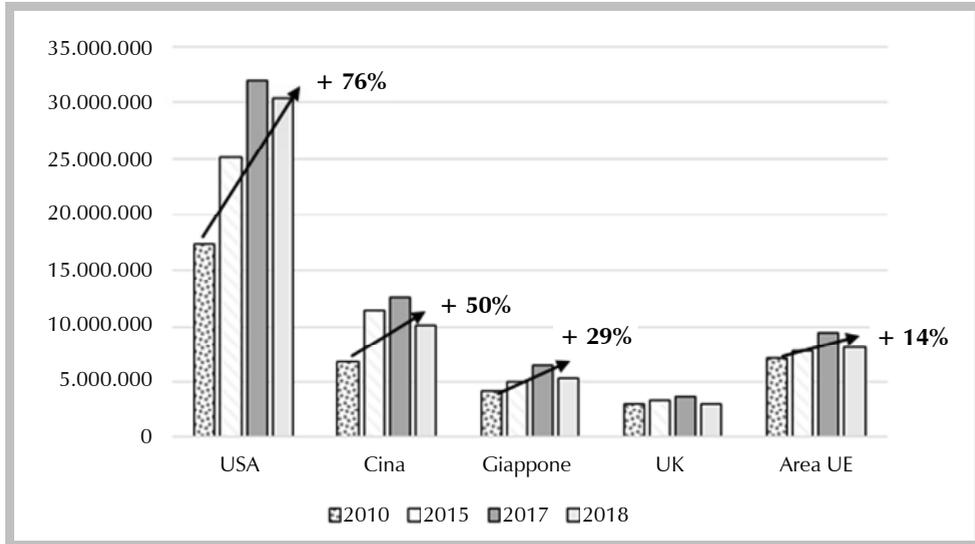


Fonte: Committee on the global financial system (2019).

Osservando il riquadro di destra, che riporta i capitali mediamente raccolti in percentuale del PIL in occasione del primo accesso in Borsa (IPO) e nelle raccolte successive, le dimensioni dei mercati azionari EMEs e AEs sono più simili. Negli AEs, circa lo 0,95% del PIL è stato aumentato annualmente attraverso emissioni azionarie dal 2005. Nelle EMEs, l'ammontare mediano dell'emissione azionaria annuale era appena inferiore allo 0,75% del PIL nel 2011-2017, passando da oltre l'1% del PIL nei cinque anni precedenti.

Rivolgendo l'attenzione alla capitalizzazione dei principali mercati azionari mondiali, rilevata negli anni 2015-2018 e confrontata con quella del 2010 (v. inserto 1.3), si può osservare che alle spalle dei mercati statunitensi (NYSE e Nasdaq), la cui capitalizzazione è aumentata del 76% in otto anni, non vi sono più le Borse europee (Euronext, Deutsche Börse AG, BME Spanish Exchanges, Nasdaq Nordic Exchanges e Borsa Italiana), la cui capitalizzazione è cresciuta solo del 14%, ma quelle cinesi (Hong Kong, Shanghai e Shenzhen) che hanno realizzato un incremento pari al 50%. Solo la capitalizzazione della Borsa inglese⁵ non è aumentata in questi otto anni.

⁵ Depurata del dato di Borsa Italiana.

Inserto 1.3. – Capitalizzazione principali Borse mondiali (USD milioni)

Fonte: elaborazione dell'autrice su dati *World Federation of Exchange*.

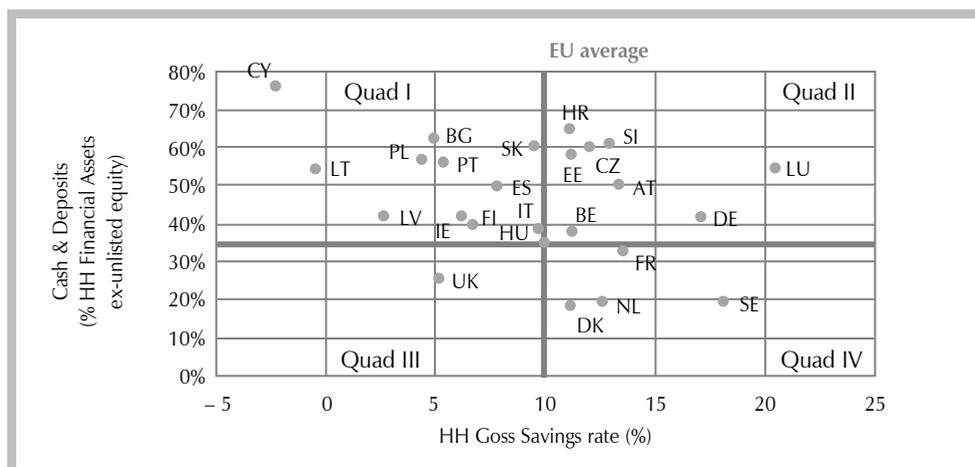
La capitalizzazione del mercato azionario cresce anche quando vi sono nuovi capitali disponibili per essere impiegati. La famiglia media dell'UE accumula risparmi ad un tasso superiore rispetto ad altre giurisdizioni (tasso di risparmio netto del 6% circa, rispetto al 3,3% negli Stati Uniti e al 2,6% in Giappone), ma investe il 35% di tali risparmi in strumenti conservativi come contanti o depositi, mentre negli Stati Uniti le famiglie allocano solo il 15% in tali strumenti⁶. In altri termini, l'Europa non ha convertito i suoi più alti tassi di risparmio in titoli produttivi a lungo termine dei mercati dei capitali. La questione rientra nel progetto portato avanti dalla Commissione europea dal 2015 per metter in moto maggiori capitali in Europa al servizio delle imprese (*Capital Market Union*). L'obiettivo è infatti quello di fornire alle aziende del vecchio continente, incluse le Pmi, un bacino sempre mag-

⁶ «Over the last five years, the total amount of EU household savings in financial assets has shown a positive increase from 108.7% of GDP in 2012 to 118.2% of GDP in 2017, although admittedly with minor improvements since 2014 when households had accumulated an amount of 117% of GDP in financial assets. The widening gap of EU households' stock of financial assets with that of the US over the last decade is striking, from a difference of 124% of GDP in 2008 to 170% of GDP in 2017. This is in part attributed to the fact that since 2008 US asset prices have risen faster than in Europe (S&P500 has gained 195% during 2008-17 vs. 96% by STOXX600 in the same period) which, for purposes of the indicator, has been partially offset by a faster GDP growth in the US than in Europe (32% nominal increase in GDP vs 17% in the EU during 2008-17). By asset classes, in the EU the most prominent increase in the indicator over the last five years has been households' holdings of insurance and pension products (+ 7.4%), followed by savings in investment funds (+ 5.4%)». Cfr. ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKET IN EUROPE-AFME, (2018), *Capital Markets Union. Measuring progress and planning for success*, September, p. 13, in www.afme.eu.

giore di capitali e un ventaglio sempre più ampio di fonti di finanziamento. Esiste, tuttavia, una considerevole eterogeneità tra gli Stati membri dell'UE nel loro ammontare di risparmi e nel profilo di allocazione delle attività.

L'inserto 1.4 mostra i tassi di risparmio lordo⁷ per gli Stati membri dell'UE e la percentuale di attività finanziarie detenute in denaro e depositi. La maggior parte dei paesi presenta saggi di risparmio delle famiglie inferiori alla media UE, che si traduce in un contributo minimo di fondi per l'aumento di capitale sociale o per sostenere la convergenza economica con il resto dell'Europa (quadrante I). Paesi Bassi, Svezia e Danimarca sono nel quadrante ideale (IV), caratterizzato da una combinazione di alto tasso di risparmio e bassa allocazione del risparmio in denaro o depositi. Germania, Lussemburgo e Austria presentano alti tassi di risparmio, ma investono prevalentemente in strumenti non di capitale⁸.

Inserto 1.4. – Tassi di risparmio e asset liquidi dei Paesi UE

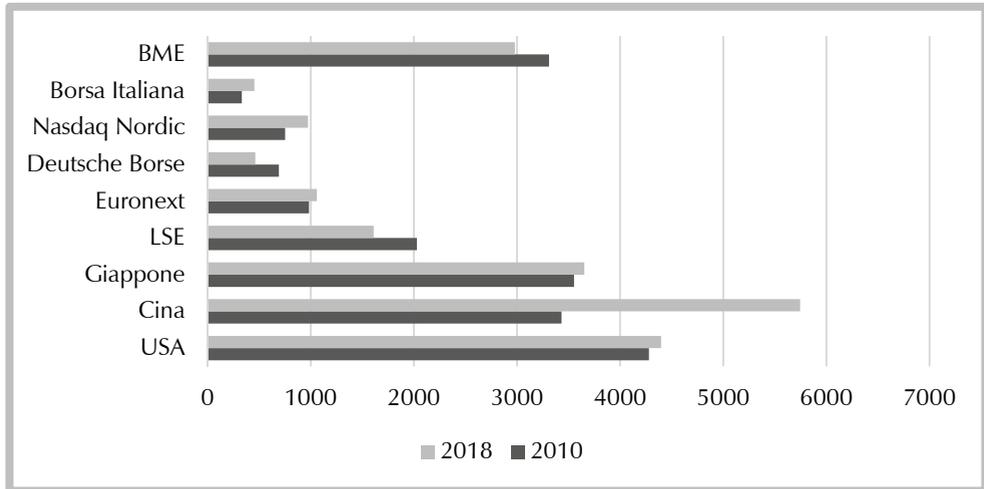


Fonte: AFME (2018), *Capital Markets Union. Measuring progress and planning for success*.

L'ampiezza dei listini delle principali Borse mondiali è indicata nell'inserto 1.5 ove il numero di società quotate dell'anno 2010 è confrontato con quello del 2018.

⁷ The average gross savings rate for EU countries is 10%, which is equivalent to a 6% net rate after deducting for depreciation of fixed assets consumption.

⁸ «There are structural factors that impede the development of robust pools of capital which cannot be addressed sufficiently through CMU policy interventions. Household financial assets (excluding cash and deposits) as % of GDP are strongly correlated with per capita incomes— as household income and net wealth improves, there is a larger propensity to accumulate savings and wealth in financial instruments. Other factors such as preferences towards highly liquid low-yield assets in response to uncertainty regarding economic future (i.e. precautionary savings), pensions taxation, or population dynamics, are also outside CMU's policy remit». Cfr. AFME, *op. cit.*, p. 16.

Inserto 1.5. – Numero società quotate nelle principali Borse

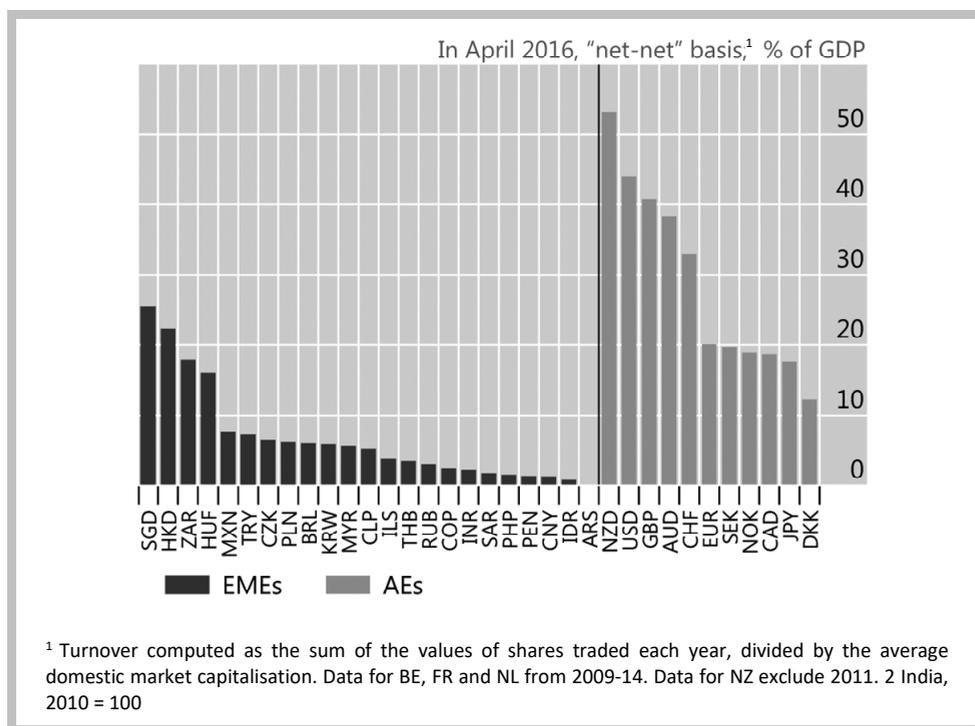
Fonte: elaborazione dell'autrice su dati *World Federation of Exchange*.

Nell'arco del periodo sotto osservazione si sono ampliati tutti i listini considerati – con variazioni del + 67% per le Borse cinesi, + 36% per il listino italiano e + 29% per Euronext – tranne quelli delle Borse tedesche (– 33%), inglese (– 21%) e spagnola (– 10%). Il dato della Borsa spagnola però non è direttamente confrontabile con le altre, in quanto include anche i fondi comuni d'investimento.

L'inserto 1.6, invece, offre una visione dell'andamento del turnover medio relativo ai mercati azionari delle economie emergenti e delle economie avanzate.

Il confronto fra periodi pre (2003-2008) e post (2009-2017) crisi dei mutui *sub-prime* permette di evidenziare come gli unici mercati azionari in cui il turnover medio non ha subito variazioni significative sono quello italiano e quello tedesco per le AEs e quello turco per le EMEs. Per quasi tutti gli altri paesi, specie se AEs, il turnover medio si è ridotto, anche in modo accentuato nel periodo post crisi. Andamento opposto per il mercato azionario cinese che ha visto un notevole incremento nel turnover medio post crisi.

Inserto 1.6. – Confronto turnover annuo medio pre e post crisi, mercati EMEs versus mercati AEs

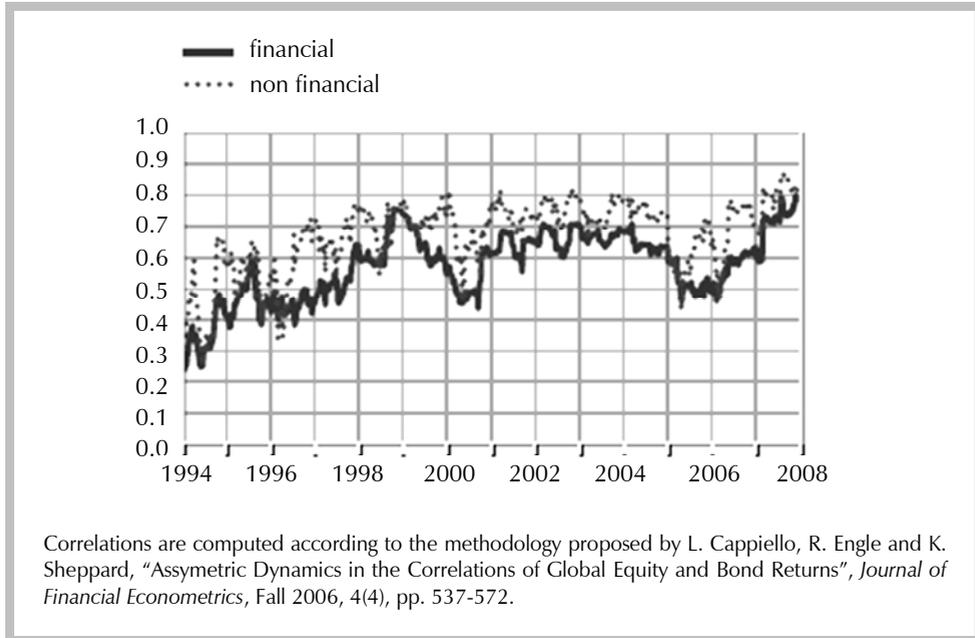


Fonte: Committee on the global financial system (2019).

1.2. L'andamento dei mercati azionari dal 1998 al 2018

La storia dei mercati azionari degli ultimi venti anni (1998-2018) è stata indubbiamente dominata dall'andamento della Borsa americana, specchio della maggiore, potenza industriale a livello mondiale. L'inserto 1.7 evidenzia chiaramente il legame fra mercati azionari statunitensi e quelli europei. Le correlazioni, sia nell'ambito dei titoli del settore finanziario, sia in quello non finanziario, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, hanno mostrato una chiara tendenza al rialzo: esse sono aumentate da circa 0,3 all'inizio del 1994 a circa 0,8 alla fine del periodo in esame. Questo aumento del grado di co-movimenti tra mercati azionari è stato ascrivito a una serie di fattori in gioco fin dai primi anni '90, quali, ad esempio: i crescenti flussi di capitali transfrontalieri, l'internazionalizzazione delle principali istituzioni finanziarie, la diversificazione del portafoglio internazionale e la sincronizzazione dei cicli economici⁹.

⁹ «For instance, developments in the asset prices of global corporations reflect economic shocks in

Inserto 1.7. – Le correlazioni fra mercato azionario US e mercati area euro

Fonte: EUROPEAN CENTRAL BANK (2008).

Come si è visto, l'influenza del mercato americano ha fortemente condizionato le performance dei mercati azionari dell'area euro, più piccoli, più giovani e, per lungo tempo, meno avanzati. Il loro vero sviluppo si colloca, infatti, verso la fine degli anni '90 grazie ad una serie di fattori tra loro interconnessi: la globalizzazione dei sistemi finanziari, l'innovazione tecnologica e l'introduzione dell'euro, che ha portato ad una sensibile riduzione dei tassi di interesse e ad un conseguente spostamento – almeno fino alla crisi dei mutui *subprime* – dei risparmiatori dai titoli pubblici a forme di investimento più redditizie, quali l'investimento azionario.

Nel corso del paragrafo si prende quindi in esame l'evoluzione del mercato azionario americano ed europeo individuando sostanzialmente sei fasi ¹⁰:

- | | |
|--|-----------|
| 1. l'espansione: | 1998-2000 |
| 2. la bolla tecnologica e gli scandali finanziari: | 2000-2002 |
| 3. la ripresa: | 2003-2007 |

many countries and sectors. To the extent that returns are increasingly determined by global factors, different markets tend to exhibit higher correlations». Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK (2008), *How cross-border correlation in equity markets have changed during the recent financial turmoil*, Monthly Bulletin, February, p. 40.

¹⁰ Le prime quattro fasi sono liberamente tratte da E. ISAIA (2009), *Il mercato azionario: aspetti generali*, in P. PIA (a cura di), *Il mercato azionario*, Giappichelli, pp. 2-12.

- | | |
|---|-----------|
| 4. la crisi finanziaria dei mutui <i>subprime</i> : | 2007-2008 |
| 5. la crisi del debito sovrano nell'area euro: | 2009-2012 |
| 6. il lungo ciclo azionario statunitense: | 2013-2018 |

1. 1998-2000

Il biennio di fine secolo conferma il ruolo dominante del mercato azionario statunitense che continua ad essere il punto di riferimento delle altre Borse. Le quotazioni delle azioni americane, specialmente nel 1999, salgono a livelli record, consolidando una sempre più stretta relazione tra economia reale e mercati finanziari. L'introduzione delle nuove tecnologie, in particolare nel campo dell'informazione, non alimenta solo la crescita esponenziale dei titoli legati alla *New Economy*, ma segna un cambiamento strutturale del rapporto tra ricchezza azionaria e consumi. La sostenuta crescita della Borsa muta, infatti, la percezione del rischio: la costante ricchezza proveniente dall'investimento azionario, da un lato, alimenta così i consumi e, dall'altro, riduce il premio per il rischio, permettendo alle imprese di raccogliere capitale ad un costo più contenuto ed aumentare il proprio rapporto prezzo/utile¹¹. La Borsa quindi non si limita a seguire l'andamento dell'economia reale, ma lo determina, aumentando però l'esposizione al rischio dell'intero sistema.

In Europa si assiste ad un forte sviluppo dei mercati, reduci da processi di demutualizzazione e ammodernamento, realizzati nel corso degli anni '90. Le Borse sono ancora fortemente legate alle proprie "storie" nazionali, ma in generale, cresce la capitalizzazione di Borsa, aumenta il numero delle società che accedono alla quotazione e si moltiplicano gli scambi. I motori dello sviluppo delle Borse europee sono, da un lato, i processi di privatizzazione realizzati massicciamente in tutta Europa, e dall'altro la fortissima crescita della *New Economy*, le cui società, operando in settori quali l'*hi-tech*, le telecomunicazioni, le biotecnologie, sono in grado di generare alti rendimenti in tempi brevissimi. Le aspettative sugli utili futuri alimentano le quotazioni correnti spingendo in alto i listini¹².

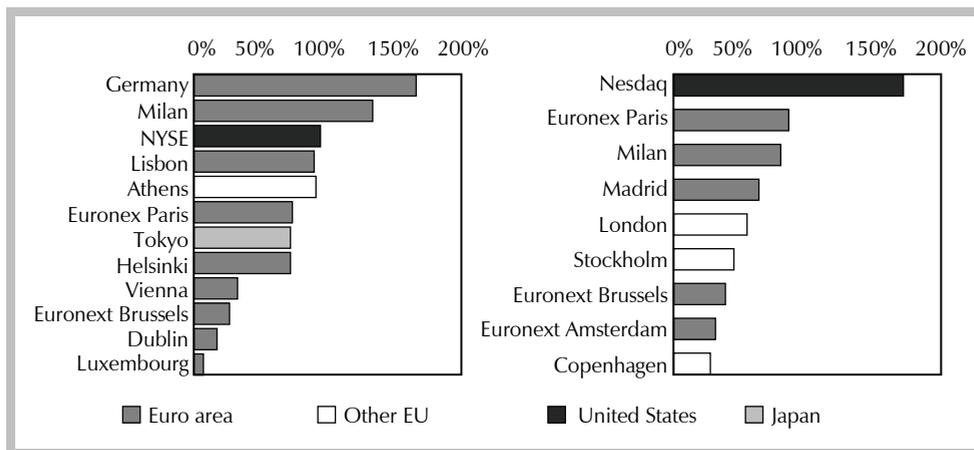
La vivacità degli scambi è ben rappresentata dall'indicatore proposto dell'inserito 1.8 che, misurando il turnover corretto per la capitalizzazione, evidenzia come le negoziazioni delle diverse Borse continentali, nonostante la frammentazione (di fatto

¹¹ «Il lungo e sostenuto boom dei corsi azionari sta influenzando sia le decisioni di consumo sia quelle di investimento con riflessi per la stabilità del sistema finanziario. La politica monetaria si trova così a dover operare in un contesto di alta crescita accompagnata da bassa inflazione, ma anche da alti prezzi sul mercato azionario che distorcono i rapporti tra le variabili economiche. Più che di *New Economy* si può parlare di *new stock exchange economy* o di nuova economia di borsa. Questa espressione sottolinea un nuovo ruolo della borsa che coinvolge tutti gli aspetti dell'economia reale e trae origine dalla discesa tendenziale del premio per il rischio». Cfr. ISTITUTO PER LA RICERCA SOCIALE (2000), *BORSA 2000 Rapporto Irs sul mercato azionario*, Il Sole 24 Ore, p. 3.

¹² «In the second half of the 1990s, the value of euro area companies listed on the national exchanges of the euro area grew faster (1995-2000: + 276%) than the value of US corporations listed in United States (1995-2000: + 206%)». Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK (2001), *The euro equity markets*, August, p. 10.

non esiste un unico mercato europeo), si collochino su livelli comparabili a quelli delle Borse nipponiche o americane, concentrate in uno o due grandi mercati.

Inserto 1.8. – Turnover/capitalizzazione (anno 2000)



Fonte: EUROPEAN CENTRAL BANK (2001), *The euro equity markets*, August, p. 12.

2. 2000-2002

Nella prima metà dell'anno 2000 scoppia la bolla tecnologica¹³. Come sempre, il fenomeno parte dagli Stati Uniti, dove per la prima volta dopo nove anni, la Borsa americana chiude in perdita. La caduta delle quotazioni dei titoli tecnologici del Nasdaq (-39%) contagia in parte Wall Street (-7%) e non si arresta, proseguendo anche nell'anno successivo. Il 2001 è segnato da due fatti importanti: il tragico attentato alle Torri Gemelle, che provoca effetti consistenti, ma non duraturi sull'andamento della Borsa, e il rallentamento dell'economia americana. I mercati non sembrano tuttavia scontare i segni di cedimento dell'economia reale: gli utili si riducono, ma i prezzi dei titoli azionari non crollano, mantenendosi sui livelli degli anni precedenti. Il premio al rischio rimane contenuto e spinge il rapporto prezzo/utili a livelli elevati¹⁴. La situazione si inverte nell'anno successivo, il 2002, quando l'eco-

¹³ Questa bolla speculativa ha preso forma nel corso della prima, entusiastica, fase legata allo sviluppo delle soluzioni e dei servizi internet come, per esempio, quelli dei service provider e i fornitori di infrastrutture di rete. Questo ciclo, definito come new economy o «era delle dot.com», iniziò nel 1994 con la quotazione di Netscape, la società che sviluppò il primo browser commerciale per internet.

¹⁴ «In un anno difficile, caratterizzato dalla svolta di un ciclo espansivo tra i più lunghi della storia, da numerosi episodi di consistenti crolli giornalieri dei prezzi, dai timori e dalle incertezze suscitate dall'attacco terroristico, il premio per il rischio è rimasto stabile attorno ai bassi livelli che hanno caratterizzato il passato decennio. Ciò è stupefacente, ma conferma l'interpretazione del boom della Borsa americana dell'ultimo quinquennio del secolo. Non si è trattato di una bolla speculativa, ma

nomia reale mostra segni di ripresa (PIL + 2,4%), mentre le quotazioni azionarie si correggono al ribasso, determinando una riduzione del valore dello S&P500 di quasi la metà rispetto ai massimi livelli del 2000. La ragione è da ricercare negli scandali finanziari, primo fra tutti il caso Enron, che hanno dimostrato come le informazioni venissero manipolate per generare forti aspettative sugli utili e sostenere i prezzi dei titoli¹⁵.

Oltreoceano, l'Europa vive un biennio difficile, sia per la forte correlazione tra i mercati europei e i mercati statunitensi, sia per fattori macroeconomici specifici. Lo scoppio della bolla speculativa dei titoli tecnologici deprime pesantemente i listini europei: nel 2001 l'indice EuroStoxx perde il 34,5%. La peggiore performance è da ricercarsi in fattori di natura reale: sui mercati europei, oltre all'effetto bolla, pesano gli andamenti negativi delle economie dei singoli paesi e l'incongruenza e la rigidità delle politiche economiche. L'introduzione dell'Euro infatti, divenuto obbligatorio a partire dal 2002, dopo un periodo di doppia circolazione con le singole valute nazionali, ha comportato un aumento dell'inflazione percepita e una conseguente contrazione dei consumi. La situazione più critica si manifesta nel cuore forte dell'Unione Europea, in Germania, dove nel 2002 l'indice di Borsa, il Dax, perde il 42,5%, ma colpisce, seppur in misura differenziata tutti i paesi e tutti i mercati azionari europei.

3. 2003-2006

Il triennio successivo è caratterizzato da un rialzo di tutti i listini, dovuto ad un miglioramento della congiuntura economica generale. Le politiche monetarie espansive – bassi tassi di interesse e di inflazione – adottate dalle banche centrali nel periodo precedente, hanno infatti aiutato l'economia internazionale a sollevarsi dalla crisi.

Negli Stati Uniti, la ripresa è rapida e robusta. Sul fronte interno, i bassissimi tassi di interesse di inizio periodo favoriscono il recupero della domanda per investimenti, in tutti i settori. Si segnala in particolare l'espansione di quello immobiliare, dove aumentano le richieste di mutui per l'acquisto di abitazioni e di conseguenza il rialzo dei prezzi delle case. Sul fronte esterno, invece, la crescita economica è sorretta dalla sempre più spinta integrazione commerciale e finanziaria con i paesi asiatici, *in primis* con la Cina. L'aumento dei deficit del conto con l'estero, che potreb-

dell'effetto di una fiducia nella Borsa, fondata sulla diffusa convinzione che una crisi, con effetti distruttivi sulla ricchezza detenuta dalle famiglie americane e sul risparmio previdenziale, sia impossibile. Questo a sua volta amplifica, per la semplice aritmetica della formula della *dividend discount model*, l'effetto sul rapporto P/E di un aumento del tasso di crescita dell'economia». Cfr. ISTITUTO PER LA RICERCA SOCIALE, *op. cit.*, pp. 18-19.

¹⁵ Il fallimento della Enron a fine 2001 è senza dubbio il caso più eclatante di manipolazione dei dati di bilancio, di collusione tra imprese, banche di investimento e analisti finanziari ed ancora della pericolosità delle *stock options* come strumenti di incentivazione dei manager. Il titolo, il cui valore si era triplicato in appena 14 mesi, crolla dopo la scoperta delle frodi a pochi centesimi, passando da \$90 a 67 centesimi di dollari e comportando perdite per oltre 63 miliardi di dollari (circa 72 miliardi di euro).

be tendenzialmente comportare un aumento dei tassi di interesse a lungo termine e un forte deprezzamento del dollaro, viene controllato anche grazie agli interventi delle banche asiatiche che, per difendere le proprie valute ancorate al dollaro, sostengono la moneta statunitense, acquistando prevalentemente titoli di Stato americani. In un contesto quindi di bassi tassi di interesse, bassa inflazione e crescita economica, i listini iniziano la ripresa.

In Europa le economie stentano a riprendersi: l'apprezzamento dell'Euro frena le esportazioni ed i bassi tassi di interesse non riescono a far decollare la domanda interna. La situazione più critica colpisce la Germania dove i bassissimi consumi delle famiglie impongono una ristrutturazione dell'apparato industriale. La forte contrazione della domanda tedesca contagia negativamente gli altri stati membri, in particolare l'Italia che si trova paradossalmente di fronte ad una stagnazione delle esportazioni, ma d'altra parte alla crescita dei consumi interni per beni durevoli ed edilizia residenziale. In un clima di incertezza economica, il comportamento delle Borse è altamente volatile e viene influenzato più dagli andamenti settoriali che dallo scenario macroeconomico.

La crescita dell'economia mondiale ha portato con sé un forte aumento della domanda di energia, causando un progressivo apprezzamento del petrolio, che da 29 dollari al barile del 2003 è arrivato ai 60 dollari al barile nel 2006, sfiorando però punte di 80 dollari. Continua a crescere l'economia e con essa crescono anche le Borse, che iniziano però ad avvertire alcuni elementi di rischio: l'aumento del prezzo greggio, il rallentamento del settore immobiliare statunitense, il forte disavanzo estero degli Stati Uniti e l'assenza di risparmio delle famiglie americane, elementi incompatibili con un equilibrio di lungo periodo.

4. 2007-2008

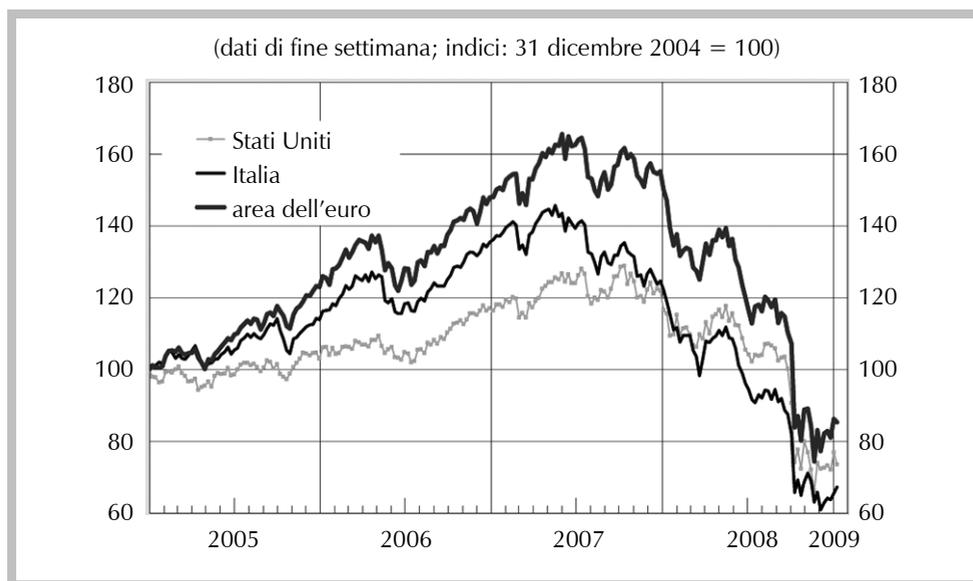
Nella prima metà del 2007 sui mercati finanziari internazionali continuano a prevalere condizioni favorevoli, sebbene comincino a sorgere preoccupazioni per l'eccessiva esposizione di alcuni intermediari finanziari americani verso il segmento dei mutui ipotecari cosiddetti *subprime*. La crisi scoppia nell'estate 2007 quando l'effetto combinato del progressivo rialzo dei tassi di interesse e della riduzione del valore degli immobili determinano l'insolvenza di una famiglia su sei, nonché la difficile e insoddisfacente escussione delle garanzie da parte delle banche. A causa della cartolarizzazione di detti mutui, la crisi si trasferisce rapidamente dal settore del credito statunitense alle Borse di tutto il mondo. La catena di contagio può essere sintetizzata come segue: l'insolvenza delle famiglie americane deprezza i titoli cartolarizzati fino ad azzerarne il valore, generando forti perdite per tutte le banche e gli investitori istituzionali che li detengono in portafoglio. L'incapacità di valutare le reciproche esposizioni blocca il mercato interbancario dove, nonostante le iniezioni delle banche centrali, la liquidità non circola più. Si parla di *liquidity crisis*. Il mercato azionario diventa l'unico luogo su cui è possibile trovare liquidità per affrontare gli ingenti deflussi di capitale, necessari per far fronte al pagamento

dei riscatti dei fondi comuni e al sostegno dei veicoli utilizzati nelle operazioni di cartolarizzazione. Si crea un *panic selling* generalizzato che coinvolge tutti i mercati. La tensione e il panico sono così evidenti e diffusi che in Borsa non si trovano operatori sul lato degli acquisti, incapaci di formulare qualsiasi previsione sull'andamento dei titoli che scendono su quotazioni completamente scollate dai fondamentali. I sistemi bancari internazionali, colpiti dalla mancanza di liquidità e dalla pesantissima svalutazione degli attivi, non riescono a reggere: i governi intervengono con operazioni di salvataggio e misure straordinarie per sostenere le banche, frenare il panico e cercare di riportare la stabilità nel sistema. Nazionalizzata la banca britannica Northern Rock nel mese di febbraio e salvata la Bear Stearns americana nel mese di marzo, i fallimenti e i salvataggi si susseguono inesorabilmente. L'apice della crisi si raggiunge in autunno: in poco più di una settimana, dal 7 al 16 settembre, il governo USA decide di sostenere Fannie Mae e Freddie Mac, le due istituzioni garanti di circa la metà dei mutui americani, ed Aig, la più grande compagnia assicurativa del mondo. Viene invece sacrificata Lehman Brothers, il cui fallimento da 613 miliardi di debiti è ritenuto il più grande della storia.

Sul fronte europeo le banche subiscono forti perdite e scattano i piani di salvataggio e di ricapitalizzazione.

I listini di tutto il mondo perdono decine di punti: da settembre 2007 a ottobre 2008 l'indice S&P500 segna -42%, il Nikkei 225 di Tokyo -26,5%, valore simile a quello delle Borse di Londra, Francoforte e Parigi. L'indice italiano fa peggio, -51,64% (v. inserto 1.9).

Inserto 1.9. – I corsi azionari



5. 2009-2012

Dalla primavera del 2009, con il graduale progresso dell'attività economica mondiale, si avvia una distensione delle condizioni sui mercati finanziari. Questi ultimi beneficiano soprattutto dell'abbondante liquidità immessa nel sistema dalle banche centrali e delle misure attuate dalle autorità nella fase più acuta della crisi per sostenere direttamente i mercati più colpiti. Rispetto ai minimi di marzo 2009 (700 punti), l'indice S&P500 si incrementa, in corrispondenza delle successive fasi del *Quantitative Easing*¹⁶ attuato dalla Federal Reserve, per giungere a 1.450 punti nel novembre del 2012. Nel frattempo, nel luglio del 2010, il Congresso statunitense vara una complessa riforma del sistema finanziario (Dodd-Frank Act), che mira a contenere il rischio di crisi sistemiche e a tutelare i risparmiatori dagli abusi nei servizi finanziari.

All'indomani della crisi dei mutui *subprime* i paesi dell'eurozona presentano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I Paesi *core* (come la Germania) si connotano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) si caratterizzano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit., a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi. Nonostante tali differenze, nel 2010 l'Area Euro beneficia della ripresa economica che interessa le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità eterogenei tra paesi¹⁷. Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, segna, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo la ripresa già incerta.

¹⁶ A seguito della crisi economico-finanziaria del 2007, la Federal Reserve pone immediatamente in atto le classiche misure monetarie espansive, abbassando i tassi di interesse di riferimento del mercato monetario, che sono passati da 5,25% a zero. Questa mossa non risulta sufficiente a tranquillizzare i mercati e a rilanciare l'economia. Perciò, a partire dalla fine del 2008, la Fed promuove misure non convenzionali, che si sono concretizzate nell'acquisto di titoli sui mercati secondari (*Quantitative Easing* – QE). Il programma si è articolato in quattro fasi distinte:

- Il QE1 è partito nel novembre del 2008 con l'acquisto di 100 miliardi di dollari di debito di imprese private con supporto governativo (quali Fannie Mae e Freddie Mac) e 500 miliardi di MBS; pochi mesi dopo, il programma è stato ampliato quantitativamente e qualitativamente, con l'acquisto di 300 miliardi di Treasuries a lungo termine. Il QE1 ha avuto termine all'inizio del 2010;
- gli acquisti di titoli sono ripartiti nel novembre del 2010 (QE 2). Nel 2011, con l'operazione Twist, la banca centrale statunitense ha modificato la composizione del suo portafoglio, vendendo titoli a breve e acquistando titoli a lungo termine; l'obiettivo era quello di diminuire i tassi di interesse a lungo termine rispetto a quelli a breve;
- nel settembre 2012 è stata approvata la terza ondata di acquisti (QE 3): a differenza di QE 1 e QE 2, la Fed non ha stabilito l'ammontare di titoli da comprare, ma il ritmo degli acquisti, pari a 40 miliardi di MBS al mese;
- dopo pochi mesi la Fed ha deciso anche di acquistare Treasuries a lungo termine pari a 45 miliardi al mese senza sterilizzazione (QE 4).

¹⁷ I tassi di crescita del PIL hanno raggiunto i valori pre-crisi in Germania, ma si sono mantenuti a livelli significativamente inferiori nel Regno Unito e in molti paesi dell'Area Euro (tra i quali l'Italia).

La crisi ha epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi, nel corso del 2011, a Spagna e Italia. Le tensioni di questi paesi si sono riflesse immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, ove si sono registrati cali di ampie dimensioni. Il FtseMib perde il 25% a fine 2011, dopo aver registrato un forte incremento della volatilità¹⁸. Le maggiori agenzie di rating abbassano il merito di credito di diversi paesi europei e, conseguentemente, di diverse banche con sede in tali paesi o con consistenti esposizioni in titoli pubblici di paesi in difficoltà, amplificando in molti casi le turbolenze sui mercati. Il comparto dei titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, è quello maggiormente esposto al contagio, tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate.

Gli effetti della crisi trovano nelle dinamiche connesse alle concessioni di credito bancario un veloce canale di trasmissione verso l'economia reale. Le manovre di contenimento della spesa attuate, prima dai Governi degli Stati in difficoltà e poi da tutti gli Stati membri dell'Unione, concorrono a rallentare la crescita inducendo, in alcuni casi, una vera e propria recessione.

Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario spingono la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si affiancano le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della Area Euro sul mercato secondario. Le due successive *Long Term Refinancing Operations* (LTROs) hanno effetti positivi parziali, mentre la crisi del "sistema euro" si accentua. L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, rappresenta un forte segnale da parte della BCE¹⁹.

6. 2013-2018

Nel 2013, per effetto del miglioramento della congiuntura, i mercati delle principali economie avanzate registrano un andamento complessivamente positivo. Ad eccezione degli Stati Uniti e del Regno Unito, tuttavia, i corsi azionari non sono ancora tornati sui livelli pre-crisi (inizio 2007). Negli Stati Uniti l'indice S&P500

¹⁸ La differenza percentuale tra massimo (17 febbraio) e minimo (12 settembre) dell'indice è stata del 72%, rispetto al 29,5% dell'anno precedente.

¹⁹ «When people talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, and perhaps the crisis of the euro, very often non-euro area member states or leaders, underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro. And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible. But there is another message I want to tell you. Within our mandate, **the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough**». M. DRAGHI (2012), *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*, 26 July.

si incrementa del 32% nel 2013 e del 13,7% nel 2014. A fronte del rafforzamento della crescita economica, la Fed annuncia il ridimensionamento delle misure di *quantitative easing* a partire da gennaio 2014. Tale ridimensionamento (cosiddetto *tapering*), consistente nella riduzione dell'acquisto di titoli di dieci miliardi di dollari al mese, è dapprima accolto con scarso favore; successivamente stimola una reazione positiva dei mercati, rassicurati dai segnali di una ripresa solida e dall'impegno della Fed a mantenere i tassi di interesse ai minimi storici, finché il tasso di disoccupazione rimane superiore al 6,5%. Nel 2015 le tensioni sul mercato cinese innescate da dati macroeconomici meno favorevoli delle attese e dalla svalutazione a sorpresa dello yuan inducono cali generalizzati dei corsi azionari. L'indice americano rimane comunque in area positiva e il rialzo continua negli anni successivi (+ 1,4% nel 2015, + 12% nel 2016, + 18,74% nel 2017) grazie ad indicatori economici ampiamente rassicuranti e al continuo miglioramento del tasso di disoccupazione²⁰. Dopo nove anni consecutivi di mercato "bull", negli ultimi mesi del 2018 si interrompe temporaneamente l'ascesa, in parte per le tensioni commerciali tra Cina e USA e in parte per il rallentamento degli investimenti, l'indice S&P500 chiude con una perdita del 6,59%. Nei successivi sei mesi, però, il mercato azionario statunitense recupera e l'indice S&P500 si attesta ai nuovi massimi, grazie anche alla sospensione del rialzo dei tassi d'interesse²¹ (v. inserto 1.10).

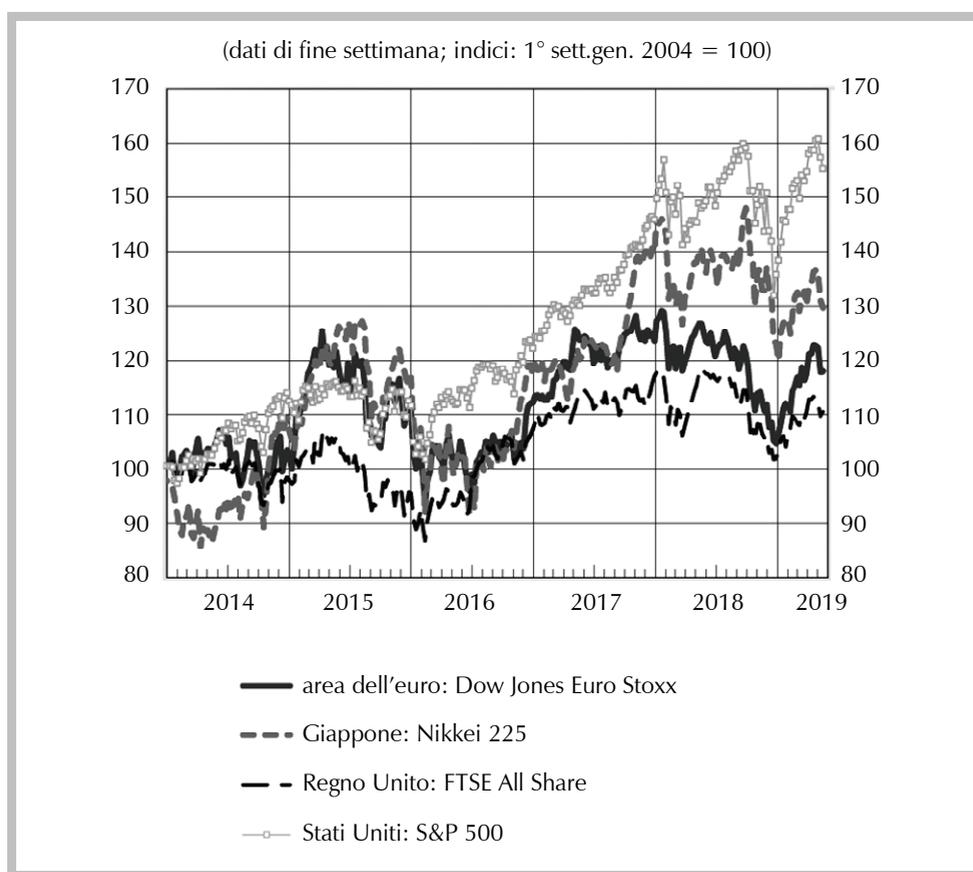
Nei primi mesi del 2015, i mercati azionari europei beneficiano del miglioramento delle aspettative indotto dal programma di acquisto di titoli della BCE (EAPP, cosiddetto *quantitative easing*) approvato a gennaio e attivato all'inizio di marzo, che estende il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, in particolare ABS e *covered bonds*, anche ai titoli pubblici denominati in euro. Conseguentemente, il *market sentiment* degli investitori nell'Area Euro (implicito nei rendimenti dei mercati azionari) migliora mostrando un netto rialzo e interrompendo la dinamica decrescente osservata a fine 2014, connessa alla debole crescita economica e alle pressioni deflazionistiche in atto. A partire dalla seconda metà del 2015, la rinnovata crisi greca, il rallentamento della Cina (impegnata nella delicata transizione da un'economia *investment* ed *export led* a una trainata dai consumi interni) e l'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente determinano cali generalizzati dei corsi azionari. Solo l'azione stabilizzatrice della Banca centrale europea (BCE) permette alla maggior parte degli indici azionari dell'Eurozona di chiudere

²⁰ Nelle settimane successive all'elezione del nuovo Presidente degli Stati Uniti (novembre 2016), i principali indici statunitensi mostrano performance molto positive. Lo S&P500 infatti cresce di circa 6 punti percentuali negli ultimi due mesi dell'anno, sulla scia delle attese di prossime misure di detassazione del reddito di impresa e di un possibile snellimento della regolamentazione in ambito finanziario.

²¹ «Nel corso del 2018 la Riserva federale ha proseguito la normalizzazione della politica monetaria, innalzando per quattro volte l'intervallo obiettivo del tasso sui *federal funds* (per complessivi 100 punti base, al 2-2,25%) e ridimensionando gradualmente il proprio bilancio. Nei primi mesi del 2019, in seguito all'intonazione più accomodante delle politiche monetarie dei principali paesi avanzati, la volatilità si è attenuata e i corsi azionari hanno ripreso a salire, toccando negli Stati Uniti livelli elevati». Cfr. BANCA D'ITALIA (2019), *Relazione Annuale per l'anno 2018*, p. 5.

l'anno in rialzo. In particolare, l'indice Ftse Mib registra il rialzo maggiore su base annua (+ 12,7%), seguito dall'indice Dax di Francoforte e dal Cac40 di Parigi (rispettivamente, + 9,5% e + 8,5%), mentre si muove in controtendenza l'Ibex di Madrid (– 7% circa) a causa dell'incerto quadro politico interno delineatosi nella seconda parte dell'anno. L'incremento del Ftse Mib è guidato dal comparto bancario, cresciuto del 15% circa (a fronte di un calo superiore al 2% a livello europeo) per effetto delle prospettive di aggregazione seguite alla trasformazione in società per azioni delle maggiori banche popolari²².

Inserto 1.10. – I corsi azionari dal 2014 ai primi mesi del 2019



Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale per l'anno 2018*, p. 16.

²² CONSOB (2016), *Relazione per l'anno 2015*, pp. 5-6.

L'anno successivo però l'indice italiano registra la peggior performance²³ tra i principali listini azionari europei (- 10%), che crescono rispettivamente del 7% (Germania e Francia) e del 14% nel Regno Unito, quest'ultimo risultato si realizza nonostante, oppure grazie, - a seconda dei punti di vista - alla decisione di uscire dall'Unione Europea sancita dal referendum di giugno²⁴.

I corsi azionari delle società dell'Area Euro diminuiscono nel 2018, sospinti dall'incertezza circa le tensioni commerciali a livello globale, l'orientamento della politica monetaria statunitense, le politiche economiche in Italia, il processo di uscita del Regno Unito dalla UE e, nell'ultima parte dell'anno, dal peggioramento delle prospettive della crescita mondiale e dell'area dell'euro. Il calo dell'indice generale di Borsa, concentrato nel quarto trimestre, è risultato nell'anno pari al 15%. Nel primo quadrimestre del 2019 le condizioni sui mercati finanziari beneficiano delle nuove misure espansive adottate dalla BCE e del rallentamento del processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense²⁵.

Per completare, l'inserito 1.11 propone un focus, tratto dalla Relazione Annuale di Banca d'Italia, sull'andamento della Borsa Italiana. L'analisi mette in risalto come la particolare composizione del nostro listino abbia penalizzato gli investitori nel decennio 2009-2019.

Inserito 1.11. – L'andamento della Borsa Italiana negli ultimi anni

Durante la crisi finanziaria globale gli indici generali di tutte le principali Borse europee sono diminuiti di oltre il 50 per cento, toccando un minimo nel marzo 2009. Nel successivo decennio i mercati azionari si sono ripresi: le quotazioni delle società italiane sono aumentate in media del 2,5% l'anno; in Germania e in Francia l'incremento medio è stato pari all'8,0% (tavola). Nel nostro paese permane un divario negativo in termini di rendimenti totali (6,4 per cento all'anno, rispetto a valori superiori all'11% in Germania e in Francia), nonostante nel decennio sul mercato azionario italiano si sia osservato un più elevato rapporto fra dividendi e capitalizzazione (4,0 per cento medio annuo, contro 3,6 e 3,1 in Francia e in Germania, rispettivamente). La crescita contenuta dei corsi azionari italiani nel decennio compreso tra marzo del 2009 e marzo del 2019 è riconducibile a diversi fattori.

Indici azionari generali e settoriali tra marzo 2009 e marzo 2019

²³ «Gli squilibri di finanza pubblica e l'elevato stock di debito pubblico restano una criticità, specie alla luce di una ripresa finora modesta. Il settore bancario italiano, inoltre, continua a essere percepito come uno dei più vulnerabili nel contesto europeo, principalmente a causa del peso rilevante delle sofferenze e nonostante i progressi conseguiti negli ultimi anni sul fronte dell'adeguatezza patrimoniale da alcune grandi banche». Cfr. CONSOB (2017), *Relazione per l'anno 2016*, p. 5.

²⁴ L'indice FTSE 100 cresce anche nel 2017 ma la sterlina subisce un forte deprezzamento e l'inflazione sale a circa il 3,0%.

²⁵ BANCA D'ITALIA (2019), *Relazione Annuale per l'anno 2018*, p. 30.

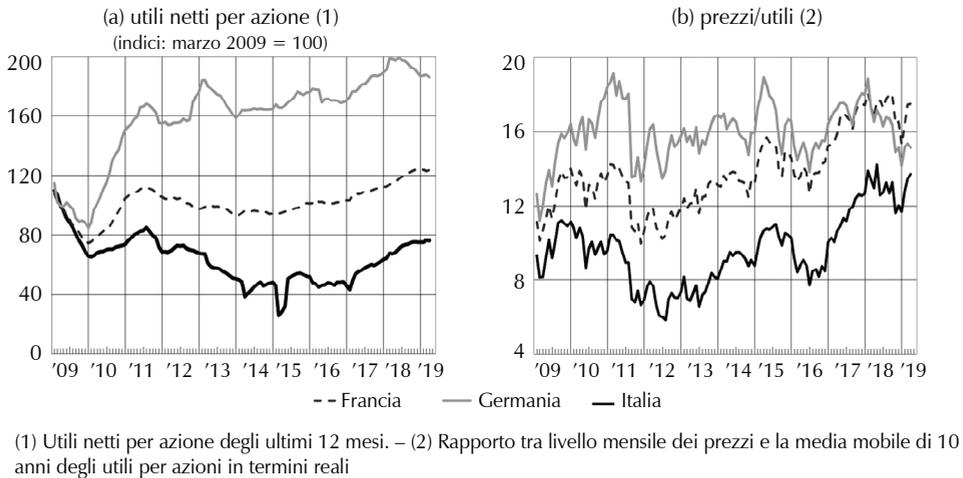
	Rendimento totale medio (1)			Variazione media dei prezzi (2)			Capitalizzazione (3)		
	Italia	Francia	Germania	Italia	Francia	Germania	Italia	Francia	Germania
Indice generale	6,4	11,9	11,4	2,5	8,0	8,0	100,0	100,0	100,0
Finanza	0,8	10,2	10,0	-2,0	5,9	6,1	37,0	16,1	17,2
Industria	6,8	15,1	13,7	3,6	11,8	10,5	8,9	18,4	16,0
Beni di consumo	24,2	18,3	13,2	22,5	15,8	10,4	9,5	18,9	20,3
Servizi al consumo	2,3	10,3	7,9	-0,4	6,3	4,7	1,5	10,1	2,5
Energia	6,1	8,2	-	0,3	2,5	-	19,7	10,9	-
Telecomunicazioni	-1,6	5,6	10,5	-5,1	-1,5	3,9	5,8	2,7	4,7
Pubblica utilità	11,7	1,6	-1,2	5,7	-4,3	-6,0	17,6	5,1	6,0
Materiali di base	-	12,5	13,5	-	9,7	10,2	-	4,0	19,7
Salute	-	11,6	10,5	-	7,8	9,1	-	10,3	5,6
Tecnologia	-	16,5	17,7	-	14,9	15,9	-	3,5	8,0

(1) Variazione percentuale media su base annua dell'indice di rendimento totale che tiene conto del reinvestimento dei dividendi distribuiti. – (2) Variazione percentuale media su base annua degli indici di prezzo. – (3) Percentuale di capitalizzazione media annua.

Dalla crisi del debito sovrano le quotazioni delle banche e delle compagnie di assicurazione italiane sono state fortemente colpite dalle tensioni sul mercato dei titoli di Stato e dai timori relativi all'incremento dell'incidenza dei crediti deteriorati nei bilanci bancari determinato dalla recessione; gli effetti sull'indice generale di Borsa sono stati accentuati dal peso del settore finanziario, più elevato rispetto alla media europea. In Italia è inoltre modesta la capitalizzazione delle società del settore tecnologico, i cui corsi azionari sono aumentati in misura rilevante a livello globale. Questi risultati sono stati solo in parte compensati dal buon andamento dei settori dei servizi di pubblica utilità e dei beni di consumo, i cui indici sono cresciuti nel nostro paese più che in Francia e in Germania. Per valutare il ruolo della composizione settoriale, si è calcolato quale sarebbe stata la variazione del listino italiano assumendo una sua composizione pari a quella media francese e tedesca¹; i risultati di tale simulazione indicano che nell'intero periodo le azioni italiane avrebbero avuto un rendimento medio annuo più elevato di circa 3,5 punti percentuali rispetto a quanto osservato, compensando gran parte del divario con Francia e Germania. L'andamento del listino italiano riflette anche la profonda e prolungata recessione seguita alla crisi finanziaria, che ha contribuito a comprimere la redditività delle società quotate. Gli utili per azione delle società italiane hanno registrato una prolungata fase calante tra il 2008 e il 2014; successivamente, con il consolidarsi della ripresa dell'economia nel nostro paese, si sono dapprima stabilizzati e, dall'inizio del 2017, hanno segnato un deciso recupero (figura, pannello a).

Di contro i profitti societari delle imprese francesi e tedesche hanno recuperato più rapidamente e in misura più consistente le flessioni rilevate durante la crisi finanziaria globale. Nel complesso le quotazioni delle società italiane mostrano segnali di progressiva riduzione del disallineamento rispetto ad altri paesi: il rapporto tra prezzi di mercato e utili depurati dalle componenti cicliche, che era sceso su valori molto bassi negli anni successivi alla crisi finanziaria globale, si sta riavvicinando a quello di Francia e Germania (figura, pannello b).

Multipli di mercato (dati mensili)



Fonte: BANCA D'ITALIA (2019), *Relazione Annuale per il 2018*, pp. 194-195.

1.3. La regolamentazione del mercato italiano e dei mercati europei

La prima sistemazione giuridica dell'intermediazione mobiliare in Italia risale al 1991, quando il legislatore, nella **legge 2 gennaio 1991, n. 1**, intitolata "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", tentò di dotare il mercato di una regolamentazione organica e sistematica, per sopperire alla lacunosa e incompleta normativa vigente fino a quel momento²⁶. Con questa legge viene istituito un nuovo intermediario (SIM) a cui si

²⁶ Fino al 1974, anno di istituzione dell'organo di controllo Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), il nostro mercato azionario era regolato da una legislazione che affondava le sue radici nel Codice di Commercio del 1882 e che non disciplinava forme di raccolta del risparmio al di fuori del canale creditizio. Occorre poi attendere il 1983 per veder istituiti anche in Italia i fondi comuni di investimento, principali investitori istituzionali.

riserva, con alcune eccezioni, l'attività di intermediazione mobiliare; si identifica nella nuova figura del promotore finanziario l'unico referente per l'offerta fuori sede di strumenti finanziari; si impone la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati dei titoli quotati²⁷; si introduce la negoziazione ad asta continua telematica e si consente alla Consob di istituire i mercati dei derivati²⁸.

Nel 1996 con il recepimento, tramite il cosiddetto **Decreto Eurosim**²⁹, delle Direttive comunitarie sui servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e delle banche³⁰, si dà corso ad una continua produzione normativa volta ad adeguare il nostro mercato alle sfide poste dall'innovazione finanziaria e dal progetto europeo.

Attraverso i principi dell'**armonizzazione minima** delle legislazioni, del **mutuo riconoscimento** degli intermediari e dei mercati mobiliari e della **home country control** si pongono le basi dell'integrazione dei mercati finanziari europei. L'armonizzazione minima mette i vari ordinamenti in concorrenza tra loro (naturale conseguenza della coesistenza nello stesso ambito territoriale di operatori disciplinati da complessi normativi parzialmente diversi) per costringere i sistemi meno competitivi ad allinearsi a quelli più efficienti, pena la discriminazione dei propri operatori. Il mutuo riconoscimento fa sì che l'autorizzazione all'esercizio dell'attività rilasciata alle imprese di investimento e alle banche dell'Unione Europea nel proprio paese d'origine abbia valore anche nei confronti degli altri Stati membri, mentre la vigilanza sul soggetto spetta all'Autorità del paese dove ha ottenuto l'autorizzazione e le regole di condotta sono dettate e vigilate dall'Autorità del paese in cui si opera (*host country rules*). Grazie al cosiddetto "passaporto europeo", tutti gli intermediari autorizzati possono prestare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento in qualsiasi Stato dell'Unione, stabilendovi succursali o sfruttando l'accesso remoto (collegamento telematico).

Il Decreto Eurosim segna il passaggio da una concezione prettamente pubblicistica della Borsa valori ad un approccio di carattere privatistico³¹. «L'attività di organizzazione e gestione di mercati di strumenti finanziari ha carattere d'impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro» (art. 46). Il presup-

²⁷ Ad esclusione dei titoli di Stato.

²⁸ Alla legge sulle Sim seguono altri interventi normativi quali: la legge sull'insider trading (1991), la legge sulle OPA (1992), l'istituzione di altri investitori istituzionali quali i fondi pensione (1993), i fondi comuni d'investimento chiusi (mobiliari nel 1993 e immobiliari nel 1994).

²⁹ D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415.

³⁰ Investment Services Directive 93/22/CEE e Capital Adequacy Directive n. 93/6/CEE.

³¹ In passato la Borsa Italiana è stata caratterizzata (al pari di quella francese), da un assetto organizzativo pubblicistico sul presupposto che la stessa fosse un mercato "ufficiale", istituito per legge, gestita e controllata da soggetti facenti parte dell'apparato amministrativo e generalmente operante in regime di monopolio. Per lungo tempo, infatti, si è ritenuto che l'assegnazione allo Stato dei compiti di erogazione dei servizi connessi alla gestione dei mercati finanziari, unitamente a quelli di natura regolamentare e di controllo, costituisse la via migliore per la realizzazione dei due obiettivi di tutela del risparmio e di stabilità.

posto di fondo è che l'efficienza della Borsa-impresa sia tale da renderla più competitiva in un contesto caratterizzato dal prepotente ingresso delle tecnologie informatiche nella finanza, dalla liberalizzazione dei servizi di investimento e dal mutuo riconoscimento delle Borse, che saranno in grado di fornire i propri servizi a intermediari di altri Paesi mediante una interconnessione diretta e in remoto.

«Da un'architettura istituzionale centrata sulla natura pubblicistica dei mercati e sulla forte presenza delle autorità nei processi di regolamentazione e organizzazione si passa al moderno concetto di mercato-impresa, autogestito dagli stessi utenti attraverso gli organi di apposite società di gestione e in cui il ruolo dell'autorità è limitato alla verifica della sussistenza e della permanenza di condizioni atte a garantire la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori»³².

La terza fondamentale tappa dell'evoluzione della normativa italiana in ambito finanziario si realizza nel 1998 con il **Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria**³³ o Testo Unico della Finanza (TUF)³⁴. Esso rappresenta un punto fondamentale dell'intenso processo di riorganizzazione della *securities industry* italiana, riordinando e completando il quadro normativo. Gli elementi che costituiscono le sue tre parti essenziali – la disciplina degli intermediari, dei mercati e degli emittenti (*corporate governance*) – saranno via via aggiornati e integrati man mano che la produzione normativa, dettata sempre più da quella comunitaria, amplia la sua portata.

Negli anni Duemila i mercati e gli intermediari finanziari vivono un periodo di espansione e cambiamento. Si sviluppano nuovi prodotti, cresce l'attività di investimento in strumenti finanziari ed anche i piccoli investitori, direttamente o tramite le gestioni collettive dei fondi comuni, approdano in Borsa. Le banche potenziano l'attività di intermediazione mobiliare, operando sia come investitori istituzionali, sia come emittenti di strumenti finanziari. Sgonfiatasi la bolla speculativa sui titoli tecnologici, la Borsa cresce, alimentando l'illusione di facili guadagni a basso rischio. Nel clima di entusiasmo generale, si assiste tuttavia anche a situazioni di "abuso di

³² Cfr. M. DRAGHI (1997), *Intervento al Convegno ABI e Associazione Borsisti Marco Fanno "La riforma dei mercati mobiliari"*.

³³ D.Lgs. n. 58/1998.

³⁴ «Il convincimento della Banca d'Italia, riguardo all'articolato proposto dalla Commissione, è che esso segna un progresso notevole del nostro ordinamento nella disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. In questi due campi, di primario rilievo per la Banca d'Italia, il Testo Unico della Finanza si raccorda al Testo Unico della Banca nel comporre una cornice giuridica moderna. Essa permette all'industria bancaria e finanziaria di competere su un piede di parità con quelle degli altri paesi. Attività bancaria e finanziaria come attività d'impresa; apertura internazionale; concorrenza; autoregolamentazione; supervisione non troppo onerosa, attenta ai profili sia di efficienza-stabilità sia di informazione-trasparenza-correttezza: a questi principi [...] entrambi i Testi Unici si ispirano. Si configura un mercato regolato di concorrenza: chiave di progresso per le imprese bancarie e finanziarie che sapranno essere profittevoli offrendo servizi di qualità ai minimi costi; al tempo stesso miglior tutela, diretta e indiretta, del risparmio ai sensi dell'art. 47 della Costituzione». Cfr. P. CIOCCA (1998), Audizione del 27 gennaio 1998 alla Commissione Firenze della Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, Bollettino Economico, n. 30, BANCA D'ITALIA, febbraio, p. 66.

potere”, di conflitto di interessi, di informazione finanziaria inadeguata o tardiva o appositamente manipolata. Le obbligazioni bancarie strutturate, gli ormai noti scandali finanziari italiani – dal caso Cirio al caso Parmalat –, ne costituiscono alcuni esempi.

Gli interventi normativi più rilevanti di questi anni sono la riforma del diritto societario³⁵ e la **legge sulla tutela del risparmio**³⁶. Quest’ultima tenta, in maniera disorganica e parziale, di porre rimedio alla perdita di fiducia dei risparmiatori italiani in seguito agli scandali citati e ai casi di offerta di strumenti sofisticati, erroneamente venduti a investitori non adeguatamente informati. Fra le misure più significative merita ricordare: l’obbligo di predisporre un prospetto informativo per la vendita di tutti gli strumenti finanziari, compresi quelli non azionari emessi dalle banche e dalle assicurazioni; la parziale riforma degli organi di vigilanza.

Nel frattempo, fin dal 1999, a livello comunitario l’attività normativa è stata cadenzata secondo precisi piani che stabilivano le priorità e i calendari delle misure specifiche per raggiungere gli obiettivi strategici³⁷. Le Direttive comunitarie pongono le basi per la creazione di un mercato unico europeo di servizi mobiliari in cui la dimensione nazionale degli ordinamenti viene gradualmente limitata e sostituita con quella europea, cercando di stabilire reali condizioni di parità tra gli stati membri.

Cambia anche l’approccio del legislatore europeo che, con la procedura *Lamfalussy* tenta di ridurre gli spazi interpretativi dei legislatori nazionali e migliorare la convergenza degli ordinamenti dei Paesi membri³⁸. Le Direttive sugli Abusi di Mercato (2002), sull’adozione del Prospetto Informativo (2003), sulla Trasparenza (2004) e la MiFID (2004) sono emanate con questa procedura, il cui pregio è stato quello

³⁵ D.Lgs. n. 6/2003.

³⁶ Legge n. 262/2005. Poiché la prima si occupa prevalentemente di tematiche che non sono specifico oggetto di studio in questo libro – disciplina penale delle società, sistemi di *corporate governance* – verrà richiamata ad hoc nel corso del testo limitatamente ad alcune sue parti.

³⁷ Il Piano d’Azione (1999) per i servizi finanziari (*Financial Services Action Plan* – FSAP) indicava 42 misure specifiche indirizzate a rimuovere le barriere regolamentari, a favorire la creazione di mercati accessibili e sicuri per gli investitori e a rafforzare le norme prudenziali. Il Libro Bianco “La politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010” introduceva anche una valutazione dell’impatto a corredo ogni nuova proposta della Commissione. Tali valutazioni inquadrano la portata di ogni questione e determinano l’opzione più adeguata, s’incentrano sui costi e profitti nell’ampio terreno dei settori economico, sociale e ambientale e, se opportuno, sugli effetti previsti sulla stabilità finanziaria, per l’adeguato funzionamento dei mercati e per la protezione dei consumatori.

³⁸ Si vuole evitare che i legislatori nazionali interpretino secondo gli interessi del proprio Paese i principi comuni indicati dalle Direttive. Detto comportamento aveva, di fatto, vanificato l’armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari fino a quel momento. Su proposta della Commissione *Lamfalussy*, dal 2001 si implementa un processo produttivo della normativa articolato su quattro livelli: adozione della legislazione quadro (livello 1) e di misure di esecuzione dettagliate (livello 2). Per l’elaborazione delle misure di esecuzione, la Commissione si avvale del parere di comitati composti da rappresentanti di organismi di controllo nazionali che esistono in tre settori: banche, assicurazioni e pensioni professionali, e mercati di valori immobiliari. Questi comitati contribuiscono in seguito all’attuazione coerente delle Direttive comunitarie negli Stati membri garantendo una cooperazione efficace tra le autorità di vigilanza e una convergenza delle loro pratiche (livello 3). Infine la Commissione controlla l’adeguato recepimento in tempo utile della legislazione europea nel diritto nazionale (livello 4).

di favorire una maggiore uniformità degli ordinamenti, anche se con tempi di formulazione, adozione e implementazione più dilatati. Purtuttavia, permanevano ancora spazi per arbitraggi fra ordinamenti dettati, più che da differenze formali nel quadro giuridico, da divergenze nelle modalità tecniche di declinazione e applicazione della normativa comunitaria e da diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori.

Una vera e propria accelerazione si verifica a seguito delle crisi finanziarie del 2008 e del 2011. «Per effetto, e nel corso, della crisi, tutti gli assetti della regolamentazione dei mercati finanziari sono stati chiamati direttamente in causa, o per non aver saputo prevenire i fallimenti di mercato, o per non averli affrontati adeguatamente: in tale ambito, le critiche hanno investito tanto il ruolo delle Autorità di Vigilanza, quanto l’oggetto e il contenuto delle regole, quanto – infine – l’*enforcement* delle stesse»³⁹.

Le riflessioni e le conseguenti raccomandazioni formulate dal gruppo di lavoro guidato da *Jacques de Larosière*⁴⁰ conducono ad un importante ripensamento della regolamentazione. Fino all’epoca precedente la crisi, la prospettiva delle Direttive era **micro-prudenziale**, avendo come obiettivo la protezione del risparmiatore, e si incardinava sulla stabilità del singolo operatore (società di gestione del mercato o intermediario), sulla trasparenza e sulla correttezza dei suoi comportamenti. Con il nuovo corso la regolamentazione comunitaria inserisce all’interno del suo perimetro anche obiettivi e strumenti di vigilanza **macro-prudenziali**, al fine di evitare che le (future) crisi finanziarie abbiano impatti negativi sulla crescita economica⁴¹. «Il nuovo quadro normativo che si è venuto a creare ha per certi aspetti “re-istituzionalizzato”, seppur in forme nuove rispetto al passato, le infrastrutture del mercato finanziario (sia quelle di trading che quelle di post-trading) sul presupposto che esse sono supporti essenziali per il sostegno della stabilità del sistema finanziario, della sua trasparenza e la liquidità, nonché per mitigare il rischio sistemico e, più in generale, la salute dell’economia reale»⁴². Viene perciò pressoché abbandonato l’approccio precedente, improntato all’autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, (agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti *over the counter*) e la normativa europea amplia gli ambiti di intervento attraverso:

- la **Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*)**⁴³ che stabilisce standard normativi armonizzati per i gestori di fondi di investimento alternativi; la Direttiva si affianca a quella che riguarda la gestione collettiva del

³⁹ F. ANNUNZIATA (2017), *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, pp. 22-23.

⁴⁰ THE DE LAROSIERE GROUP (2009), *The High-Level Group of Financial Supervision in EU*, Report, in www.ec.europa.eu.

⁴¹ INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011), *Macro-prudential Policy: An Organizational Framework*, March.

⁴² Cfr. G. FERRARINI, P. SAGUATOS (2014), *Regulating Financial Market Infrastructures*, ECGI Working Paper Series in Law e AA.VV. (2019), *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica*, Consob, Quaderni giuridici, n. 20, p. 51.

⁴³ Directive 2011/61/EU.