

UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE  
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA E SCIENZE  
POLITICHE, ECONOMICHE E SOCIALI

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA, MANAGEMENT E  
ISTITUZIONI

TESI DI LAUREA

**LA BORSA ITALIANA: EVOLUZIONE DIACRONICA E  
ANALISI DEGLI EFFETTI GENERATI DALLE SANZIONI  
ALLA RUSSIA**

Relatore:

Chiar.ma Prof. Giorgio Barberis

Correlatore:

Chiar.mo Prof. Ferruccio Ponzano



Firmato digitalmente da Giorgio Barberis  
Data: 17.08.2026 16:13:23 CEST  
Organizzazione: UNIVERSITA' DEGLI  
STUDI DEL PIEMONTE  
ORIENTALE/01943490027

Candidato:

Federica Accio

ANNO ACCADEMICO 2025/2026

# INDICE

|                                                                                    |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b>                                                                | <b>4</b>  |
| <b>1. ORIGINI E FUNZIONI DELLA BORSA VALORI</b>                                    | <b>6</b>  |
| 1.1 Le origini della finanza                                                       | 6         |
| 1.2 La modernizzazione                                                             | 9         |
| 1.3 Le prime borse valori tra XVI e XVIII secolo                                   | 13        |
| 1.4 Funzioni economiche e ruolo dei mercati borsistici                             | 20        |
| <b>2. LA BORSA ITALIANA: DALLA NASCITA AI SUOI SVILUPPI</b>                        | <b>26</b> |
| 2.1 Le prime esperienze borsistiche nella penisola italiana e la Borsa di Milano   | 26        |
| 2.2 Lo sviluppo dei mercati nazionali                                              | 30        |
| 2.3 La regolamentazione del mercato borsistico nel Novecento                       | 35        |
| 2.4 Dalla riforma dei mercati finanziari alla modernizzazione della Borsa Italiana | 42        |
| <b>3. LA QUOTAZIONE IN BORSA: FUNZIONI E VANTAGGI PER LE IMPRESE</b>               | <b>49</b> |
| 3.1 Il processo di quotazione: requisiti e procedure                               | 49        |
| 3.2 I vantaggi della quotazione per le imprese                                     | 57        |
| 3.3 Costi e rischi dell'ingresso in borsa                                          | 61        |
| 3.4 Il ruolo della borsa nel finanziamento dell'economia reale                     | 62        |
| <b>4. L'IMPATTO DELLE SANZIONI ALLA RUSSIA NEL MERCATO BORSISTICO ITALIANO</b>     | <b>72</b> |
| 4.1 Lo strumento delle sanzioni                                                    | 72        |
| 4.2 Le sanzioni alla Russia e le conseguenze sui mercati finanziari                | 75        |
| 4.3 Le reazioni del mercato borsistico italiano                                    | 94        |
| <b>5. LE REAZIONI DELLE AZIENDE ITALIANE ESPOSTE IN RUSSIA DOPO LE SANZIONI</b>    | <b>99</b> |
| 5.1 Panoramica della presenza italiana in Russia                                   | 99        |

|                     |                                             |            |
|---------------------|---------------------------------------------|------------|
| 5.2                 | Il caso Unicredit                           | 100        |
| 5.3                 | Brunello Cucinelli                          | 102        |
| 5.4                 | Il coinvolgimento di altre imprese italiane | 105        |
| <b>CONCLUSIONI</b>  |                                             | <b>109</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA</b> |                                             | <b>113</b> |
| <b>SITOGRAFIA</b>   |                                             | <b>130</b> |

# INTRODUZIONE

Il mercato borsistico rappresenta uno degli snodi fondamentali del sistema economico contemporaneo, configurandosi come luogo privilegiato di incontro tra domanda e offerta di capitali. La sua evoluzione, tuttavia, non è stata lineare, ma il risultato di un lungo processo storico che affonda le proprie radici nell'Europa premoderna, quando le prime forme di scambio finanziario iniziarono a svilupparsi parallelamente all'espansione dei commerci internazionali. Comprendere l'origine e lo sviluppo delle borse valori consente dunque di cogliere appieno il ruolo che esse rivestono oggi all'interno dell'economia globale.

Nel corso dei secoli, i mercati finanziari hanno progressivamente assunto una funzione sempre più centrale, non solo come strumenti di allocazione efficiente delle risorse, ma anche come indicatori sensibili delle dinamiche economiche e politiche. In tale contesto, la realtà italiana offre un interessante caso di studio: dalla frammentazione delle prime esperienze borsistiche locali fino alla nascita e al consolidamento della Borsa di Milano.

Il sistema finanziario nazionale ha attraversato profonde trasformazioni, accompagnate da interventi normativi e da processi di modernizzazione che ne hanno ridefinito struttura e funzionamento.

Accanto alla dimensione storica e istituzionale, un aspetto di particolare rilievo riguarda il rapporto tra mercato borsistico e imprese. La quotazione in borsa rappresenta infatti uno strumento strategico per il finanziamento e la crescita aziendale, offrendo opportunità significative in termini di accesso al capitale, visibilità e sviluppo competitivo. Tuttavia, tale scelta comporta anche costi, rischi e vincoli che richiedono un'attenta valutazione da parte delle imprese. Analizzare le dinamiche della quotazione consente pertanto di evidenziare il ruolo della borsa nel sostenere l'economia reale.

Tuttavia, l'andamento dei mercati finanziari è fortemente influenzato da eventi esogeni ed è in questo contesto che si inseriscono gli eventi geopolitici degli ultimi anni, i quali hanno modificato equilibri e prospettive che sono di assoluto interesse e degne di menzione e approfondimenti nel corso di questo elaborato. Tra questi, assumono particolare rilevanza le sanzioni economiche imposte alla Russia, le quali hanno avuto ripercussioni significative anche sul mercato borsistico italiano. Dette misure hanno inciso non solo sulle performance dei titoli, ma anche sulle strategie delle imprese maggiormente esposte verso quel mercato, evidenziando la crescente interconnessione tra finanza e politica internazionale. Nel corso dell'ultimo

capitolo, infatti, verranno affrontati dei casi di studio di imprese italiane fortemente esposte nel mercato della Federazione Russa, fattispecie fondamentali per comprendere non solo il coinvolgimento di dette aziende ma altresì per porre in luce quali sono stati gli impatti e le strategie adottate al fine di porvi rimedio, alla luce sia delle sanzioni che delle pressioni dei governi.

Sulla base di tali considerazioni, il presente elaborato si propone di analizzare, in una prospettiva storico-economica e giuridica, l'evoluzione dei mercati borsistici, con particolare riferimento al contesto italiano, nonché di approfondire il ruolo della quotazione per le imprese e l'impatto di recenti dinamiche geopolitiche sui mercati finanziari.

# 1. ORIGINI E FUNZIONI DELLA BORSA VALORI

## 1.1 *Le origini della finanza*

L'archeologo e storico dell'antico Vicino Oriente, Marc Van de Mieroop, inizia la sua storia con la fondazione di Uruk, la prima città conosciuta, intorno al 3000 a.C.<sup>1</sup>. La posizione di Uruk sul corso inferiore del fiume Eufrate, appena a nord delle paludi che si estendono nel Golfo Persico, probabilmente derivò da migliaia di anni precedenti di agricoltura stanziale e villaggi sparsi nella pianura alluvionale conosciuta come Mezzaluna Fertile. Questi primi abitanti avevano accesso a una varietà di pesci e molluschi, cereali primitivi e forse animali domestici. Avevano sviluppato la ceramica, insieme ad abitazioni permanenti solitamente disposte attorno a un tempio centrale (o mercato o luogo di incontro). La creazione di un imponente tempio a gradoni (ziggurat) con i suoi recinti circostanti che coprivano oltre 100 ettari entro il 3000 a.C., implicava chiaramente un'autorità centrale in grado di sostenere una popolazione abbastanza numerosa da svolgere funzioni specializzate. Tra questi figuravano sicuramente soldati e sacerdoti, ma anche operai edili, barcaioli, agricoltori, pastori, artigiani tessili e della ceramica, e commercianti. La posizione di Uruk le permetteva di ricevere merci via acqua, sia dalle terre che si affacciano sul Golfo Persico, sia dalle montagne a nord, alle sorgenti dell'Eufrate, o a est, accessibili tramite il Tigri o le valli fluviali che conducono all'Iran. Vi sono prove che Uruk fosse il fulcro di un'estesa rete commerciale in tutte le direzioni, includendo non solo il Golfo Persico, ma anche il Mediterraneo, gli altipiani dell'Anatolia e persino le montagne dell'Afghanistan.

Di fondamentale importanza per la nostra comprensione di questa lontana civiltà furono gli scribi, uomini addestrati nella lingua utilizzata per tenere registri di corte e contratti legali. Nei suoi primi studi, Van De Mieroop scoprì tesori di documenti finanziari sotto forma di tavolette d'argilla e *bullae* in un'area densamente popolata tra le rovine dell'antica Uruk. Le cronache di un uomo d'affari, Dumuzi-gamil, tradotte da Van De Mieroop<sup>2</sup>, indicano che prosperò finanziando il commercio a lunga distanza e l'agricoltura locale, finché il re Rim-Sin non emanò un editto che dichiarava nulli e invalidi tutti i debiti nel 1788 a.C., la nostra prima

---

<sup>1</sup> Van De Mieroop Marcus, *The Sack of Mari. In King Hammurabi of Babylon*, M. Van De Mieroop (Ed.), 2005, p. 23.

<sup>2</sup> Van De Mierop Marcus, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur. Berlin*, Dietrich Reimer Verlag, 1992.

testimonianza di una crisi finanziaria. L'attività andò in rovina e le cronache rimanenti si limitano a descrivere le continue cause legali, tema ricorrente nella storia finanziaria.

Teneva i suoi registri di proprio pugno, senza avvalersi delle competenze di uno scriba, il che era insolito data la difficoltà di registrare contratti e inventari su tavolette di argilla umida utilizzando canne appuntite per incidere i vari simboli cuneiformi che componevano la lingua sumera. Alcuni contratti prevedevano partnership tra ben trenta individui per finanziare scambi commerciali consistenti con altri porti del Golfo Persico. La responsabilità di ciascun socio era limitata all'importo originariamente investito, come avviene ancora oggi con le iniziative private organizzate per intraprendere attività rischiose con rendimenti incerti, ma potenzialmente elevati. Le iniziative di Dumuzi-gamil, tuttavia, furono interrotte da un decreto reale, insolito in quanto annullava tutti i debiti commerciali, oltre ai debiti privati delle famiglie.

Sebbene da questi reperti tangibili sia evidente che gli individui responsabili di un commercio così complesso e diversificato disponessero di finanziamenti e contratti per le relazioni commerciali in corso, la documentazione disponibile su come gestissero i loro affari è scarsa. La maggior parte delle testimonianze sull'antica Babilonia proviene dagli archivi di templi e palazzi e riguarda le procedure amministrative. I testi giuridici che specificano contratti non ancora eseguiti o risoluzioni di controversie contrattuali sono di grande valore per lo storico della finanza. Sfortunatamente, anche in questo caso, la maggior parte dei contratti che dovevano essere redatti e registrati a causa del valore della transazione è andata perduta. Una volta conclusa una transazione, il creditore restituiva la tavoletta al debitore, che poi la distruggeva.

Un contratto formale veniva inciso su una tavoletta d'argilla, che veniva poi lasciata asciugare al sole, dopodiché veniva ricoperta con un sottile strato di argilla sul quale veniva nuovamente riscritta una copia del testo. Infine, i sigilli cilindrici della persona che riceveva o trasferiva la merce venivano apposti lungo i bordi della busta ancora umida, insieme ai sigilli di alcuni testimoni.

Nel Tempio del Dio Sole a Sippar, intorno al 1750 a.C., una tavoletta registra quattordici prestiti d'argento concessi a diversi individui, con l'indicazione degli interessi, a dimostrazione del fatto che il tempio fungeva da banca<sup>3</sup>.

Già all'inizio del secondo millennio a.C., il commercio terrestre a lunga distanza nell'antica Babilonia portò alla formazione di organizzazioni mercantili che persistettero per

---

<sup>3</sup> Cribb, Joe, *The Origins of Money, Evidence from the Ancient Near East and Egypt*, in Guido Crapanzano (a cura di) *“La Banca Premonetale”*, Art Valley Association, Milano, 2004, pp. 79-122 (p. 92)

diverse generazioni, basate su città situate lungo i principali snodi delle rotte commerciali. La città assira settentrionale di Assur, sul corso superiore del fiume Tigri, era una di queste città controllate dai mercanti. I mercanti di Assur mantenevano uffici regolari all'interno di distretti commerciali designati, in numerosi avamposti lungo le principali vie commerciali. Dato che il commercio via terra richiedeva un gran numero di asini come animali da soma e che alcune merci erano ingombranti (stagno, rame, orzo e tessuti di lana) i mercanti assiri formarono società per azioni per finanziare le ripetute carovane. I singoli mercanti, così come i funzionari o i proprietari terrieri benestanti, pagavano in oro o argento alla persona che deteneva il *naruqqum* o "borsa del denaro" per una parte dei profitti dell'impresa, che in genere durava dieci anni<sup>4</sup>.

Il motivo per cui i sofisticati sistemi finanziari già evidenti nell'Età del Bronzo, che facilitarono la crescita economica delle città, portando alla specializzazione del lavoro e all'indubbio accumulo di ricchezza da parte dei mercanti più fortunati, le cui reti commerciali si estendevano dall'Asia centrale alle coste più remote del Mediterraneo, non siano sopravvissuti nelle epoche successive, rimane un interrogativo per gli storici dell'antichità.

Con tutta probabilità, il primo esempio di finanziamento privato a fornire le risorse necessarie per il successo militare si colloca in Persia nel 423 a.C. quando Dario II riuscì a impadronirsi del trono prendendo in prestito ingenti somme dalla ricca famiglia Murašû per assoldare un esercito che lo scortasse nella capitale, Persepoli, e deporre il fratellastro Sogdano, che aveva rivendicato il trono alla morte del padre<sup>5</sup>.

Le città-stato greche furono le prime a inventare le monete, ciò che ancora oggi identifichiamo come denaro, facilmente scambiabili con beni e servizi ovunque la moneta fosse riconosciuta come unità di conto legittima. Le città greche arrivarono a contare oltre 1.000 città, sparse tra il Mediterraneo e il Mar Nero, e tutte, in misura maggiore o minore, erano impegnate nel commercio marittimo. Invece di definire le unità di pagamento in base al peso di un grano o di un metallo standard, come si trova nelle tavolette cuneiformi della Mesopotamia, il regno di Lidia, situato in Anatolia lungo una delle numerose rotte carovaniere che collegavano l'Asia centrale al Mediterraneo, iniziò intorno al VII secolo a.C. a coniare pesi standard di elettro, una lega naturale di argento e oro presente localmente.

---

<sup>4</sup> Veenhof K. R., *Ancient Assur: Its Traders, and its Commercial Network*, in "The Journal of the Economic and Social History of the Orient", n. 53, 2010, pp. 39-82 (p. 55).

<sup>5</sup> Stolper Matthew W., *Entrepreneurs and Empire: The Murašû Archive, the Murašû Firm, and Persian rule in Babylonia*, Nederlands Historisch-Archaeologisch Instituut te Istanbul, Istanbul, 1985.

Millett<sup>6</sup> documenta l'importanza del sistema bancario nell'antica Atene per finanziare il commercio a lunga distanza necessario a sostenere la prosperità della città, mentre Cohen<sup>7</sup> descrive anche come i mercati venissero utilizzati per raccogliere fondi in caso di guerra, il nostro primo esempio documentato di complementarità tra banche e mercati per la fornitura di finanziamenti. Cohen sottolinea la consapevole separazione tra le attività pubbliche al servizio della città-stato greca e le attività private volte al profitto dai singoli cittadini greci.

Tutti gli studiosi italiani concordano sul fatto che le origini della moderna finanza internazionale risalgano alle città-stato italiane che, nei secoli successivi al crollo dell'Impero Romano d'Occidente, ottennero l'autogoverno<sup>8</sup>. I mercanti italiani perfezionarono la cambiale estera per finanziare il commercio in tutta l'Europa medievale, verso il Mare del Nord e il Mar Baltico, nonché verso gli antichi porti del Mediterraneo e del Mar Nero<sup>9</sup>.

## ***1.2 La modernizzazione***

La storia finanziaria europea inizia nell'Italia settentrionale, culla indiscussa della finanza moderna. Mercanti e banchieri italiani rivoluzionarono l'uso delle tecniche finanziarie tra il 1200 e il 1500. Tra queste, le società di persone, le holding, la contabilità a partita doppia, i pagamenti internazionali tramite giro di cassa e la cambiale. Tuttavia, il continente europeo aveva molta strada da fare prima di svilupparsi nella società avanzata in cui viviamo oggi. Nel Medioevo, l'Europa era arretrata rispetto alle fiorenti regioni del Medio Oriente e della Cina.

Questa situazione iniziò a cambiare intorno all'anno 1000, con l'inizio di un periodo che gli storici definiscono Rivoluzione Commerciale. Iniziarono a sorgere città, la popolazione europea crebbe, le tecniche agricole progredirono e la prima università europea fu fondata a Bologna nel 1088.

Con la crescita dell'attività economica in Europa, i mercanti italiani iniziarono a commerciare in tutto il continente, sebbene inizialmente si rivolgessero principalmente ai loro omologhi dei Paesi Bassi, in occasione delle fiere commerciali medievali che si tenevano annualmente nella regione della Champagne, vicino a Parigi. In seguito, il commercio si

---

<sup>6</sup> Millett Paul, *Lending and Borrowing in Ancient Athens*, Cambridge University Press, 1991.

<sup>7</sup> Cohen Edward E., *Athenian Economy & Society, A Banking Perspective*, Princeton University Press, 1992.

<sup>8</sup> Fratianni Michele, Spinelli Franco, *Italian City-States and Financial Evolution*, in "European Review of Economic History", 10, 3, 2006, pp. 257–278.

<sup>9</sup> Neal Larry, *A Concise History of International Finance. From Babylon to Bernanke*, Cambridge University Press, 2015.

concentrò nelle loro città, soprattutto in Toscana, che divenne un centro di produzione di abbigliamento e seta. Durante questo periodo, alcuni mercanti si trasformarono gradualmente in banchieri mercantili, poiché le loro attività commerciali generarono ricchezza, che utilizzarono per offrire servizi finanziari ad altri mercanti. Ancora oggi si usa la locuzione *merchant banking* per descrivere i servizi finanziari che le banche forniscono alle imprese.

I primi banchieri mercantili italiani svilupparono un vantaggio competitivo grazie a diverse innovazioni e tecniche, come la cambiale (predecessore dell'assegno moderno), l'invenzione della contabilità a partita doppia e l'utilizzo di sofisticate tecniche di calcolo. Questi metodi di calcolo furono introdotti nel *Liber Abaci*, il Libro dei Calcoli, pubblicato nel 1202 da Leonardo da Pisa, meglio noto come Fibonacci. Ma il *Liber Abaci* fu rivoluzionario soprattutto per l'introduzione da parte di Fibonacci del sistema numerico indo-arabo da 0 a 9 al posto dei numeri romani che erano ancora in uso all'epoca. I numeri romani rendevano praticamente impossibile effettuare calcoli rapidi e rendevano necessario l'uso dell'abaco, mentre Fibonacci dimostrò quanto fossero facili i calcoli commerciali con i numeri indo-arabi.

Ancora quasi un secolo dopo, nel 1299, la corporazione fiorentina dei cambiavalute ne proibiva ancora l'uso, e la famosa Banca dei Medici di Firenze non adottò completamente i numeri fino al 1500<sup>10</sup>. Ciononostante, Fibonacci, insieme all'invenzione della cambiale e della contabilità a partita doppia, diede ai mercanti italiani un grande vantaggio rispetto ai mercanti di altre regioni.

Alcuni dei mercanti più importanti, che erano diventati banchieri mercantili, si occupavano principalmente di cambio valuta, diventando così i predecessori dei moderni operatori di cambio. Per questo motivo, la corporazione dei banchieri di Firenze si chiamava Arte del Cambio<sup>11</sup>.

I primi banchieri in Toscana sedevano sui loro banchi ("banca" in italiano, da cui la medesima parola) ai loro tavoli, servendo i mercanti che dovevano trattare monete provenienti da molte città e regioni diverse, poiché ogni città aveva la sua valuta. L'enorme archivio di uno di questi primi banchieri, Francesco Datini, offrono un'eccellente panoramica sugli albori della finanza moderna e in particolare sull'uso delle cambiali, la variante medievale dei contratti di cambio. Attraverso la cambiale, i mercanti regolavano i pagamenti tra loro in città diverse senza scambiare e trasportare monete reali. Grazie alla sua struttura, la cambiale era anche lo

---

<sup>10</sup> Gleeson-White, Jane, *Double Entry: How the Merchants of Venice Created Modern Finance*, W. W. Norton & Company, New York, 2013, pp. 26-27.

<sup>11</sup> Roover Raymond de, *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, Harvard University Press, Cambridge Ma, 1963, p. 11.

strumento ideale per aggirare il divieto della Chiesa di applicare tassi di interesse sui prestiti. Gli interessi venivano semplicemente inclusi nei diversi tassi di cambio della cambiale. Poiché i tassi di cambio potevano fluttuare, la cambiale non era considerata un prestito e quindi non veniva vista come usura dalla Chiesa<sup>12</sup>. Le banche mercantili utilizzavano cambiali in grandi quantità, ricavandone profitti non solo prestando denaro, ma anche speculando sull'andamento dei tassi di cambio. Si stima, ad esempio, che il banchiere mercantile milanese Borromei, che aveva filiali fino a Bruges e Londra, ricavasse metà dei suoi profitti dal commercio di valuta estera<sup>13</sup>.

Due gruppi di finanzieri applicavano apertamente interessi sui prestiti e venivano socialmente esclusi dalla società per le loro attività usurarie. Il primo gruppo era costituito dagli ebrei, che potevano applicare tassi di interesse ai cristiani poiché non erano considerati loro "fratelli". Il secondo gruppo era quello dei prestatori su pegno, soprannominati lombardi, poiché la maggior parte di loro proveniva originariamente dalla Lombardia. Centri finanziari come Anversa, Londra e Amsterdam conservano ancora una via lombarda nei loro centri storici in loro memoria.

Nonostante le loro attività bancarie, i banchieri lombardi e i finanzieri ebrei non interagivano con i banchieri d'affari dell'alta finanza ed erano per lo più relegati a vivere alla periferia della città. A Venezia, ad esempio, gli ebrei erano costretti a vivere nel Ghetto, che conserva ancora oggi questo nome e dove si trova tuttora la sede del Banco Rosso, uno dei principali banchi dei pegni ebrei. Questi banchi dei pegni furono banditi da diverse città a più riprese, finché non ci si rese conto che la popolazione aveva bisogno dei servizi finanziari che offrivano, soprattutto nei periodi di difficoltà economica. Furono quindi tollerati, ma spesso dovevano pagare delle multe, sotto forma di una tassa di licenza annuale, per poter svolgere la loro attività.

Per superare il problema di essere troppo dipendenti dalle attività usurarie dei banchieri lombardi ed ebrei, le città iniziarono a fondare banche municipali gestite come istituzioni di beneficenza, che prestavano denaro ai poveri, a volte senza applicare interessi. Il primo Monte di Pietà fu fondato a Perugia nel 1467 e mezzo secolo dopo l'Italia ne contava ben 89<sup>14</sup>.

Dall'Italia, l'idea si diffuse nei Paesi Bassi, dove queste istituzioni erano chiamate *banken van lening*. Ad Amsterdam, la Stadsbank van Lening fu fondata nel 1614 e ancora oggi

---

<sup>12</sup> Munro John H., *The medieval origins of the 'Financial Revolution': usury, rentes, and negotiability*, in "MPRA" Paper No. 10925, October 2008, p. 542.

<sup>13</sup> Bell Adrian R., Brooks Chris, Moore Tony K., *The 'Buying and Selling of Money for Time': Foreign Exchange and Interest Rates in Medieval Europe*, ICMA Centre, Discussion Paper Number: ICM-2015-01, p. 8.

<sup>14</sup> Kohn Meir, *Finance before the Industrial Revolution*, 2009, p.17.

opera come banco dei pegni, prestando denaro in cambio di garanzie. Nonostante l'esistenza dei Montes, i Longobardi e gli Ebrei non cessarono la loro attività, essendo meno burocratici e disposti a prestare ingenti somme quando necessario.

Il monte più famoso è la banca più antica del mondo ancora esistente, il Monte di Paschi di Siena, fondato dalla città di Siena come Monte di Pio nel 1472 e finanziato da prestiti della città e da donazioni di enti di beneficenza locali. Alcuni decenni dopo, il monte avviò attività bancarie per rilanciare l'economia locale stagnante, grazie anche a una garanzia del governo locale sui proventi dei pascoli della città nella regione della Maremma (i paschi da cui la banca prende il nome). Nonostante i recenti problemi, il Monte di Paschi è ancora oggi un'importante banca in Italia, soprattutto in Toscana.

Nel 1408, un anno dopo la fondazione della Casa, fu istituito il Banco di San Giorgio come unità bancaria della Casa ed è considerato da alcuni storici la prima banca pubblica al mondo. La banca accettava depositi, effettuava trasferimenti di denaro tra conti e poteva prestare denaro ai propri correntisti. Il Banco di San Giorgio servì da esempio per il Banco di Rialto, banca pubblica veneziana fondata nel 1587, che a sua volta fu il principale modello per la Banca di Amsterdam, di grande successo, a partire dal 1609. Il Banco di Rialto si limitava a facilitare i pagamenti e non concedeva prestiti, risultando una banca estremamente stabile con un coefficiente di riserva obbligatoria del 100%, ulteriormente rafforzato dalla garanzia statale.

La banca accettava monete in deposito dai mercanti, che aprivano conti correnti e vi effettuavano transazioni, risolvendo così anche il problema della scarsità di monete<sup>15</sup>.

Le banche di deposito erano notoriamente instabili a causa di guerre, banchieri disonesti, fluttuazioni stagionali, scarsità di alternative di investimento liquide e delle loro piccole dimensioni. Di conseguenza, le banche erano regolamentate dai governi locali e le pene per i banchieri fraudolenti e insolventi erano elevate. Un banchiere di Barcellona, Francesch Castello, fu addirittura giustiziato davanti alla sua banca nel 1360 dopo essere fallito<sup>16</sup>. I banchieri che mentivano sui propri bilanci potevano anche essere condannati a morte. Firenze non ha mai avuto una banca pubblica, poiché la città vantava un solido settore bancario privato. La città vantava le prime banche multinazionali d'Europa, appartenenti alle famiglie Bardi e Peruzzi, note come le super-aziende medievali, nonché alla celebre famiglia Medici, principale finanziere del Rinascimento<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Kohn Meir, *Early Deposit Banking*, 2009, p. 23.

<sup>16</sup> Kohn Meir, *Early Deposit Banking*, 2009, p. 21.

<sup>17</sup> Sytze Mosselaar Jan, *A Concise Financial History of Europe*, Robeco, Rotterdam, 2018, pp. 25-31

### ***1.3 Le prime borse valori tra XVI e XVIII secolo***

La formazione dei primi mercati finanziari organizzati è stata favorita dalla diffusione delle azioni emesse dalle compagnie commerciali e delle obbligazioni pubbliche. Nel corso del XVII secolo tali mercati conobbero un significativo processo di consolidamento, soprattutto in Paesi Bassi e Inghilterra, dove gli scambi relativi ai titoli azionari e al debito pubblico si intensificarono notevolmente.

Alle fondamenta dello sviluppo dei mercati finanziari in età moderna ci fu l'affermazione di pratiche economiche basate sulla speculazione e all'assunzione del rischio. Tali comportamenti furono favoriti sia dai mutamenti istituzionali sia da profonde trasformazioni culturali e sociali. In questo contesto assunse particolare rilievo anche l'evoluzione del calcolo probabilistico che, a partire dal XVII secolo, rese possibile la valutazione matematica di eventi incerti e delle relative probabilità di verifica, contribuendo allo sviluppo delle pratiche speculative<sup>18</sup>.

Nonostante il crescente ricorso a strumenti di calcolo razionale, le dinamiche speculative continuarono tuttavia a essere influenzate da componenti emotive e irrazionali. In questo senso, John Maynard Keynes definì la speculazione come l'attività volta ad anticipare la psicologia del mercato, posta in chiave antitetica all'attività imprenditoriale, orientata invece alla previsione dei rendimenti futuri di un investimento nel lungo periodo.

Le origini dei mercati finanziari moderni possono essere ricondotte alle grandi fiere medievali, che costituivano i principali luoghi di incontro tra operatori commerciali provenienti da diverse aree europee. Tra le più importanti vi furono le fiere della Champagne e, successivamente alla crisi del Trecento, quelle di Ginevra, Lione, Bruges, Anversa e Medina del Campo. Non sorprende quindi che i primi mercati finanziari si svilupparono nei principali centri commerciali europei, in particolare nelle città mercantili italiane, fiamminghe e catalane.

Anche il termine "borsa", utilizzato per indicare i mercati finanziari, sembra derivare proprio dalla città di Bruges, dove gli scambi commerciali avvenivano nella piazza situata di fronte all'Hotel des Bourses<sup>19</sup>. Costruito dalla famiglia Van der Bourse, decorò (com'è ancora visibile) l'ingresso del palazzo con il proprio simbolo araldico: tre borse<sup>20</sup>. In quell'area sorsero

---

<sup>18</sup> Poitras Geoffrey, *The Early History of Financial Economics*, 2000, pp. 1478-1776.

<sup>19</sup> Fornasari Massimo, *La banca, la borsa, lo Stato. Una storia della finanza (secoli XIII-XXI)*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, pp. 49-50

<sup>20</sup> Smith B. Mark, *The Equity Culture: The Story of the Global Stock Market*, Farrar, Straus and Giroux, 2003.

inoltre le sedi consolari dei commercianti genovesi, veneziani e fiorentini, confermando il ruolo centrale svolto dai traffici internazionali nello sviluppo della finanza moderna<sup>21</sup>.

La borsa rappresentava un'associazione economica nella quale operavano banchieri, mercanti, agenti di cambio e altre figure di intermediazione finanziaria, i quali si riunivano quotidianamente per negoziare merci e titoli. Per questa ragione, essa occupava generalmente una posizione centrale all'interno dello spazio urbano. La presenza di luoghi ufficialmente destinati agli incontri tra operatori economici e finanziari costituì infatti una necessità fondamentale per la vita commerciale delle principali città e degli Stati europei già in epoche molto precedenti alla costruzione di edifici specificamente destinati alle attività borsistiche, fenomeno che si affermò soltanto agli inizi dell'età moderna. In tal senso, come osserva Braudel, si verificò frequentemente una sovrapposizione terminologica tra il luogo fisico delle riunioni e la borsa intesa come istituzione economica<sup>22</sup>.

Nell'area mediterranea esistevano già nel Medioevo numerosi spazi destinati agli incontri d'affari nei principali centri commerciali. A Barcellona, ad esempio, una Lonja era stata completata nel 1392; a Valencia venne inaugurata nel 1469 la Lonja de la Seta o de los Mercaderes; a Venezia gli operatori mercantili si riunivano presso la Loggia dei Mercanti nell'area di Rialto, mentre a Genova la Piazza dei Banchi costituiva il principale luogo di incontro per gli scambi commerciali. La natura delle attività svolte contribuì inoltre a rendere simili molti edifici borsistici dal punto di vista architettonico, caratterizzati dalla presenza di ampie sale centrali riservate agli operatori impegnati nelle contrattazioni.

A Barcellona, ad esempio, una Lonja era stata completata nel 1392; a Valencia venne inaugurata nel 1469 la Lonja de la Seta o de los Mercaderes; a Venezia gli operatori mercantili si riunivano presso la Loggia dei Mercanti nell'area di Rialto, mentre a Genova la Piazza dei Banchi costituiva il principale luogo di incontro per gli scambi commerciali. La natura delle attività svolte contribuì inoltre a rendere simili molti edifici borsistici dal punto di vista architettonico, caratterizzati dalla presenza di ampie sale centrali riservate agli operatori impegnati nelle contrattazioni.

Le operazioni di borsa avvenivano principalmente attraverso due modalità: tramite pagamenti immediati in contanti o per mezzo di lettere di cambio collegate alla consegna di merci, oppure attraverso contratti a termine, nei quali si stabilivano in anticipo quantità, prezzo e data di consegna di un determinato bene. Proprio questi contratti a termine (l'equivalente dei

---

<sup>21</sup> Murray James A., *Bruges. Cradle of Capitalism 1280-1390*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

<sup>22</sup> Braudel Fernand, *Civiltà materiale, economia e capitalismo (secoli XV-XVIII)*, vol. II, *I giochi dello scambio*, Einaudi, Torino, 1981, pp. 69-70.

moderni *futures*) divennero uno degli strumenti più diffusi delle transazioni commerciali e, in molti casi, furono utilizzati a fini speculativi, suscitando l'opposizione dei governi.

Dal punto di vista architettonico e funzionale, la prima grande borsa moderna dell'Europa settentrionale fu quella di Anversa, che successivamente avrebbe influenzato la nascita dello London Stock Exchange e della Borsa di Amsterdam<sup>23</sup>. A partire dagli anni Ottanta del XV secolo, Anversa sostituì Bruges come principale centro commerciale dell'Europa nord-occidentale, grazie soprattutto al ruolo svolto nella redistribuzione dei prodotti coloniali portoghesi, in particolare del pepe, verso il resto del continente europeo.

La posizione geografica strategica della città, collocata tra l'oceano Atlantico e il Mare del Nord, le consentì di trasformarsi nel principale centro commerciale e finanziario europeo per gran parte del XVI secolo, attirando operatori economici provenienti da numerosi paesi. Questa crescita rese necessaria la costruzione, nel 1517, di un primo edificio destinato alle contrattazioni commerciali e finanziarie, sostituito poi nel 1531 da una struttura più ampia e monumentale.

Nella Borsa di Anversa le merci venivano negoziate anche senza la loro presenza fisica, sulla base delle informazioni e delle descrizioni fornite agli operatori. Oltre a fungere da mercato delle merci, essa svolgeva anche le funzioni di mercato monetario e finanziario, consentendo la quotazione dei cambi valutari e la circolazione di grandi quantità di lettere di cambio. Inoltre, la piazza finanziaria di Anversa costituiva un punto di riferimento per le monarchie europee alla ricerca di finanziamenti e permetteva la negoziazione dei titoli del debito pubblico emessi dai principali Stati europei. Come sottolinea Van der Wee, nella borsa cittadina circolavano titoli riconducibili sia al governo dei Paesi Bassi sia agli Stati provinciali, a diverse città e organismi regionali, oltre a obbligazioni emesse da importanti compagnie mercantili per conto dei governi e titoli appartenenti al sovrano del Portogallo<sup>24</sup>.

Anversa condivise il proprio ruolo di principale centro finanziario europeo con Lione, città che conobbe una significativa crescita economica a partire dalla fine del XV secolo. Dalla metà del Cinquecento fino agli anni Settanta dello stesso secolo, Lione divenne il fulcro di un sistema monetario e creditizio internazionale caratterizzato da una limitata interferenza statale e da una stretta connessione tra attività finanziarie e commercio reale. Tale equilibrio era

---

<sup>23</sup> Spufford Peter, *Power and Profit. The Merchant Medieval Europe*, Thames & Hudson, London, 2002.

<sup>24</sup> Van der Wee Herman, *Sistemi monetari, creditizi, bancari, Storia economica di Cambridge*, vol. IV, Einaudi, Torino, 1977, p. 374.

garantito soprattutto dall'utilizzo delle lettere di cambio come strumenti funzionali agli scambi commerciali piuttosto che come mezzi di speculazione finanziaria<sup>25</sup>.

A partire dagli anni Settanta del XVI secolo, la centralità finanziaria di Anversa e Lione iniziò progressivamente a ridursi, mentre acquistò crescente importanza Piacenza, che insieme a Parma costituiva il nucleo principale del ducato creato nel 1543 da Paolo III a favore del figlio Pier Luigi Farnese. Il regresso di Anversa coincise con il processo di emancipazione politica delle province olandesi dalla Spagna, avviato nel 1568, e fu aggravato dal violento saccheggio della città avvenuto nel 1576, evento che compromise profondamente la sua stabilità economica e commerciale. Parallelamente, anche Lione risentì degli effetti delle guerre di religione francesi: la crisi finanziaria della monarchia, culminata nella dichiarazione di bancarotta del 1558, insieme ai problemi monetari del Regno, contribuì a ridimensionare drasticamente il ruolo della città come centro finanziario internazionale.

Dal 1579 Piacenza si affermò come il principale centro europeo del mercato dei capitali, sotto il controllo dei banchieri genovesi, gli *hombres de negocios* della Superba. La città emiliana divenne il nuovo punto di riferimento della finanza ligure dopo il trasferimento da Besançon, località della Franca Contea nella quale i banchieri genovesi si erano stabiliti nel 1535 grazie alla protezione dell'imperatore Carlo V. A Piacenza essi organizzarono le cosiddette "fiere dei cambi", autentiche fiere finanziarie dotate di una propria moneta di conto, lo scudo di marco. Tali fiere, che continuarono a essere note come fiere di Besançon, raggiunsero il massimo sviluppo nei quattro decenni successivi, periodo durante il quale una parte considerevole delle transazioni finanziarie internazionali veniva regolata trimestralmente nella città emiliana.

Il funzionamento di questo sistema si basava sull'ampia capacità dei banchieri genovesi di raccogliere risorse finanziarie provenienti da differenti aree europee. I capitali così ottenuti venivano concessi in prestito alla monarchia spagnola a tassi d'interesse particolarmente elevati, che in alcuni casi potevano raggiungere il 20%. I banchieri liguri divennero così i principali finanziatori della corona spagnola, sostituendosi progressivamente ai Fugger.

I contratti stipulati tra la monarchia iberica e i finanzieri genovesi, denominati *asientos*, consistevano in prestiti a breve termine che generavano un articolato sistema di pagamenti collegato alle operazioni di cambio mediante lettere di cambio<sup>26</sup>. Alla base della prosperità delle fiere finanziarie genovesi vi era dunque l'enorme volume di operazioni connesse alla gestione

---

<sup>25</sup> Amato Massimo, Fantacci Luca, *Fine della finanza*, Donzelli, Roma, 2009, p. 249.

<sup>26</sup> Boyer-Xambeau Marie Thérèse, Deleplace Ghislain, Gillard Lucien, *Banchieri e principi: moneta e credito nell'Europa del Cinquecento*, Einaudi, Torino, 1991.

del debito pubblico della Spagna. Sul piano architettonico, la Borsa di Anversa costituì il modello di riferimento per molte delle sedi finanziarie create successivamente in Europa. Nel corso del XVI secolo sorsero infatti edifici analoghi in numerosi centri commerciali europei: a Tolosa la borsa venne inaugurata nel 1549, a Francoforte nel 1585, mentre a Londra il Royal Exchange iniziò a operare dal 1571 grazie all'iniziativa del finanziere Thomas Gresham. Nei secoli successivi ulteriori importanti edifici borsistici vennero realizzati ad Amsterdam, Amburgo e Parigi. Nel 1792, inoltre, un gruppo di ventiquattro operatori finanziari fondò una società destinata a dare origine alla futura Borsa di New York, sviluppatasi nell'area di Wall Street. Grazie alla posizione strategica occupata dall'Olanda nei traffici commerciali internazionali, la Borsa di Amsterdam, inaugurata nel 1609, si affermò nel corso del XVII secolo come il principale mercato finanziario europeo, attirando ingenti capitali provenienti da diverse aree del continente e superando progressivamente per importanza gli altri centri finanziari dell'epoca<sup>27</sup>.

La Borsa di Amsterdam si specializzò soprattutto nella negoziazione di azioni, opzioni e contratti a termine, favorendo parallelamente lo sviluppo di un dinamico mercato secondario relativo ai titoli del debito pubblico olandese<sup>28</sup>.

L'attività del mercato, regolata dalla Provincia d'Olanda e caratterizzata da un livello relativamente elevato di trasparenza, coinvolgeva fasce sociali molto ampie. Nel corso del Settecento, infatti, si stima che circa 4.500 persone frequentassero quotidianamente la borsa, tra le quali risultavano particolarmente numerosi i sensali e gli intermediari finanziari. Con il passare del tempo, le azioni della Compagnia Olandese delle Indie Orientali, considerate tra i titoli più richiesti dagli investitori, iniziarono a essere acquistate anche collettivamente mediante strumenti assimilabili ai moderni fondi di investimento, autorizzati dagli Stati Generali<sup>29</sup>.

Più in generale, il mercato finanziario di Amsterdam divenne anche un luogo di intensa attività speculativa, nella quale si effettuavano scommesse sull'andamento dei principali beni dell'economia locale e internazionale, tra cui le aringhe, il grano e i celebri tulipani.

---

<sup>27</sup> Cassis Youssef, *Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres, 1780-2009*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.

<sup>28</sup> Gelderblom Oscar, Jonker Joost, *Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market*, in *The Journal of Economic History*, 64 (3), 2004.

<sup>29</sup> Guenzi Alberto, *L'espansione europea nel XVII secolo*, in Massa P., Bracco G., Guenzi A., Davis J.A., Fontana G. L., Carreras A., con il coordinamento di Di Vittorio A., *Dall'espansione allo sviluppo. Una storia economica d'Europa*, Giappichelli, Torino, 2002.

Lo sviluppo della Borsa di Amsterdam favorì anche l'elaborazione di strumenti finanziari finalizzati alla riduzione dell'incertezza connessa agli investimenti mobiliari. Le operazioni azionarie potevano essere effettuate mediante il versamento di un deposito parziale presso la Banca di Amsterdam oppure attraverso l'utilizzo di opzioni di acquisto e di vendita (l'equivalente contemporaneo dei *put and call*).

Tali strumenti consentivano a compratori e venditori di decidere, alla scadenza del contratto, se procedere con l'esecuzione dell'accordo oppure scioglierlo mediante il pagamento di un premio (*premium*). Per questa ragione si diffuse l'espressione "comprare e vendere in bianco". Il termine comunemente utilizzato per identificare tali contratti, *Opsie*, derivava dal latino *Optio Optionis*, traducibile come "diritto di scelta".

La riduzione del rischio poteva inoltre essere perseguita tramite i contratti a termine, che prevedevano regolazioni trimestrali attraverso meccanismi di compensazione oppure mediante il pagamento in contanti dei saldi ancora insoluti. L'introduzione di queste tecniche contribuì ad accrescere la liquidità del mercato e a diminuire i costi di transazione, offrendo modalità più rapide ed efficienti di negoziazione rispetto alle tradizionali operazioni basate sull'impiego di moneta metallica e sulle onerose registrazioni contabili richieste da quest'ultime.

La sofisticazione delle operazioni finanziarie quotidianamente realizzate sul mercato di Amsterdam attirò l'attenzione di José Penso de la Vega, un ebreo portoghese rifugiatosi nei Paesi Bassi per sottrarsi alle persecuzioni religiose presenti nel proprio paese d'origine. Egli dedicò a tali dinamiche il volume *Confusion de Confusiones*, pubblicato per la prima volta ad Amsterdam nel 1688. L'opera, caratterizzata da un tono ironico e volutamente carnevalesco, rappresenta uno dei primi testi dedicati al funzionamento dei mercati finanziari moderni. Nonostante l'opera di José Penso de la Vega sia stata rapidamente dimenticata dopo la sua pubblicazione, essa costituisce oggi una testimonianza significativa del livello di sviluppo raggiunto dal mercato finanziario di Amsterdam e della crescente diffusione dei comportamenti speculativi all'interno della società europea dell'epoca. Sebbene gli olandesi avessero posto basi solide per la costruzione di un moderno sistema finanziario, dopo il 1680 i cambiamenti negli equilibri politici europei favorirono l'ascesa di Londra come principale centro finanziario continentale. In tale contesto, gli strumenti del debito pubblico divennero progressivamente il principale canale degli investimenti mobiliari.

Gli anni Ottanta del XVII secolo rappresentarono una fase decisiva nella storia inglese. Nel 1688 si verificò infatti la cosiddetta "*Glorious Revolution*", una seconda rivoluzione, più rapida e meno violenta rispetto a quella che, a metà secolo, aveva portato al potere Oliver

Cromwell. Questo evento determinò la definitiva deposizione della dinastia cattolica degli Stuart. Al loro posto venne instaurata una nuova dinastia attraverso la chiamata al trono dello *statolder* o capitano generale d'Olanda, Guglielmo III d'Orange. Il programma politico del nuovo sovrano era sintetizzato nel motto “per la religione protestante e per il Parlamento”.

Nel 1689 venne promulgato il *Bill of Rights*, documento fondamentale che confermò le prerogative parlamentari e sancì in modo stabile la distinzione tra il potere esecutivo, attribuito alla Corona, e il potere legislativo, affidato al Parlamento nelle sue due articolazioni, Camera alta e Camera bassa. A partire da tali trasformazioni istituzionali, che resero l'Inghilterra la prima monarchia costituzionale europea, il sistema finanziario e le attività commerciali conobbero una significativa espansione. Tale sviluppo fu favorito sia dall'ampliamento del credito sia dalla maggiore flessibilità contrattuale garantita dall'applicazione del *common law*. Questo insieme di innovazioni e cambiamenti strutturali viene generalmente definito “rivoluzione finanziaria”<sup>30</sup> e interessò tanto la finanza pubblica quanto quella privata. Tra gli elementi più rilevanti di questo processo vi fu la cosiddetta “nazionalizzazione delle finanze”<sup>31</sup>, realizzata attraverso il progressivo rafforzamento delle competenze statali nella riscossione fiscale e mediante la creazione, da parte del Parlamento inglese, di un debito pubblico consolidato. Quest'ultimo si sviluppò tramite l'emissione di obbligazioni statali a lungo termine, spesso strutturate sotto forma di rendite vitalizie, in un processo che raggiunse il proprio completamento nel 1757.

Un ulteriore passaggio fondamentale fu l'introduzione, nel 1696, del bilancio dello Scacchiere, ossia del sistema contabile del ministero del Tesoro inglese, che contribuì a rendere più organizzata e trasparente la gestione delle finanze pubbliche. Parallelamente, il mercato azionario di Londra, ancora poco sviluppato fino al 1690, iniziò a consolidarsi rapidamente, assumendo un ruolo centrale all'interno del sistema economico britannico.

Importante fu anche l'approvazione del *Promissory Notes Act* nel 1704, provvedimento che rese le obbligazioni pubbliche negoziabili e trasferibili, favorendo così una maggiore circolazione dei titoli finanziari. A queste innovazioni si aggiunse, nel 1694, la fondazione della Banca d'Inghilterra, istituzione alla quale il Parlamento attribuì il privilegio dell'emissione di

---

<sup>30</sup> Dickson Peter G.M., *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, St. Martin's, London-New York, 1967.

<sup>31</sup> Braudel Fernand, *Civiltà materiale, economia e capitalismo (secoli XV-XVIII)*, vol. II, *I giochi dello scambio*, Einaudi, Torino, 1981, p. 532.

moneta cartacea. Tale organismo svolse un ruolo decisivo nel rafforzamento del sistema creditizio e nella stabilizzazione della finanza pubblica inglese<sup>32</sup>.

#### ***1.4 Funzioni economiche e ruolo dei mercati borsistici***

La complessa relazione tra lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescita economica è stata oggetto di numerose ricerche, che hanno prodotto risultati contrastanti. Mentre gli studi trasversali e panel spesso rivelano una relazione positiva tra diversi indicatori di sviluppo dei mercati finanziari e crescita della produzione economica<sup>33</sup>, altri presentano un quadro più sfumato<sup>34</sup>.

Le borse valori svolgono un ruolo multiforme nell'economia. Le borse valori fungono da barometro della salute economica, riflettendo il sentiment e le aspettative degli investitori, e contribuiscono alla crescita economica attraverso diversi meccanismi.

Il contributo del mercato azionario, diretto o indiretto, alla crescita economica può essere suddiviso in diversi canali principali:

- Canale di allocazione e mobilitazione efficiente del capitale: un mercato azionario efficiente facilita l'allocazione e la mobilitazione del capitale, che a sua volta alimenta la crescita economica<sup>35</sup>. Emettendo azioni, le aziende accedono a un vasto bacino di risparmi, che consente loro di investire in iniziative che promuovono l'espansione, l'innovazione e l'aumento della produttività. Questi investimenti si traducono in ultima analisi nella creazione di posti di lavoro e in un'economia più solida. Il mercato azionario consente inoltre agli investitori di gestire il rischio attraverso la diversificazione. Questo processo favorisce un ambiente in cui il capitale affluisce verso imprese con prestazioni dimostrabilmente solide e prospettive promettenti. Le aziende con una comprovata esperienza e un potenziale

---

<sup>32</sup> Fornasari Massimo, *La banca, la borsa, lo Stato. Una storia della finanza (secoli XIII-XXI)*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, pp. 49-50.

<sup>33</sup> King Robert G., Levine, Ross, *Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence*, in "Journal of Monetary Economics", 32(3), 1993, pp. 513-542.

Khan Mohsin S., Senhadji Abdelhak S., *Financial development and economic growth: An overview*, in "IMF Working Papers", 2000/209, International Monetary Fund, 2000.

<sup>34</sup> Demetriades Panicos O., Hussein Khaled A., *Does financial development cause economic growth? time-series evidence from 16 countries*, in "Journal of Development Economics", 51(2), 1996, pp. 387-411.

Luintel B. Kul, Khan Mosahid, *A quantitative re-assessment of the finance-growth nexus: evidence from a multivariate var*, in "Journal of Development Economics", 60, 1999, pp. 381-405.

<sup>35</sup> Greenwood Jeremy J., Smith Bruce D., *Financial markets in development, and the development of financial markets*, in "Journal of Economic Dynamics and Control", 21(1), 1997, pp. 145-181.

di crescita significativo attraggono maggiori investimenti, consentendo loro di agire da catalizzatori per un'attività economica più ampia;

- Canale di liquidità: un mercato azionario liquido è caratterizzato dalla facilità di ingresso e di uscita per gli investitori, che possono acquistare e vendere azioni con facilità. Ciò riduce i costi di negoziazione e favorisce un ambiente di investimento più attraente, poiché gli investitori hanno maggiore fiducia nel detenere attività illiquide. Di conseguenza, un aumento degli investimenti si traduce in una maggiore disponibilità di capitali per le imprese, alimentando in ultima analisi la crescita economica<sup>36</sup>. I mercati azionari liquidi rendono gli investimenti meno rischiosi e più attraenti, perché consentono ai risparmiatori di acquisire un'attività, ovvero le azioni, e di venderle rapidamente e a basso costo se hanno bisogno di accedere ai propri risparmi o desiderano modificare il proprio portafoglio. Facilitando investimenti a lungo termine e più redditizi, i mercati liquidi migliorano l'allocazione del capitale e accrescono le prospettive di crescita economica a lungo termine. Inoltre, rendendo gli investimenti meno rischiosi e più redditizi, la liquidità del mercato azionario può anche attrarre maggiori investimenti. In sintesi, la possibilità di disinvestire rapidamente costituisce un importante incentivo all'investimento<sup>37</sup>. Diversi studi<sup>38 39 40</sup> sostengono gli effetti positivi della liquidità del mercato azionario sulla crescita a lungo termine e sugli investimenti in tecnologie innovative. Essi affermano che la possibilità di acquistare e vendere attività finanziarie in modo rapido ed economico consente ai risparmiatori di adeguare i propri portafogli in base alle necessità e di minimizzare il rischio percepito. Questo, a sua volta, incoraggia gli investimenti e facilita l'accesso al capitale per le imprese attraverso l'emissione di azioni. Riducendo il rischio e migliorando l'accesso al capitale, i mercati liquidi promuovono un'allocazione efficiente delle risorse, che è un fattore determinante per la crescita economica.

---

<sup>36</sup> Demir Ishak, *The role of stock markets in economic growth. Empirical evidence from panel data analysis*, in “WFE Research Working Papers”, January 2025.

<sup>37</sup> Levine Ross, *Stock Markets: A Spur to Economic Growth*, in “Finance & Development”, marzo 1996, pp. 7-10

<sup>38</sup> Levine Ross, *Stock markets, growth, and tax policy*, in “Journal of Finance”, 46(4), 1991, pp. 1445-1465.

<sup>39</sup> Fulghieri Paolo, Rovelli Riccardo, *Capital markets, financial intermediaries, and liquidity supply*, in “Journal of Banking & Finance”, 22(9), 1998, pp. 1157-1180.

<sup>40</sup> Levine Ross, Zervos Sara, *Stock market development and long-run growth*, in “Policy Research Working Paper Series”, 1582, The World Bank, 1996.

Tuttavia, una maggiore liquidità può avere conseguenze negative. Alcuni autori<sup>41 42</sup> individuano tre potenziali canali per questo. In primo luogo, i rendimenti più elevati associati ai mercati liquidi possono incentivare tassi di risparmio inferiori. In secondo luogo, la riduzione dell'incertezza dovuta all'aumento della liquidità potrebbe scoraggiare il risparmio precauzionale, con un ulteriore impatto sui tassi di risparmio. Infine, i mercati altamente liquidi possono alimentare l'euforia e la visione a breve termine, che possono scoraggiare il monitoraggio interno da parte delle aziende. Gli azionisti insoddisfatti possono uscire facilmente vendendo le proprie azioni, riducendo la pressione per esercitare il controllo e migliorare la governance aziendale. Questo, a sua volta, può influenzare il processo decisionale aziendale e, in ultima analisi, ostacolare la crescita economica;

- Canale di aggregazione delle informazioni o meccanismo di segnalazione: oltre alla funzione primaria di allocazione del capitale, i mercati azionari svolgono anche un importante ruolo informativo, aggregando e segnalando informazioni preziose sulla salute e le prospettive di un'azienda. Come sottolinea Grossman<sup>44</sup> questi mercati aggregano informazioni sulle prospettive delle società quotate. Queste informazioni diventano accessibili a investitori e creditori, facilitando così il monitoraggio aziendale e portando a un'allocazione delle risorse più efficiente<sup>45</sup>. I prezzi delle azioni fungono da segnale, trasmettendo informazioni preziose sulla salute e sulle prospettive future di un'azienda. Queste informazioni guidano quindi decisioni economiche cruciali, influenzando sia l'allocazione delle risorse che il comportamento degli investimenti. Ad esempio, l'aumento dei prezzi delle azioni è un segnale positivo, che indica la fiducia degli investitori nella capacità di un'azienda di crescere e generare profitti futuri. Questa fiducia si traduce in effetti concreti, potenzialmente stimolando la spesa dei consumatori e gli investimenti delle imprese. L'aumento della spesa e degli investimenti stimola ulteriormente l'attività economica, creando un circolo virtuoso;

---

<sup>41</sup> Bhidé Amar, *The hidden costs of stock market liquidity*, in "Journal of Financial Economics", 34(1), 1993, pp. 31–51.

<sup>42</sup> Demirgüç-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav, *Stock market development and financing choices of firms*, in "The World Bank Economic Review", 10(2), 1996, pp. 341–369.

<sup>43</sup> Levine Ross, *Financial development and economic growth: views and agenda*, in "Journal of Economic Literature", 35(2), 1997, pp. 688–726.

<sup>44</sup> Grossman Sanford, *On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information*, in "The Journal of Finance", 31(2), 1976, pp. 573–585.

<sup>45</sup> Grossman Sanford, Stiglitz Joseph E., *On the impossibility of informationally efficient markets*, in "The American Economic Review", 70(3), 1980, pp. 393–408.

- Canale di condivisione del rischio e diversificazione: questo canale sottolinea la funzione chiave del mercato azionario di consentire agli investitori di gestire il rischio attraverso la diversificazione<sup>46</sup>. Investendo in una varietà di aziende in diversi settori e classi di attività, gli investitori possono distribuire il rischio, riducendo potenzialmente la volatilità complessiva del loro portafoglio. Questa maggiore tolleranza al rischio consente maggiori investimenti in aziende con un elevato potenziale di crescita, anche se intrinsecamente più rischiose. Ciò, a sua volta, porta a un'allocazione più efficiente del capitale verso iniziative in grado di guidare la crescita economica. Tuttavia, l'allocazione del capitale diventa meno efficace quando il mercato non offre opportunità di diversificazione del rischio, poiché i benefici derivanti dallo scambio di proprietà con un portafoglio di attività finanziarie diminuiscono;
- Canale dell'effetto ricchezza: quando i prezzi delle azioni aumentano, aumenta la ricchezza degli azionisti. Ciò può portare a un aumento della spesa dei consumatori, poiché le persone si sentono più sicure della propria situazione finanziaria<sup>47</sup>. Una maggiore spesa stimola la domanda di beni e servizi, il che può incoraggiare le imprese a investire ed espandersi, contribuendo alla crescita economica. Sebbene molti studi empirici abbiano esplorato la relazione tra lo sviluppo del mercato azionario e la crescita economica, i risultati non sono conclusivi. Diversi studi supportano un'associazione positiva tra mercati azionari e crescita. Alcuni autori<sup>48</sup> utilizzano analisi di dati cross-country e panel per dimostrare che i mercati finanziari, compresi i mercati azionari, hanno un impatto positivo sulla crescita della produzione. Levine e Zervos<sup>49</sup> sottolineano ulteriormente il ruolo unico dei mercati azionari nel facilitare gli investimenti attraverso una maggiore liquidità, favorendo la crescita a lungo termine, soprattutto nelle economie in via di sviluppo. Atje e Jovanovic<sup>50</sup> riscontrano una significativa correlazione positiva tra l'attività del

---

<sup>46</sup> Levine Ross, *Stock markets, growth, and tax policy*, in “*Journal of Finance*”, 46(4), 1991, pp. 1445–1465.

<sup>47</sup> Poterba James M., *Stock market wealth and consumption*, in “*Journal of Economic Perspectives*”, 14, 2000, pp. 99-118.

<sup>48</sup> King Robert G., Levine, Ross, *Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence*, in “*Journal of Monetary Economics*”, 32(3), 1993, pp. 513–542.

Khan Mohsin S., Senhadji Abdelhak S., *Financial development and economic growth: An overview*, in “*IMF Working Papers*”, 2000/209, International Monetary Fund, 2000.

<sup>49</sup> Levine Ross, Zervos Sara, *Stock market development and long-run growth*, in “*Policy Research Working Paper Series*”, 1582, The World Bank, 1996.

<sup>50</sup> Atje Raymond, Jovanovic Boyan, *Stock markets and development*, in “*European Economic Review*”, 37, 1993, pp. 632–640.

mercato azionario e la crescita in 40 paesi. Analogamente, Beck e altri autori<sup>51</sup> riportano influenze positive dei mercati azionari sulla crescita successiva. Tuttavia, altri studi presentano risultati contrastanti. Harris<sup>52</sup> rileva che il mercato azionario aggiunge poco potere esplicativo incrementale alla crescita in 49 paesi, inclusi quelli sviluppati e in via di sviluppo. Nel sottocampione dei paesi sviluppati, sebbene il livello di attività del mercato azionario offra un certo potere esplicativo, la sua significatività statistica rimane debole. Arestis e altri autori<sup>53</sup> utilizzano dati trimestrali per cinque economie sviluppate. Questa ricerca rileva che lo sviluppo del settore bancario e lo sviluppo del mercato azionario contribuiscono alla crescita. Tuttavia, l'effetto dello sviluppo bancario è dimostrabilmente maggiore, suggerendo potenziali limiti dei mercati azionari nel promuovere la crescita, in particolare nelle economie sviluppate con sistemi bancari consolidati. La letteratura suggerisce anche una distinzione tra effetti a lungo e a breve termine. Demirgüç-Kunt e Levine<sup>54</sup> riscontrano un'associazione a lungo termine tra mercati azionari ben sviluppati e sviluppo finanziario complessivo, che porta a una crescita maggiore. Al contrario, Al-Awad e Harb<sup>55</sup> suggeriscono una causalità a breve termine che va dalla crescita allo sviluppo del mercato del credito nei paesi mediorientali. Cooray<sup>56</sup> fornisce ulteriore supporto all'argomentazione sull'importanza del mercato azionario per la crescita a lungo termine delle economie in via di sviluppo<sup>57</sup>.

L'inflazione è uno dei fattori economici più importanti che incidono sui mercati azionari. Quando il tasso di inflazione aumenta, il prezzo dei prodotti aumenta e di conseguenza si verifica una riduzione dei risparmi per gli individui. La diminuzione dei risparmi porta a un calo degli investimenti azionari da parte degli individui.

Il tasso di interesse è un altro fattore economico che incide sull'andamento del mercato azionario di un paese. Tassi di interesse più elevati sono certamente vantaggiosi per gli

---

<sup>51</sup> Beck Thorsten, Levine Ross, Loyaza Norman, *Finance and the sources of growth*, in “*Journal of Financial Economics*”, 58, 2000, pp. 261–300.

<sup>52</sup> Harris Richard D., *Stock markets and development: A re-assessment*, in “*European Economic Review*”, 41, 1997, pp. 139–146.

<sup>53</sup> Arestis Philip, Panicos O., Demetriades Luintelm Kul B., *Financial Development And Economic Growth: The Role Of Stock Markets*, in “*Journal of Money*”, Credit and Banking 33.1, 2001, pp. 16-41.

<sup>54</sup> Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross, *Stock market, corporate finance, and economic growth: an Overview*, in “*World Bank Economic Review*”, 10(2), 1996, pp. 223–239.

<sup>55</sup> Al-Awad Mouawiya, Harb Nasri, *Financial development and economic growth in the middle east*, in “*Applied Financial Economics*”, 15(15), 2005, pp. 1041–1051.

<sup>56</sup> Cooray Arusha, *Do stock markets lead to economic growth?*, in “*Journal of Policy Modeling*”, 32, 2010, pp. 448–460.

<sup>57</sup> Demir Ishak, *The role of stock markets in economic growth. Empirical evidence from panel data analysis*, in “*WFE Research Working Papers*”, January 2025.

investitori, ma in questo modo il costo del prestito diventa molto alto per le aziende, che quindi evitano ulteriori investimenti da parte degli investitori. Di conseguenza, l'offerta di azioni è inferiore alla domanda, il che influisce negativamente sul mercato azionario<sup>58</sup>.

In conclusione, si può affermare che il ruolo del mercato azionario per il miglioramento dell'economia di un paese non può mai essere ignorato. Il mercato azionario funge da ponte tra i singoli investitori e le imprese. Entrambe le parti si incontrano e concordano su vari termini all'interno del mercato azionario. L'impatto del mercato azionario sull'economia è considerevole. Il mercato azionario conferma la disponibilità di liquidità per le imprese, che possono contribuire all'economia del paese producendo beni e offrendo opportunità di lavoro. Pertanto, un paese dovrebbe concentrarsi sul mercato azionario al fine di rafforzare la propria economia<sup>59 60</sup>.

*In nuce*, il mercato azionario facilita maggiori investimenti e l'allocazione del capitale, e indirettamente la crescita economica. A volte gli investitori evitano di investire direttamente nelle aziende perché non possono ritirare facilmente il loro denaro quando vogliono. Ma attraverso il mercato azionario, possono acquistare e vendere azioni rapidamente e con maggiore indipendenza<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Arestis Philip, Panicos O., Demetriades Luintelm Kul B., *Financial Development And Economic Growth: The Role Of Stock Markets*, in "Journal of Money", Credit and Banking 33.1, 2001, pp. 16–41.

<sup>59</sup> Burton Maureen, Nesiba Reynold F., Brown Bruce, *An introduction to financial markets and institutions*, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, 2010.

<sup>60</sup> Hassan Almomen, *Role of Stock Market in the Economy of a Country*, in "International Journal of Management and Commerce Innovations", Vol. 3, Issue 2, October 2015 - March 2016, pp. 609–611.

<sup>61</sup> Ake Boubakari, *The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries*, in "International Journal of Financial Research", Vol. 1, No. 1, 2010, pp. 14–20.

## **2. LA BORSA ITALIANA: DALLA NASCITA AI SUOI SVILUPPI**

### ***2.1 Le prime esperienze borsistiche nella penisola italiana e la Borsa di Milano***

L'istituzione della borsa in Italia è strettamente connessa all'introduzione del Codice di commercio francese del 1807 e della relativa normativa di attuazione, estesa al territorio italiano nel 1808. Tuttavia, alcune realtà borsistiche erano già sorte in precedenza: la Borsa di Roma fu istituita con un decreto del 1802, mentre quella di Napoli nacque nel 1810 in attuazione della legge emanata da Giuseppe Bonaparte nel 1808.

Nonostante queste prime esperienze, fu soprattutto nel periodo immediatamente precedente e successivo all'unificazione nazionale che le principali piazze finanziarie italiane acquisirono piena operatività o ottennero un riconoscimento ufficiale da parte delle autorità pubbliche. Tra queste si annoverano la Borsa di Torino (1850), quella di Genova (1855), Bologna (1861), Palermo (1842) e Venezia (1875). Tali istituzioni contribuirono progressivamente allo sviluppo del mercato finanziario italiano, favorendo la concentrazione degli scambi commerciali e delle operazioni sui titoli nelle principali città della penisola<sup>62</sup>.

La Borsa di Milano fu istituita il 13 febbraio 1808 in seguito ai decreti emanati il 16 gennaio e il 6 febbraio dello stesso anno da Eugenio Beauharnais, viceré del Regno d'Italia, principe di Venezia e arcicancelliere di Stato dell'Impero francese. Nata come "Borsa di Commercio", essa trovò il proprio fondamento normativo nei provvedimenti vicereali che ne disciplinavano l'organizzazione, stabilendo i giorni e gli orari di apertura del mercato, i soggetti autorizzati a parteciparvi e le tipologie di valori che potevano essere negoziate.

La sede della nuova istituzione fu collocata in due locali del Monte di Pietà, mentre le funzioni di controllo e vigilanza furono affidate al Ministero degli Interni.

L'istituzione della Borsa di Milano non costituiva una novità assoluta nel panorama italiano. Già nel 1755, infatti, il governo austriaco aveva promosso l'apertura della Borsa di Trieste, in considerazione della storica vocazione commerciale della città, che rappresentava un importante collegamento tra l'Europa e i mercati orientali. Alcune fonti, sebbene meno certe, fanno inoltre risalire alla Venezia del 1600 la nascita di una Borsa, considerata l'erede diretta

---

<sup>62</sup> Consob, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, Consob, 2011.

del mercato di Rialto, dove fin dal XV secolo venivano ampiamente negoziati titoli del debito pubblico e i cui prezzi erano rilevati con una certa regolarità.

La data del 13 febbraio 1808 assume un significato particolare nella storia finanziaria italiana non soltanto perché a Milano si sarebbe sviluppato il principale mercato borsistico del Paese, ma anche perché i decreti emanati dal viceré Eugenio Beauharnais ristabilivano idealmente una tradizione interrotta circa due secoli prima. Fino al XVI secolo, infatti, Milano aveva rappresentato, insieme a Genova, una delle più importanti piazze finanziarie europee. L'influenza esercitata dai mercanti milanesi sulla cultura finanziaria del continente fu tale che il suo ricordo è rimasto vivo nel tempo: ne sono testimonianza il nome di Lombard Street, una delle vie più celebri della City di Londra, e il cosiddetto Tasso *Lombard*, che ancora oggi costituisce uno dei principali parametri di riferimento del mercato monetario internazionale.

Nel 1808, tuttavia, questa antica tradizione finanziaria era ormai lontana dall'essere ancora vitale. Durante il regno di Filippo II di Spagna (1527-1598), la forza dei traffici commerciali dell'Impero e la solidità della sua moneta, il celebre "pezzo da otto" o doblone spagnolo, avevano contribuito alla prosperità delle principali piazze finanziarie italiane. Tuttavia, nei due secoli successivi, i mercati finanziari europei furono interessati da un profondo e rapido processo di trasformazione che, sviluppatosi inizialmente nelle Fiandre e successivamente in Inghilterra, ne modificò radicalmente il funzionamento e le regole, senza coinvolgere in misura significativa le città italiane. In assenza di analoghe condizioni economiche e finanziarie, la decisione del viceré Eugenio Beauharnais di istituire una Borsa a Milano nel 1808 assunse quindi un carattere fortemente innovativo. Fin dalle sue origini, tuttavia, emerse un elemento di debolezza strutturale. Come osserva Carlo Scognamiglio in uno dei suoi studi, "è perlomeno dubbio che l'istituzione della Borsa Valori rispondesse effettivamente alle immediate esigenze dei ceti commerciali e industriali italiani"<sup>63</sup>.

Le autorità governative esercitarono forti pressioni affinché i commercianti milanesi dessero concreta attuazione ai decreti che avevano disposto l'istituzione della Borsa. Tali provvedimenti, infatti, non sembravano rispondere a esigenze particolarmente sentite dall'economia lombarda dell'epoca, ancora caratterizzata da dimensioni relativamente contenute, quanto piuttosto al più ampio progetto politico promosso da Napoleone, volto a modernizzare e riorganizzare i territori posti sotto il controllo francese secondo modelli economici e amministrativi più avanzati.

---

<sup>63</sup> Scognamiglio Carlo, *Il finanziamento delle attività industriali*, in Grassini Franco, Scognamiglio Carlo (a cura di), *Stato e industria in Europa: l'Italia*, Il Mulino, Bologna, 1979.

Un ulteriore elemento che conferma il carattere artificiale della nascente borsa milanese e la sua debole connessione con l'economia reale è rappresentato da un episodio significativo. Sebbene il mercato avesse iniziato ufficialmente la propria attività il 13 febbraio 1808, gli organi preposti al controllo e alla vigilanza (un sindaco titolare e quattro sindaci aggiunti) furono nominati soltanto alcuni giorni più tardi. Questo ritardo evidenzia come l'iniziativa del viceré Eugenio Beauharnais avesse colto impreparata la comunità dei commercianti milanesi.

Dalla documentazione dell'epoca emerge infatti che le aspettative degli operatori economici locali erano assai più limitate: la loro principale aspirazione era la creazione di una semplice "Borsa merci", destinata a favorire gli scambi commerciali, piuttosto che l'istituzione di un vero e proprio mercato finanziario. La nascita della Borsa valori appare quindi come il risultato di una scelta imposta dall'alto, coerente con il progetto di modernizzazione napoleonico, più che come la risposta a una concreta domanda proveniente dal mondo economico milanese. Napoleone volle invece trasferire a Milano, in modo sostanzialmente imposto, il modello della *Bourse du Roi*, attiva a Parigi fin dal 1724. Il riferimento all'esperienza francese e, in particolare, al Codice di commercio del 1807, rimase costante nel corso degli anni e contribuì a distinguere profondamente il modello italiano da quello anglosassone, nel quale i mercati finanziari erano nati come iniziative spontanee e autonome di banchieri e commercianti. La borsa non godeva infatti di una reale autonomia, poiché operava di fatto come un'articolazione della Camera di Commercio. Tale impostazione, ispirata anche al modello tedesco, rifletteva la volontà di mantenere il mercato sotto un rigoroso controllo pubblico, limitando significativamente gli spazi di autonomia degli operatori.

Già nel momento della sua fondazione possono essere individuati alcuni dei problemi che avrebbero accompagnato a lungo la storia di Piazza Affari. La Borsa di Milano nacque infatti con un evidente ritardo rispetto ai principali mercati europei, attivi da almeno due secoli; inoltre, si sviluppò in un contesto economico che mostrava scarso interesse verso l'innovazione finanziaria, essendo ancora caratterizzato da una struttura produttiva poco evoluta. A ciò si aggiungeva la forte dipendenza dalle decisioni delle autorità governative che, pur avendone promosso la nascita nell'ambito del progetto riformatore napoleonico, sembravano poi prestare un'attenzione limitata al suo concreto funzionamento.

Non sorprende, pertanto, che fino agli anni Trenta dell'Ottocento la borsa milanese mostrasse un'attività molto ridotta. Le testimonianze dell'epoca evidenziano soprattutto i frequenti cambi di sede: dai locali del Monte di Pietà il mercato fu trasferito al Ridotto della Scala e successivamente al Palazzo dei Giureconsulti, situato tra il Cordusio e il Duomo. Tali spostamenti risultano particolarmente significativi se confrontati con quanto avveniva nei

principali centri finanziari europei, dove le contrattazioni si svolgevano già in edifici ampi e appositamente progettati.

L'interesse degli ambienti economici milanesi nei confronti della borsa rimase comunque molto limitato. Nel 1825 il mercato rischiò persino la chiusura per mancanza di scambi. A questa situazione contribuirono diversi fattori: da un lato, la politica di risanamento finanziario perseguita dall'Impero asburgico dopo le guerre napoleoniche aveva ridotto sensibilmente la circolazione dei titoli del debito pubblico; dall'altro, le prime imprese ferroviarie italiane preferivano collocare e negoziare i propri titoli presso la Borsa di Vienna anziché su quella milanese, confermando le difficoltà che caratterizzarono fin dalle origini lo sviluppo del mercato finanziario italiano. L'economia italiana dell'epoca non possedeva ancora le caratteristiche che, in altri Paesi europei, avevano favorito la nascita e lo sviluppo delle grandi società per azioni. Mancavano infatti imprese bancarie, assicurative e minerarie di dimensioni tali da generare capitali azionari ampiamente diffusi e oggetto di una vivace attività di negoziazione sul mercato.

Solo a partire dal 1832 la Borsa di Milano iniziò gradualmente ad assumere un ruolo più attivo. Le sedute di contrattazione cominciarono a registrare una partecipazione più consistente e la rilevazione dei prezzi divenne più regolare e affidabile. Dall'analisi del *Termometro Mercantile e d'Industria* emerge che venivano negoziati con continuità quattro prestiti pubblici: il Debito Consolidato del Lombardo-Veneto, il Debito Consolidato di Parma, il Debito Consolidato Perpetuo di Parma e le obbligazioni statali al 5%.

Per l'ingresso ufficiale del primo titolo azionario nel listino milanese occorre attendere il 1858, anno in cui venne quotata la Società Ferroviaria del Lombardo-Veneto e che rappresenta un momento di svolta nella storia della Borsa. Ciò non significa, tuttavia, che negli anni precedenti venissero scambiati esclusivamente titoli obbligazionari e del debito pubblico. Poiché le negoziazioni si svolgevano in un regime di sostanziale libertà, privo sia di una procedura formale di ammissione sia dell'obbligo di pubblicazione di un listino ufficiale, è plausibile ritenere che i bollettini dell'epoca riportassero soltanto i valori maggiormente trattati.

È inoltre ragionevole supporre che, seppur in modo occasionale, le azioni fossero già oggetto di compravendita. A sostegno di questa ipotesi vi è il fatto che, nel 1836, il console austriaco a Genova ritenne opportuno avvertire la Camera di Commercio di Milano del rischio che sul mercato lombardo venissero negoziati titoli azionari falsi attribuiti a una società

mineraria. Tale episodio dimostra che il fenomeno degli scambi azionari era già conosciuto e sufficientemente rilevante da richiedere l'attenzione delle autorità<sup>64</sup>.

## ***2.2 Lo sviluppo dei mercati nazionali***

Con l'unificazione italiana, la situazione del mercato finanziario non conobbe miglioramenti significativi. Nel 1861, infatti, le azioni quotate alla Borsa di Milano erano soltanto due: la Società Ferroviaria del Lombardo-Veneto e la Banca Nazionale del Regno d'Italia, istituto destinato successivamente a evolversi nell'attuale Banca d'Italia. I titoli a reddito fisso presenti sul mercato erano invece dieci, tra cui la Rendita 5%, che costituiva il valore più importante dell'intero mercato italiano. Tuttavia, tale titolo veniva negoziato prevalentemente sulla Borsa di Parigi piuttosto che sui mercati nazionali. Questa situazione non deve sorprendere se si considera che la Rendita era stata emessa principalmente per finanziare le ingenti spese legate al processo di unificazione nazionale. A causa della limitata capacità di risparmio interna, una parte consistente dei titoli venne collocata sui mercati esteri, in particolare su quello francese, determinando una forte dipendenza dai capitali stranieri.

Di fatto, il neonato Regno d'Italia si trovava in una condizione di notevole subordinazione finanziaria nei confronti degli investitori esteri. Per questa ragione, i governi della Destra storica individuavano come obiettivo prioritario il raggiungimento del pareggio di bilancio e il progressivo affrancamento dalla dipendenza dal capitale internazionale. In tale contesto, la funzione della borsa veniva considerata di importanza secondaria rispetto alle esigenze di risanamento delle finanze pubbliche. Inoltre, in quegli anni la Borsa di Milano risultava meno dinamica rispetto a quella di Genova, che poteva contare su una lunga tradizione commerciale e marittima e si presentava come il principale centro finanziario della penisola. Non a caso, il mercato genovese aveva accolto il suo primo titolo azionario già nel 1842, diversi anni prima che il listino milanese iniziasse a sviluppare una significativa attività nel comparto azionario<sup>65</sup>.

Per quanto concerne l'aspetto organizzativo, il Codice di Commercio del 1865, riprendendo il modello francese già introdotto in Italia durante il periodo napoleonico e applicato alla Borsa di Milano, stabiliva che le Borse di commercio fossero istituite mediante

---

<sup>64</sup> Sunseri Nino, *Piazza affari. Storia della borsa*, Longanesi, Milano, 1998.

<sup>65</sup> Sunseri Nino, *Piazza affari. Storia della borsa*, Longanesi, Milano, 1998.

decreto reale. Gli agenti di cambio erano autorizzati a operare in nome proprio, ma non potevano effettuare operazioni per conto personale. La definizione delle tariffe relative ai compensi degli agenti di cambio, così come le funzioni di vigilanza sul loro operato, erano attribuite alle Camere di Commercio. Queste ultime, pur essendo enti formalmente pubblici, erano amministrate prevalentemente da rappresentanti del mondo bancario e imprenditoriale; gli stessi agenti di cambio ne erano esclusi, poiché non venivano considerati commercianti. Alle Camere di Commercio spettava inoltre il compito di mettere a disposizione della borsa le strutture e i servizi necessari al suo funzionamento. Ne derivava un sistema caratterizzato da una gestione pubblica della borsa, fondato formalmente sul monopolio delle negoziazioni attribuito agli agenti di cambio. Tuttavia, l'organizzazione materiale e i servizi essenziali erano affidati a un apparato controllato principalmente da banche e imprese. Tra questi soggetti e gli agenti di cambio si instaurò ben presto un equilibrio di interessi che, se da un lato favorì il funzionamento del mercato, dall'altro avrebbe esercitato effetti poco favorevoli sul successivo sviluppo della Borsa Valori italiana.

Le contrattazioni di valori mobiliari, in particolare quelle riguardanti azioni e obbligazioni emesse dalle società industriali, si svolgevano prevalentemente al di fuori della borsa, nelle abitazioni dei commercianti o negli uffici privati dei banchieri. La conclusione delle operazioni avveniva poi formalmente in borsa, così da rispettare il monopolio attribuito agli agenti di cambio. Questo sistema determinò una progressiva marginalizzazione del mercato borsistico nel finanziamento delle imprese, rafforzando invece il ruolo delle banche come principali intermediari nella raccolta e nell'impiego dei capitali<sup>66</sup>.

Nella seconda metà del XIX secolo le Borse valori italiane svolsero una funzione prevalentemente legata al collocamento dei titoli del debito pubblico e alla creazione di mercati secondari sufficientemente liquidi per la loro negoziazione. Come dianzi anticipato, l'unificazione nazionale determinò infatti un forte incremento del fabbisogno finanziario dello Stato, dovuto soprattutto ai consistenti investimenti richiesti dal programma infrastrutturale avviato dal Piemonte, con particolare riferimento alla costruzione della rete ferroviaria. Per finanziare tali interventi, l'Italia dipendeva in misura significativa dai capitali provenienti dall'estero. In questo contesto, lo Stato assunse un ruolo centrale all'interno dei mercati borsistici, sia in qualità di emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie, che furono tra le prime imprese ad essere ammesse alla quotazione nelle Borse italiane.

---

<sup>66</sup> Costi Renzo, *Il mercato immobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp. 17–50.

Nel 1881 il listino della Borsa di Milano comprendeva appena venti società quotate, appartenenti prevalentemente al settore bancario e a quello dei trasporti, a conferma della limitata dimensione del mercato azionario nazionale.

Occorre inoltre considerare che, alla fine del XIX secolo, l'Italia non aveva ancora completato il proprio processo di industrializzazione e presentava un livello di sviluppo economico sensibilmente inferiore rispetto alle principali potenze europee. Nel 1895 il reddito netto pro capite italiano ammontava a circa 14 sterline, un valore decisamente più basso rispetto alle 39 sterline registrate nel Regno Unito e alle 23 sterline della Francia. Questa situazione contribuiva a limitare la capacità del sistema economico nazionale di sostenere una più ampia diffusione del mercato azionario e del finanziamento delle imprese attraverso la borsa<sup>67</sup>.

Nei primi anni del Novecento, sotto i governi di Giolitti, l'Italia ridusse sensibilmente il divario economico rispetto ai Paesi più industrializzati. In particolare, tra il 1897 e il 1907 l'economia nazionale attraversò una fase di forte espansione: la produzione industriale crebbe mediamente del 5,5% annuo, mentre gli investimenti in impianti e macchinari aumentarono del 10,5%, favorendo il processo di modernizzazione del Paese<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> Castronovo Valerio, *Storia economica d'Italia*, Einaudi, Torino, 1995.

<sup>68</sup> Consob, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, Consob, 2011.

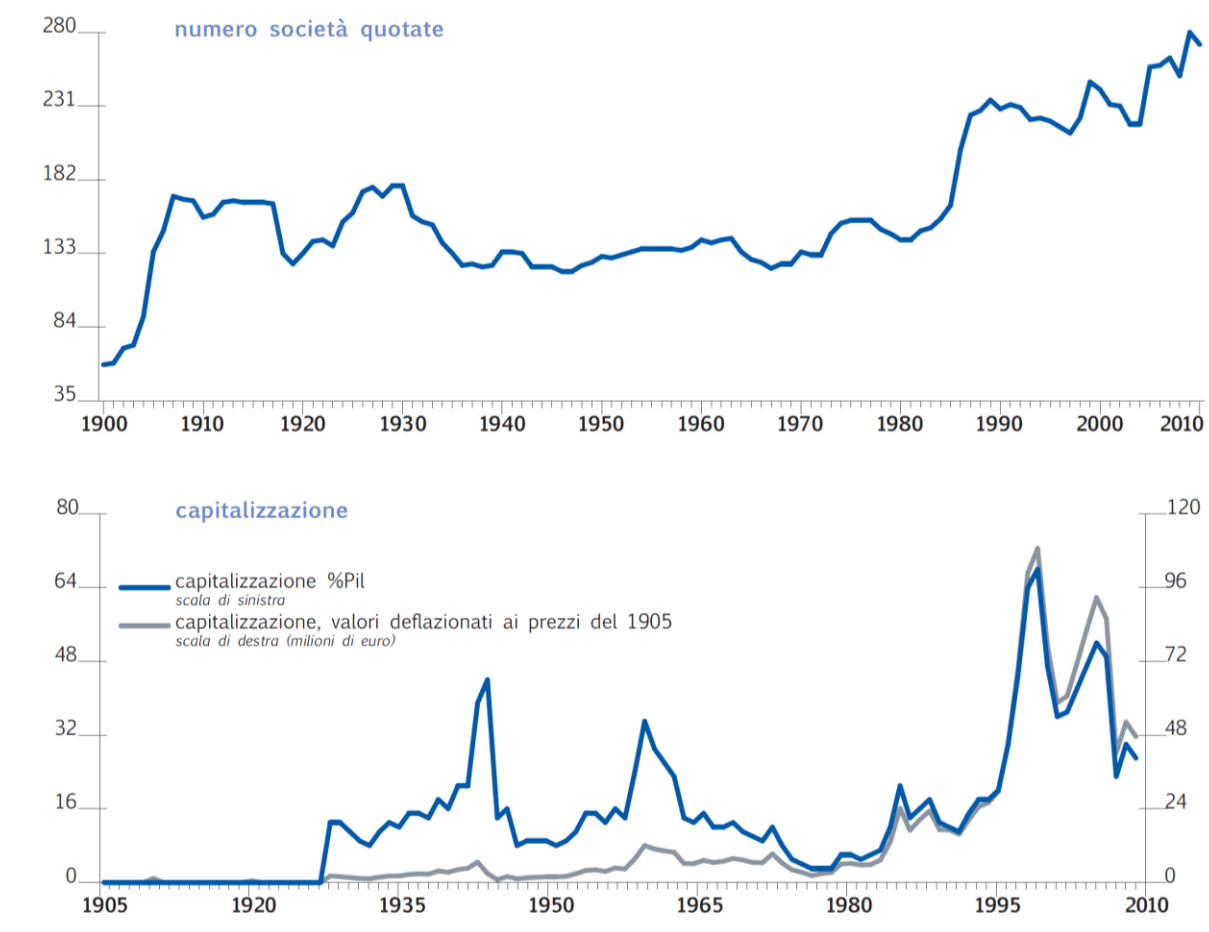


*Fig. 1: Funzioni mostranti rispettivamente il numero delle società italiane quotate e la capitalizzazione di mercato dal 1905 al 2011<sup>69</sup>*

Le principali innovazioni introdotte dal Codice di Commercio del 1882, insieme al relativo regolamento (R.D. 27 dicembre 1882, n. 1139), riguardarono lo statuto degli agenti di cambio e, più in generale, il ruolo degli intermediari nel mercato mobiliare, incidendo anche sulla disciplina della vigilanza sulle Borse.

Il Codice del 1882 si discostò dal modello pubblicistico francese, qualificando l'attività degli agenti di cambio come attività d'impresa e non come funzione pubblica, e si avvicinò invece al modello anglosassone delle borse autogestite, prevedendo forme di autoregolamentazione da parte degli stessi intermediari.

Tali scelte normative favorirono la fase di massimo sviluppo della Borsa Italiana tra la metà degli anni Novanta del XIX secolo e il 1906, ma contribuirono anche a creare le condizioni della crisi del 1907, che segnò l'avvio di una lunga fase di declino del mercato mobiliare.

<sup>69</sup> Consob, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, Consob, 2011, p. 14.

La libertà operativa degli agenti di cambio e la possibilità di operare anche per conto proprio favorirono la nascita di banche specializzate e società finanziarie che, insieme alle grandi banche miste, sostennero l'emissione e il collocamento dei titoli azionari e obbligazionari. In questo contesto, grazie anche ai collegamenti telegrafici tra le diverse piazze, la Borsa assunse una dimensione sempre più nazionale, tanto che tra il 1903 e il 1906 la maggior parte del capitale azionario italiano risultava quotata sui mercati<sup>70</sup>.

Solo verso la fine del XIX secolo la piazza di Milano riuscì a consolidare in modo stabile la propria centralità nel sistema finanziario nazionale, assumendo un ruolo dominante rispetto alle altre sedi di contrattazione italiane. In questo processo, il listino milanese finì per attrarre progressivamente anche titoli che in precedenza venivano negoziati altrove, come le società immobiliari a Roma, le compagnie assicurative a Venezia e le imprese di trasporti e navigazione a Genova, segnando così un graduale accentramento del mercato mobiliare.

Nel frattempo, la borsa milanese fu investita dalla prima grande bolla speculativa, sviluppata tra il 1872 e il 1873, che portò in borsa una massa crescente di risparmiatori del tutto estranei alla logica dell'investimento azionario e privi di esperienza nei mercati finanziari. Come testimonia il *Corriere Mercantile* del 3 novembre 1872, il fenomeno assunse dimensioni tali da coinvolgere categorie molto eterogenee (professori, avvocati, impiegati, artigiani e piccoli commercianti) molti dei quali abbandonarono le loro attività ordinarie per dedicarsi alla speculazione, attratti dalla possibilità di guadagni rapidi.

La risposta del legislatore arrivò con la legge del 1876, che intervenne sulla disciplina dei contratti di borsa, mantenendo la cosiddetta "eccezione del gioco" e distinguendo tra operazioni concluse su fogli bollati e operazioni su carta libera. Tale impostazione rifletteva ancora una visione ambivalente del mercato finanziario, in cui la linea di confine tra attività borsistica e gioco d'azzardo risultava, nella cultura giuridica dell'epoca, più formale che sostanziale.

Solo all'inizio del nuovo secolo, con l'avvento dei governi guidati da Giovanni Giolitti, il quadro mutò in modo significativo. Milano si affermò definitivamente come capitale industriale e finanziaria del Paese, superando Genova, ancora legata alla sua tradizione mercantile e marittima. Contestualmente, anche il peso delle rispettive Borse si spostò a favore del listino milanese, sempre più centrale nel finanziamento dello sviluppo economico.

Questo cambiamento fu reso possibile dall'evoluzione del tessuto produttivo, che rese necessario disporre di un mercato dei capitali più efficiente e strutturato, in grado di sostenere

---

<sup>70</sup> Costi Renzo, *Il mercato immobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp. 17-50.

le esigenze di finanziamento delle nuove industrie emergenti, in particolare nei settori elettrico, siderurgico e automobilistico. Parallelamente, l'affermazione delle grandi banche miste, come la Banca Commerciale Italiana e il Credito Italiano, rafforzò ulteriormente il ruolo della Borsa di Milano, che divenne lo strumento principale attraverso cui tali istituti collocavano e ricollocavano le partecipazioni nelle imprese industriali da essi finanziate<sup>71</sup>.

### ***2.3 La regolamentazione del mercato borsistico nel Novecento***

La forte crescita conosciuta dalla Borsa Italiana tra la fine dell'Ottocento e i primi anni del Novecento aveva finito per nascondere numerosi elementi di fragilità strutturale. L'accesso alle negoziazioni era divenuto sostanzialmente indiscriminato e molti operatori partecipavano al mercato senza possedere adeguate competenze professionali o sufficienti garanzie patrimoniali. Parallelamente, i controlli sul funzionamento del mercato continuavano ad essere affidati a organismi di carattere locale, come le Camere di Commercio, le Deputazioni di Borsa e i Sindacati di Borsa, nonostante il mercato mobiliare avesse ormai assunto una dimensione nazionale.

La crisi del 1907 mise drammaticamente in luce tali debolezze. Il crollo delle quotazioni e la conseguente perdita di fiducia degli investitori determinarono una temporanea marginalizzazione della Borsa, evidenziando soprattutto l'insufficienza del sistema dei controlli e della vigilanza. Di fronte a questa situazione, maturò la convinzione della necessità di una profonda revisione normativa, finalizzata a garantire maggiore stabilità e affidabilità al mercato mobiliare.

Il risultato di questo processo fu l'approvazione della legge 20 marzo 1913, n. 272, che rappresentò la prima disciplina organica della Borsa Italiana e che sarebbe rimasta per molti decenni il punto di riferimento fondamentale dell'ordinamento del mercato mobiliare. La riforma segnò un ritorno a una concezione fortemente pubblicistica della Borsa, ispirata in larga misura al modello tedesco, abbandonando le aperture verso il sistema anglosassone introdotte dal Codice di Commercio del 1882, basate sul pluralismo degli operatori e sull'autoregolamentazione del mercato.

La nuova normativa rafforzò significativamente il sistema dei controlli, collocando il Governo al vertice dell'attività di vigilanza e attribuendogli una posizione sovraordinata

---

<sup>71</sup> Sunseri Nino, *Piazza affari. Storia della borsa*, Longanesi, Milano, 1998.

rispetto agli organismi locali, che furono comunque mantenuti. Particolare attenzione fu riservata alla figura degli agenti di cambio, ai quali vennero affidate alcune funzioni di natura pubblica connesse alle negoziazioni, come l'accertamento del prezzo ufficiale di borsa e la conduzione delle contrattazioni alle grida.

Contestualmente, venne ripristinato il divieto per gli agenti di cambio di operare per conto proprio, al fine di evitare conflitti di interesse e comportamenti speculativi incompatibili con il loro ruolo. La legge vietò inoltre agli stessi di assumere incarichi direttivi o di responsabilità all'interno di istituti bancari, impedendo loro di acquisire la qualifica di direttore, procuratore o socio illimitatamente responsabile di una banca (artt. 24 e 27). L'obiettivo era quello di separare nettamente l'attività di intermediazione borsistica da quella bancaria, rafforzando l'imparzialità degli operatori e contribuendo alla stabilità complessiva del mercato.

Il processo di ripubblicizzazione della borsa e di progressiva centralizzazione dei poteri di vigilanza proseguì nel corso degli anni Venti, in linea con il crescente interventismo economico dello Stato promosso dal regime fascista. Un passaggio fondamentale si ebbe nel 1925 quando, nell'ambito della politica di stabilizzazione monetaria perseguita dal governo, gli agenti di cambio furono nuovamente qualificati come pubblici ufficiali. Nello stesso periodo venne istituito un ruolo chiuso, al quale si poteva accedere soltanto tramite decreto ministeriale, e fu definitivamente confermato il principio secondo cui la negoziazione alle grida in borsa era riservata esclusivamente a tali soggetti (R.D.L. 7 marzo 1925, n. 222).

Sempre nel 1925 fu ulteriormente rafforzato il controllo statale sul mercato mobiliare. La vigilanza sulle Borse valori venne infatti attribuita al Ministero delle Finanze, consolidando il ruolo del Governo centrale quale autorità di vertice del sistema. Contestualmente si realizzò la definitiva separazione tra Borse valori e Borse merci, le quali rimasero invece sottoposte alla competenza del Ministero dell'Economia (R.D.L. 29 luglio 1925, n. 1261).

Nonostante tali interventi, la borsa continuò a svolgere un ruolo sempre più marginale nell'economia italiana. Questa tendenza si accentuò ulteriormente nel corso degli anni Trenta, soprattutto nella seconda metà del decennio, quando il regime fascista adottò una politica di finanza di guerra finalizzata a sostenere gli obiettivi militari e autarchici dello Stato. In questo contesto, il risparmio privato venne progressivamente indirizzato e controllato dalle autorità pubbliche, con l'obiettivo di favorire l'acquisto di titoli del debito pubblico. Di conseguenza, il mercato azionario perse ulteriore importanza come strumento di finanziamento delle imprese, mentre lo Stato divenne il principale destinatario delle risorse finanziarie disponibili nel sistema economico nazionale.

La crisi di Wall Street del 1929 si ripercosse anche sul mercato azionario italiano, che a partire dal 1930 registrò una significativa contrazione delle quotazioni. In termini nominali, il calo fu particolarmente marcato: l'indice di rendimento totale delle azioni perse circa il 50% del proprio valore. Tuttavia, la contemporanea diminuzione dei prezzi al consumo attenuò parzialmente gli effetti della crisi in termini reali, rendendo meno pesante la perdita subita dagli investitori. La profonda recessione economica che seguì al crollo del 1929, unita alla caduta dei corsi azionari, aggravò notevolmente la situazione delle grandi banche miste italiane, fortemente coinvolte nel finanziamento delle principali imprese industriali del Paese. La drastica riduzione degli utili aziendali e il fenomeno deflattivo aumentarono il peso reale dell'indebitamento delle imprese, mentre gli investimenti in impianti e macchinari si ridussero di circa il 30%. La crisi mise così in evidenza la fragilità del sistema bancario italiano. Nel 1932 gli istituti di credito si trovavano infatti in una situazione di forte squilibrio patrimoniale: a fronte di depositi e conti correnti pari a circa 4,5 miliardi di lire, detenevano partecipazioni e immobilizzi industriali per un valore di circa 12 miliardi. Tale sproporzione rese evidente l'eccessiva esposizione delle banche verso il settore industriale e contribuì a rendere necessario un profondo intervento pubblico di riorganizzazione del sistema creditizio<sup>72</sup>.

Il salvataggio delle banche miste e delle imprese industriali ad esse collegate fu possibile solo grazie all'intervento diretto dello Stato, che istituì un apposito ente pubblico: l'IRI. Tra il 1933 e il 1937, con la sua creazione e progressiva affermazione, venne assicurata la sopravvivenza di una parte rilevante della grande industria italiana, tra cui importanti realtà come Terni, SIP e Italgas. L'operazione di risanamento prevedeva il trasferimento all'IRI delle partecipazioni industriali detenute dalle banche miste, con contestuale erogazione di liquidità, e l'impegno per gli istituti di credito a ridurre la propria esposizione verso il sistema industriale. In questo modo si mirava a separare più nettamente attività bancaria e investimento industriale, riducendo i rischi derivanti dalla loro stretta interconnessione. L'impatto dell'intervento fu significativo: nel 1933 le partecipazioni della Banca Commerciale Italiana (Comit), poi confluite nell'IRI, rappresentavano circa il 10% della capitalizzazione di borsa, mentre il complesso delle sue partecipazioni superava un quarto del capitale delle società per azioni italiane. L'IRI finì inoltre per assumere un ruolo centrale anche nel controllo delle banche miste, grazie alla particolare struttura degli intrecci proprietari tra istituti finanziari e società industriali. Attraverso l'acquisizione delle holding finanziarie, l'ente pubblico si trovò a

---

<sup>72</sup> Castronovo Valerio, *Storia economica d'Italia*, Einaudi, Torino, 1995.

detenere indirettamente anche quote di controllo nelle principali banche, diventando così un attore fondamentale non solo nel settore industriale ma anche in quello bancario<sup>73</sup>.

La caduta del fascismo e l'avvento della Repubblica non produssero una trasformazione immediata della struttura dell'intermediazione finanziaria italiana né dell'ordinamento della borsa. Fino alla metà degli anni Settanta, infatti, il sistema rimase in larga misura bancocentrico, con un ruolo dominante degli istituti di credito, generalmente considerati non tanto imprese orientate al profitto quanto istituzioni sociali chiamate a garantire la stabilità complessiva del sistema economico.

Un primo mutamento significativo si registrò soltanto con la legge 7 giugno 1974, n. 216, che introdusse due innovazioni fondamentali: l'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e una disciplina speciale per le società con azioni quotate. Alla CONSOB furono attribuite funzioni di vigilanza sull'organizzazione del mercato e sullo svolgimento delle negoziazioni, segnando un primo passo verso una regolazione più centralizzata del sistema. Tuttavia, alcune competenze rimasero ancora in capo al Ministero del Tesoro e agli organi locali di borsa, mantenendo una struttura di governance ancora parzialmente frammentata.

La riforma del 1974 ebbe anche un importante impatto sul piano della disciplina delle società quotate. Si prese infatti atto della particolare natura di queste società, caratterizzate dal coinvolgimento del risparmio pubblico e diffuso, e si introdussero obblighi informativi più stringenti nei confronti della CONSOB e del mercato. L'obiettivo era quello di garantire una maggiore trasparenza e di consentire agli investitori una più ampia conoscenza delle condizioni economiche e patrimoniali delle società quotate.

In questo contesto furono introdotte anche le azioni di risparmio, strumenti privi di diritto di voto ma dotati di particolari vantaggi patrimoniali, pensati per attrarre investitori interessati soprattutto alla redditività del capitale. Parallelamente, venne rafforzato il sistema dei controlli contabili, imponendo alle società quotate la certificazione dei bilanci da parte di revisori esterni iscritti in appositi albi tenuti dalla CONSOB.

Si avviò così un graduale processo di separazione tra la disciplina delle società quotate e il diritto comune delle società per azioni, destinato a svilupparsi ulteriormente nei decenni successivi. Questo percorso trovò una sistemazione più organica nel Testo Unico della finanza del 1998, che consolidò e ampliò le innovazioni introdotte nel periodo precedente, confermando l'evoluzione verso un mercato finanziario sempre più regolato e trasparente.

---

<sup>73</sup> Consob, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, Consob, 2011.

La legge 23 febbraio 1977, n. 49, insieme ai regolamenti CONSOB, disciplinò il Mercato ristretto dei titoli non quotati in borsa, subordinandone l'istituzione all'autorizzazione e alla vigilanza della CONSOB.

Le negoziazioni dovevano avvenire esclusivamente tramite agenti di cambio e solo per contanti, escludendo le operazioni a termine, con l'obiettivo di ridurre i fenomeni speculativi che avevano caratterizzato quel mercato.

Nonostante ciò, l'ordinamento del mercato mobiliare restava incompleto: mancava una disciplina delle negoziazioni fuori dai mercati regolamentati, non erano ancora previsti adeguati strumenti per lo sviluppo degli investitori istituzionali, come i fondi comuni, e risultava assente una regolamentazione organica dei servizi di investimento. Il sistema, nel complesso, appariva ancora frammentario e bisognoso di una riforma più strutturata.

La legge 23 marzo 1983, n. 77 colma due importanti lacune dell'ordinamento del mercato mobiliare italiano: introduce una disciplina generale dell'appello al pubblico risparmio e, per la prima volta, istituisce anche in Italia i fondi comuni di investimento mobiliare aperti.

Negli anni Settanta, caratterizzati da forte inflazione, il risparmio tendeva ad allontanarsi dagli impieghi tradizionali come depositi e obbligazioni, esposti alla svalutazione, senza trovare adeguato sbocco nel mercato azionario, allora marginale. Si creò così spazio per il collocamento incontrollato dei cosiddetti titoli atipici, legati a operazioni immobiliari o imprenditoriali e sottratti ai rischi della perdita di valore della moneta. Il fenomeno, fuori dal controllo della CONSOB, generò gravi abusi e operazioni speculative.

Per questo l'art. 12 della legge n. 77 del 1983 sottopose alla vigilanza CONSOB ogni forma di sollecitazione del pubblico risparmio, estendendo in modo ampio la nozione di investimento tutelato e rafforzando la protezione del risparmiatore.

La legge segnò inoltre un passaggio decisivo con l'introduzione dei fondi comuni aperti, primi investitori istituzionali del sistema italiano, capaci di raccogliere e gestire grandi masse di risparmio con criteri di diversificazione e professionalità. Il loro successo ha poi confermato il ruolo centrale degli investitori istituzionali nello sviluppo del mercato mobiliare moderno.

La legge 4 giugno 1985, n. 281 ha un ruolo significativo nella costruzione dell'ordinamento del mercato mobiliare, soprattutto perché consolida le innovazioni introdotte dalla normativa precedente.

In primo luogo, attribuisce alla CONSOB la personalità giuridica di diritto pubblico e una piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge, rafforzandone la natura di autorità indipendente rispetto all'apparato governo-amministrazione. Vengono inoltre valorizzate la sua

autonomia organizzativa e la capacità di incidere sui rapporti tra privati attraverso poteri di regolazione.

In secondo luogo, la legge introduce nuovi obblighi di trasparenza a carico delle società quotate, sia verso la CONSOB sia verso il mercato, con particolare attenzione alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Infine, viene disciplinato il controllo sulle operazioni di rilievo societario: la costituzione di società per azioni con capitale superiore a dieci miliardi e i relativi aumenti di capitale sono soggetti ad autorizzazione del Ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia, al solo fine di garantire la stabilità del mercato dei valori mobiliari. Si tratta di un controllo tecnico e non politico, distinto da logiche di indirizzo sulle emissioni azionarie, e coerente con le precedenti riforme in materia di appello al pubblico risparmio.

La seconda metà degli anni Ottanta non è caratterizzata da modificazioni rilevanti dell'ordinamento generale del mercato mobiliare, che si era ormai stabilizzato con le riforme del 1985; tuttavia, in questo periodo emergono due istituzioni "particolari" destinate a incidere profondamente sulla concreta struttura e sul funzionamento del mercato italiano, modificandone in modo significativo la sua morfologia operativa:

- Il finanziamento dello Stato avviene in larga misura mediante l'emissione, da parte del Tesoro, di titoli del debito pubblico. In tale contesto, la Banca centrale realizza i propri obiettivi di politica monetaria anche, e spesso soprattutto, attraverso operazioni di compravendita di titoli pubblici sul mercato, influenzandone così l'andamento e la liquidità complessiva;
- Le negoziazioni sul mercato mobiliare sono frequentemente operazioni di massa, aventi ad oggetto titoli fungibili destinati a una circolazione continua e diffusa. In questo scenario, la consegna materiale dei titoli per ogni singola transazione risulterebbe eccessivamente complessa, costosa e fonte di incertezza. Si rende quindi necessario un sistema di gestione accentrata dei titoli, capace di sostituire il trasferimento fisico con una registrazione contabile dei movimenti di proprietà, garantendo così l'effettivo passaggio dei diritti tra i soggetti coinvolti.

La legge 19 giugno 1986, n. 289 definisce l'organizzazione del servizio di gestione accentrata dei titoli in Italia, affidandone l'esercizio alla Monte Titoli S.p.A., società costituita dagli intermediari e sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB.

Tuttavia, è solo nei primi anni Novanta che l'ordinamento italiano del mercato mobiliare raggiunge un livello di compiutezza sostanzialmente paragonabile a quello degli altri principali Paesi a economia avanzata.

Vengono emanate in rapida successione e talvolta senza un disegno complessivo pienamente coerente, una serie di interventi legislativi che incidono in modo profondo sull'ordinamento del mercato mobiliare. In particolare, tali riforme:

- integrano la disciplina dell'appello al pubblico risparmio;
- introducono una regolamentazione organica degli intermediari finanziari;
- favoriscono la nascita e lo sviluppo di nuovi investitori istituzionali;
- rafforzano la specialità dello statuto delle società quotate; definiscono principi generali per l'organizzazione dei mercati regolamentati;
- e riformano in modo incisivo la disciplina del collocamento dei valori mobiliari sul mercato.

Per quanto riguarda la nascita e lo sviluppo di nuovi investitori istituzionali, l'ordinamento italiano, fino alla prima metà degli anni Ottanta, conosceva sostanzialmente un solo strumento, rappresentato dal fondo comune di investimento mobiliare aperto introdotto dalla legge n. 77 del 1983. Nei primi anni Novanta si avvia invece un processo di ampliamento e diversificazione della categoria degli investitori istituzionali, con l'introduzione di ulteriori tipologie già diffuse nei principali ordinamenti finanziari stranieri.

Tra gli interventi normativi vi è anzitutto la legge 14 agosto 1993, n. 344 che disciplina i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, che si basano su un modello organizzativo sostanzialmente analogo a quello dei fondi aperti (società di gestione, fondo e banca depositaria), ma se ne distinguono per la funzione economica. In questo caso, infatti, il risparmiatore non può richiedere il rimborso dell'investimento in qualsiasi momento, poiché il capitale resta vincolato per un periodo determinato, generalmente di cinque anni.

Il D. Lgs. 25 gennaio 1992, n. 84 introduce invece le società di investimento a capitale variabile (SICAV), una forma di investitore istituzionale nella quale, a differenza dei fondi comuni, il risparmiatore assume la qualità di socio della società di gestione. Dal punto di vista economico, le SICAV si avvicinano ai fondi aperti, poiché il socio conserva la possibilità di ottenere in ogni momento la liquidazione della propria quota.

Il D. Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, successivamente modificato in modo significativo dalla legge 9 agosto 1995, n. 335 di riforma del sistema pensionistico, introduce una disciplina organica della previdenza complementare, la cui attuazione avviene attraverso uno specifico modello organizzativo: quello dei fondi pensione.

Infine, la legge 25 gennaio 1994, n. 86 disciplina i fondi comuni di investimento immobiliare, strutturati sul modello dei fondi comuni tradizionali, ma destinati in modo specifico agli investimenti nel settore immobiliare.

Con l’emanazione del Testo Unico della finanza si giunge a una fase di ulteriore maturazione dell’ordinamento del mercato mobiliare italiano, che viene finalmente ricondotto a un quadro unitario e sistematico. L’intervento normativo non si limita infatti a riordinare la disciplina degli intermediari e dei mercati, ma incide in modo profondo anche sugli assetti di governance delle società quotate, nella prospettiva di rafforzare la tutela del risparmio e l’efficienza del mercato.

Sulla base dei lavori preparatori svolti dalla Commissione Draghi, presieduta dal professor Mario Draghi, il Governo ha emanato il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, con il quale è stato adottato il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Si tratta di un intervento di sistematizzazione complessiva della disciplina del mercato mobiliare, che segna un passaggio decisivo verso una regolazione organica e moderna del settore.

La novità più rilevante riguarda in particolare la disciplina delle società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, ossia le società con azioni quotate. Il Testo Unico introduce infatti una serie di disposizioni volte a riequilibrare i rapporti tra maggioranza e minoranze azionarie, attribuendo a queste ultime, quando rappresentano una partecipazione significativa del capitale sociale, strumenti effettivi di controllo e di reazione nei confronti di eventuali abusi della maggioranza.

In questa prospettiva, vengono inoltre previsti meccanismi finalizzati a favorire una maggiore partecipazione dei soci alla vita societaria, anche attraverso l’uso delle deleghe di voto, che agevolano la formazione delle decisioni assembleari. Parallelamente, si rafforza l’autonomia e l’indipendenza del collegio sindacale, anche mediante il coinvolgimento delle minoranze nella sua nomina, e si ampliano i relativi poteri di vigilanza.

Nel complesso, il sistema di controlli viene strutturato in modo da risultare particolarmente efficace per gli investitori istituzionali, i quali, grazie alle loro dimensioni e competenze, sono in grado di utilizzare in modo più incisivo strumenti di “democrazia societaria” che, invece, risultano meno accessibili ai piccoli azionisti frammentati<sup>74</sup>.

## ***2.4 Dalla riforma dei mercati finanziari alla modernizzazione della Borsa Italiana***

---

<sup>74</sup> Costi Renzo, *Il mercato immobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp. 17-50.

Per lungo tempo l'ordinamento italiano ha mostrato una significativa carenza nella regolamentazione del mercato mobiliare. Fino agli anni Ottanta, infatti, mancava una disciplina organica che considerasse il mercato finanziario nel suo complesso e ne regolasse in modo unitario i principali soggetti e le relative attività.

L'unico ambito sottoposto a una normativa specifica era rappresentato dalla borsa valori, mentre tutti gli altri aspetti del mercato continuavano a essere disciplinati prevalentemente dalle norme generali di diritto comune. Non esisteva una regolamentazione dell'appello al pubblico risparmio, mancava una disciplina degli investitori istituzionali e delle imprese di investimento, fatta eccezione per gli agenti di cambio. Allo stesso modo, non erano previste norme particolari per le società che raccoglievano capitali presso un'ampia platea di risparmiatori<sup>75</sup>.

Il processo di modernizzazione del mercato mobiliare italiano, avviato con la legge n. 1 del 1991 in materia di intermediazione mobiliare e organizzazione dei mercati finanziari, trova il suo compimento tra la fine del 1997 e l'inizio del 1998. In questo periodo si realizzano due passaggi fondamentali: la privatizzazione di Borsa Italiana, con il conseguente avvio della sua operatività come società di gestione del mercato, e l'approvazione del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. n. 58 del 1998), destinato a riordinare in modo organico l'intera disciplina del settore.

La privatizzazione dei mercati finanziari rispondeva all'esigenza di adeguare il sistema italiano alle profonde trasformazioni che stavano interessando il contesto europeo e internazionale. La crescente globalizzazione dei mercati e la progressiva liberalizzazione dei servizi di investimento imponevano infatti una maggiore efficienza organizzativa e una maggiore capacità competitiva delle piazze finanziarie nazionali. In tale prospettiva, il passaggio da un modello di gestione pubblica a uno privatistico rappresentò uno strumento essenziale per rendere il mercato italiano più dinamico, moderno e in grado di confrontarsi con gli altri principali centri finanziari europei<sup>76</sup>.

La legge sulle Società di intermediazione mobiliare (SIM) del 1991 rappresentò una tappa fondamentale nel processo di modernizzazione del mercato mobiliare italiano. Essa sostituì la tradizionale figura dell'agente di cambio, ormai inadeguata rispetto alle esigenze dei mercati contemporanei, con società specializzate in grado di offrire una vasta gamma di servizi di investimento. La riforma introdusse inoltre il principio della concentrazione degli scambi sui

---

<sup>75</sup> Costi Renzo, *Il mercato immobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp. 17-50.

<sup>76</sup> Borsa Italiana S.p.A., *La privatizzazione della Borsa e il nuovo quadro normativo*, in "Fatti & Cifre 1998", Milano, Borsa Italiana, 1998, pp. 11-16.

mercati regolamentati, contribuendo a rendere più affidabili, trasparenti e rappresentativi i prezzi dei titoli negoziati.

Negli anni successivi il quadro normativo venne ulteriormente rafforzato. Nel 1993 furono introdotte le prime disposizioni specifiche contro gli abusi di mercato, quali l'insider trading e la manipolazione dei prezzi, mentre venne ampliata la gamma degli investitori istituzionali che, accanto ai fondi comuni di investimento, favorivano la crescente istituzionalizzazione del risparmio. Parallelamente, prese avvio un processo di profonda trasformazione delle borse valori italiane, caratterizzato dalla progressiva demutualizzazione degli enti gestori e dalla loro conversione in società per azioni orientate al profitto. Tali riforme si inserivano nel più ampio percorso di recepimento delle direttive europee, ispirate ai principi della concorrenza, dell'efficienza dei mercati e della tutela degli investitori.

Alla definizione del nuovo assetto proprietario di Borsa Italiana parteciparono sia le principali banche nazionali, sia le società quotate. Queste ultime, su impulso della Banca d'Italia, costituirono la società Emittenti Titoli, attraverso la quale acquisirono una partecipazione significativa nel capitale della borsa. Anche dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del London Stock Exchange, Emittenti Titoli mantenne per molti anni un ruolo rilevante nell'azionariato del gruppo. Diversamente, le banche italiane ridussero progressivamente la propria presenza, rinunciando alla possibilità di influenzare in misura significativa le strategie di uno dei principali mercati finanziari europei.<sup>77</sup>

Una svolta decisiva nel processo di trasformazione del mercato mobiliare italiano si ebbe con il D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415, che recepì nell'ordinamento nazionale la Direttiva Servizi di Investimento (93/22/CEE). Tale intervento segnò il superamento del tradizionale modello pubblicistico dei mercati finanziari, caratterizzato da una forte presenza delle autorità pubbliche nelle attività di regolamentazione, organizzazione e gestione delle negoziazioni.

La riforma introdusse un nuovo modello fondato sulla concezione del mercato come impresa, affidando ai soggetti gestori maggiori responsabilità organizzative e operative. In questo nuovo assetto, il ruolo delle autorità di vigilanza venne progressivamente ridefinito e concentrato sulla verifica del rispetto delle condizioni necessarie a garantire la trasparenza del mercato, il corretto svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Il primo passo concreto verso la privatizzazione dei mercati fu compiuto il 7 febbraio 1997 con la costituzione di Borsa Italiana. La società nacque per iniziativa del Consiglio di

---

<sup>77</sup> Assonime, *L'economia italiana tra riforme e regressioni. Vent'anni di attività legislativa nell'agenda di Assonime*, Quaderno Assonime, Roma, 2018, pp. 49–50.

Borsa, che ne fu inizialmente l'unico azionista, e assunse le funzioni di organizzazione e gestione della borsa valori, del Mercato Ristretto e dell'IDEM, precedentemente esercitate dagli organi pubblici di mercato. Più in generale, alla nuova società venne affidata la gestione dei mercati destinati alla negoziazione degli strumenti finanziari previsti dalla normativa nazionale ed europea.

Con questa trasformazione, l'obiettivo non era più soltanto garantire il corretto funzionamento del mercato, ma anche promuoverne lo sviluppo in termini di liquidità, efficienza, trasparenza e competitività. La gestione dei mercati veniva così ricondotta a criteri imprenditoriali, orientati sia all'innovazione e alla qualità dei servizi offerti agli operatori, sia alla remunerazione del capitale investito<sup>78</sup>.

| AREE DI COMPETENZA                                                      | RESPONSABILITA'    |                |
|-------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|
|                                                                         | PRIMA              | DOPO           |
| ◆ Sollecitazione del pubblico risparmio                                 | Consob             | Consob         |
| ◆ Ammissione a quotazione, sospensione e revoca di strumenti finanziari | Consob             | Borsa Italiana |
| ◆ Autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento            | Consob             | Consob         |
| ◆ Accesso degli intermediari al mercato, sospensione ed esclusione      | Consob             | Borsa Italiana |
| ◆ Definizione della microstruttura dei mercati                          | Consob             | Borsa Italiana |
| ◆ Diffusione dei dati                                                   | Consiglio di Borsa | Borsa Italiana |
| ◆ Determinazione del <i>pricing</i> per gli emittenti                   | Consiglio di Borsa | Borsa Italiana |
| ◆ Determinazione del <i>pricing</i> per le negoziazioni                 | Consiglio di Borsa | Borsa Italiana |
| ◆ Vigilanza sulla stabilità degli intermediari                          | Banca d'Italia     | Banca d'Italia |
| ◆ Vigilanza sulla correttezza dei rapporti intermediari-clientela       | Consob             | Consob         |
| ◆ Gestione della liquidazione dei contratti                             | Banca d'Italia     | Banca d'Italia |

*Tab. 1: Ripartizione delle responsabilità di organizzazione e gestione dei mercati in seguito alla privatizzazione<sup>79</sup>*

L'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (TUF), il 1° luglio 1998, rappresentò un passaggio fondamentale nel processo di modernizzazione del mercato finanziario italiano. Il nuovo testo normativo riunì in un quadro organico le numerose disposizioni che fino ad allora

<sup>78</sup> Borsa Italiana S.p.A., *La privatizzazione della Borsa e il nuovo quadro normativo*, in "Fatti & Cifre 1998", Milano, Borsa Italiana, 1998, pp. 11-16.

<sup>79</sup> Borsa Italiana S.p.A., *La privatizzazione della Borsa e il nuovo quadro normativo*, in "Fatti & Cifre 1998", Milano, Borsa Italiana, 1998, p. 13.

erano disperse in una pluralità di leggi e regolamenti, offrendo una disciplina unitaria dell'intermediazione finanziaria, dei mercati e delle società quotate.

La riforma fu caratterizzata da un ampio ricorso alla delegificazione, con il conseguente rafforzamento del ruolo della normativa secondaria e delle autorità di vigilanza. Essa consolidò il processo di privatizzazione dei mercati avviato negli anni precedenti e ampliò significativamente l'ambito della disciplina delle società quotate, estendendolo dalla sola trasparenza informativa agli aspetti della governance societaria e della tutela degli azionisti.

Negli anni successivi il TUF divenne il principale punto di riferimento dell'intera normativa finanziaria italiana. La maggior parte degli interventi legislativi in materia venne infatti integrata al suo interno, contribuendo ad ampliarne progressivamente il contenuto. Parallelamente, furono rafforzati i poteri della Consob e gli strumenti di tutela del risparmio, pur mantenendo sostanzialmente invariati gli obiettivi fondamentali della vigilanza e l'equilibrio tra disciplina legislativa e regolamentare.

Un ulteriore cambiamento si è verificato con il progressivo rafforzamento della dimensione europea della regolazione finanziaria. In particolare, con l'istituzione delle Autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities – ESAs*), il peso della normativa dell'Unione europea è cresciuto in modo significativo. La disciplina europea, spesso direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali attraverso regolamenti, ha assunto un ruolo sempre più centrale, riducendo progressivamente lo spazio riservato alla normativa interna e contribuendo alla costruzione di un sistema di vigilanza finanziaria sempre più integrato a livello europeo.

Il Testo Unico della Finanza nacque dall'esigenza di coordinare e sistematizzare le numerose disposizioni che, nel corso degli anni Novanta, avevano disciplinato i mercati finanziari e i servizi di investimento. Un ruolo decisivo fu svolto dal recepimento della Direttiva Servizi di Investimento (ISD), che rappresentava un importante tentativo di modernizzazione e armonizzazione della normativa finanziaria europea, ispirato in larga misura all'esperienza britannica di liberalizzazione dei mercati. Proprio da tale contesto il TUF recepì alcuni istituti innovativi, tra cui l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (OPA), concepita come strumento di tutela degli azionisti di minoranza nei casi di acquisizione del controllo societario.

L'obiettivo principale della riforma era favorire lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, tradizionalmente debole rispetto al sistema bancario, riequilibrando il rapporto tra finanziamento bancario e raccolta di capitali sul mercato. Il legislatore intendeva infatti creare condizioni più favorevoli per la crescita delle imprese attraverso il mercato finanziario,

superando una situazione che, fin dagli anni Trenta, aveva visto la Borsa Italiana svolgere un ruolo marginale nel finanziamento dell'economia.

Questa esigenza risultava particolarmente avvertita negli anni Novanta, quando il processo di privatizzazione delle grandi imprese pubbliche e la gestione di un ingente debito pubblico richiedevano mercati efficienti, in grado di assicurare sia il collocamento sia la successiva negoziazione dei titoli. Il TUF si inseriva pertanto in una più ampia strategia di politica economica volta a rafforzare la competitività del sistema finanziario italiano nel contesto europeo e internazionale.

La riforma rifletteva inoltre il clima economico e culturale dell'epoca, caratterizzato dalla fiducia nei processi di liberalizzazione dei mercati e nello sviluppo della finanza come fattore di crescita economica. In tale prospettiva, il mercato finanziario veniva concepito come uno strumento al servizio dello sviluppo industriale, all'interno di un sistema fondato sulla libertà degli operatori economici, accompagnata da adeguati meccanismi di regolazione e vigilanza pubblica. Il TUF rappresentò quindi il tentativo di coniugare apertura dei mercati, efficienza economica e tutela degli investitori, ponendo le basi dell'assetto normativo che ancora oggi caratterizza il sistema finanziario italiano.

La redazione del Testo Unico della Finanza fu affidata nel 1997 a una Commissione interistituzionale presieduta da Mario Draghi, figura che incarnava perfettamente lo spirito innovativo della riforma grazie alla sua elevata preparazione accademica, alla competenza tecnica maturata nel campo economico e all'esperienza acquisita nelle istituzioni pubbliche. La composizione della Commissione, affiancata da un gruppo di giuristi ed economisti, evidenziava il carattere interdisciplinare del progetto e la volontà di elaborare una disciplina moderna, in linea con gli sviluppi dei mercati finanziari europei e internazionali.

L'impostazione del TUF si ispirava inoltre alla teoria della contendibilità del controllo societario, sviluppatasi negli studi di finanza statunitensi tra gli anni Settanta e Ottanta. Tale teoria postula che la minaccia di scalata da parte di investitori esterni (contendibilità) spinga gli amministratori a massimizzare il valore dell'impresa. Questo per evitare di essere sostituiti e tutelare l'investimento degli azionisti. In particolare, le offerte pubbliche di acquisto (OPA) rappresentano uno strumento in grado di favorire il ricambio degli organi gestori nelle società caratterizzate da performance inefficienti, contribuendo così a migliorare l'efficienza complessiva del mercato. Numerose disposizioni del testo originario risultavano coerenti con questa visione, attribuendo alle OPA un ruolo centrale nella tutela degli azionisti di minoranza e nel funzionamento del mercato del controllo societario.

A sostegno teorico di tale impostazione contribuirono anche gli studi di Marco Pagano, Fausto Panunzi e Luigi Zingales<sup>80</sup>, che evidenziarono come un mercato del controllo efficiente potesse favorire una migliore governance delle imprese e una più efficace allocazione delle risorse. In questo quadro, il TUF si configurò non solo come un testo di riordino normativo, ma anche come uno strumento volto a promuovere la competitività del mercato finanziario italiano e ad avvicinarlo ai modelli più avanzati presenti a livello internazionale<sup>81</sup>.

Nel primo decennio successivo all'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, il mercato azionario italiano ha registrato una crescita graduale, pur senza riuscire a colmare completamente il divario che lo separava dai principali mercati finanziari internazionali. Tra il 1999 e il 2007 aumentarono sia il numero delle società quotate sia il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL, mentre risultò positivo anche l'incremento del numero di società quotate in rapporto alla popolazione. Nello stesso periodo si assistette a una progressiva evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate, con una riduzione del ricorso alle strutture piramidali e ai patti di sindacato. Tali cambiamenti, uniti alle riforme del mercato, contribuirono a rendere il sistema finanziario italiano più trasparente e attrattivo per gli investitori internazionali, favorendo una maggiore apertura verso i mercati globali e l'adozione di standard di governance più avanzati.

Tuttavia, questi progressi non furono sufficienti a eliminare alcune persistenti debolezze strutturali. La crescita del mercato fu sostenuta in larga misura dal processo di privatizzazione delle imprese pubbliche, spesso realizzato solo parzialmente, tanto che nel 2007 una quota significativa della capitalizzazione di borsa era ancora rappresentata da società a controllo pubblico. Inoltre, continuava a essere predominante il ruolo del settore bancario, che manteneva un peso molto elevato all'interno del mercato azionario nazionale. Di conseguenza, la presenza delle società private non finanziarie rimase relativamente limitata, evidenziando come il mercato dei capitali italiano faticasse ancora a svolgere pienamente la funzione di sostegno alla crescita e allo sviluppo del sistema produttivo del Paese<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> Pagano Marco, Panunzi Fausto, Zingales Luigi, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in "Riv. soc.", 1998, p. 168.

<sup>81</sup> Consob, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?*, Atti del convegno Banca d'Italia – Consob Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018, n. 21, settembre 2019.

<sup>82</sup> Assonime, *L'economia italiana tra riforme e regressioni. Vent'anni di attività legislativa nell'agenda di Assonime*, Quaderno Assonime, Roma, 2018, p. 50.

### 3. LA QUOTAZIONE IN BORSA: FUNZIONI E VANTAGGI PER LE IMPRESE

#### *3.1 Il processo di quotazione: requisiti e procedure*

Il mercato azionario è il sistema nel quale vengono negoziate le azioni delle società quotate, consentendo l'incontro tra imprese che ricercano capitali e investitori interessati ad acquistare partecipazioni societarie. Esso si articola in due segmenti principali: il mercato primario e il mercato secondario.

Nel mercato primario vengono collocate per la prima volta le azioni emesse da una società. Ciò avviene generalmente attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO), mediante la quale un'impresa si quota in borsa e raccoglie risorse finanziarie direttamente dagli investitori. In questa fase, il capitale raccolto affluisce alla società emittente, che lo utilizza per finanziare la propria crescita, sostenere nuovi investimenti o rafforzare la propria struttura patrimoniale.

Una volta concluse le operazioni di collocamento iniziale, le azioni iniziano a essere scambiate sul mercato secondario, dove gli investitori acquistano e vendono titoli già emessi senza che la società riceva ulteriori risorse finanziarie. In questo mercato, il prezzo delle azioni varia continuamente in funzione dell'incontro tra domanda e offerta e riflette le aspettative degli operatori sulle prospettive economiche e finanziarie dell'impresa. Se gli investitori ritengono che il valore della società sia destinato a crescere, la domanda aumenta e il prezzo tende a salire; al contrario, aspettative negative possono determinare una diminuzione delle quotazioni e un incremento delle vendite<sup>83</sup>.

Il corretto funzionamento del mercato azionario è garantito dall'attività di diversi intermediari finanziari. Tra questi assumono particolare rilievo i *dealer*, i quali negoziano titoli per conto proprio mantenendo un portafoglio di azioni da acquistare e vendere, e i *broker*, i quali svolgono invece una funzione di intermediazione, mettendo in contatto acquirenti e venditori ed eseguendo gli ordini dei propri clienti senza detenere direttamente i titoli oggetto della negoziazione<sup>84</sup>.

---

<sup>83</sup> Ross Stephen A., Randolph Westerfield, Bradford D. Jordan, *Fundamentals Of Corporate Finance*, 10th ed. Irwin/McGraw-Hill, Boston, 2013, p. 250.

<sup>84</sup> Hassan Almomen, *Role of Stock Market in the Economy of a Country*, in "International Journal of Management and Commerce Innovations", Vol. 3, Issue 2, October 2015 - March 2016, pp. 609-611.

Molte imprese di successo, ancora non quotate e spesso sostenute anche da investitori istituzionali, giungono nel corso della propria crescita a valutare l'ingresso in borsa come scelta strategica. Le ragioni possono essere diverse: reperire nuove risorse finanziarie per sostenere programmi di investimento, favorire operazioni di acquisizione, consentire ai soci fondatori o agli investitori finanziari di diversificare il proprio patrimonio oppure agevolare il passaggio generazionale all'interno dell'impresa.

La quotazione costituisce una delle più rilevanti operazioni di finanza straordinaria e, se adeguatamente pianificata, può contribuire ad accrescere il valore dell'impresa e a migliorarne la gestione complessiva. La decisione richiede tuttavia un'approfondita analisi delle caratteristiche aziendali, della qualità del management, del livello di sviluppo raggiunto e delle prospettive future, valutando contestualmente anche eventuali modalità alternative di finanziamento o di crescita. Affinché il processo abbia successo è indispensabile che l'intero management condivida gli obiettivi della quotazione e sia in grado di presentarli con chiarezza e credibilità agli investitori e al mercato.

Una volta definito il progetto di quotazione, l'impresa deve affrontare una fase preparatoria finalizzata ad adeguare la propria organizzazione agli standard richiesti da una società quotata. Ciò implica interventi sull'assetto organizzativo, sul sistema amministrativo-contabile e sui processi di produzione dell'informazione societaria, così da garantire trasparenza e continuità nella comunicazione verso il mercato. In questa fase è opportuno che la società inizi ad operare come se fosse già quotata, adottando fin da subito le procedure e i comportamenti richiesti agli emittenti. Gli interventi preparatori possono essere ricondotti a quattro principali aree:

- Organizzazione aziendale: è necessario rafforzare le funzioni amministrative e finanziarie, introducendo adeguati sistemi di controllo interno, reporting e pianificazione, in grado di soddisfare i maggiori obblighi informativi previsti per le società quotate.
- Politiche aziendali: gli investitori tendono a premiare imprese dotate di solide prospettive di crescita, di una governance chiara, di una netta distinzione tra proprietà e gestione e di un management qualificato, capace di comunicare in modo trasparente ed efficace con il mercato.
- Adeguamento dello statuto: l'ammissione alla quotazione richiede la conformità dello statuto alle disposizioni del Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998). Tra gli interventi principali rientrano l'eliminazione di eventuali limiti alla libera

trasferibilità delle azioni e l'adeguamento delle regole assembleari alle previsioni normative, con particolare riferimento ai diritti delle minoranze e ai quorum previsti per le assemblee ordinarie e straordinarie.

- Collegio sindacale: anche la composizione e il funzionamento dell'organo di controllo devono essere adeguati ai requisiti stabiliti dal Testo Unico della Finanza, così da garantire un sistema di vigilanza coerente con gli standard richiesti alle società quotate<sup>85</sup>.

L'ammissione alla quotazione è subordinata al rispetto di una serie di requisiti formali, che variano in funzione del mercato e del segmento prescelto. Tali requisiti riguardano:

- La procedura di quotazione e la documentazione richiesta prima della quotazione;
- La dimensione minima dell'azienda;
- Il flottante di IPO e la quota di capitale da mantenere sul mercato dopo il listing;
- Il livello di capitalizzazione pre/post quotazione;
- La certificazione del bilancio;
- La struttura di governo societario;
- La trasparenza verso la comunità finanziaria.

I mercati caratterizzati da una maggiore flessibilità regolamentare sono quelli disciplinati direttamente dalla società di gestione del mercato, come Euronext Growth Milan, gestito da Borsa Italiana. Tale segmento è stato concepito per agevolare l'accesso ai mercati dei capitali da parte delle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita, prevedendo un regime di ammissione più snello rispetto al mercato regolamentato.

In particolare, Euronext Growth Milan non impone requisiti minimi relativi alla capitalizzazione, alle dimensioni dell'impresa, all'anzianità della società o a una specifica struttura di governo societario. Possono inoltre accedervi anche società costituite all'estero. Sul piano documentale, l'ammissione richiede la predisposizione di un Documento di Ammissione, meno articolato rispetto al tradizionale Prospetto Informativo previsto per il mercato principale.

Per l'ammissione, Borsa Italiana richiede pertanto il rispetto di un insieme limitato di requisiti essenziali, con l'obiettivo di favorire l'accesso delle imprese al mercato mantenendo, al contempo, adeguati livelli di trasparenza e tutela per gli investitori<sup>86</sup>:

---

<sup>85</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in Borsa. La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana*, Milano, 2001.

<sup>86</sup> Lambiase Anna, *I requisiti formali per l'ammissione alla quotazione in Borsa*, in "Fisco e tasse", 07/02/2024.

- Flottante (indica il numero di azioni di una società che sono liberamente negoziabili sul mercato secondario): pari al 10% che si ritiene soddisfatto quando le azioni vengono sottoscritte: almeno per il 7,5% da minimo 5 investitori istituzionali;
- Bilanci: certificazione di un bilancio (se esistente) da parte di una società di revisione;
- Principi contabili: italiani, internazionali, americani;
- Offerta: principalmente istituzionale (retail con offerte < € 8 Mln);
- Documento di ammissione;
- Capitalizzazione: nessun requisito minimo;
- L'incarico all'*Euronext Growth Advisor*, l'istituzione finanziaria che garantisce il rispetto degli adempimenti dettati dal Regolamento Emittenti;
- Governance: C.d.A. con la nomina e il mantenimento di almeno un amministratore indipendente;
- La nomina di un Investor Relations Manager;
- La creazione e strutturazione di un sito internet.

La procedura di ammissione a Euronext Growth Milan è caratterizzata da tempi particolarmente rapidi: una volta presentata la documentazione richiesta, Borsa Italiana conclude normalmente il processo entro dieci giorni. La maggiore flessibilità dei requisiti di accesso non implica, tuttavia, un abbassamento degli standard qualitativi richiesti alle società candidate. Il mercato è infatti destinato principalmente a piccole e medie imprese con solide prospettive di sviluppo, operanti in settori dinamici, finanziariamente equilibrate e capaci di suscitare l'interesse di un'ampia platea di investitori. La verifica dell'idoneità dell'impresa rispetto alle caratteristiche richieste da Euronext Growth Milan è affidata allo *Euronext Growth Advisor* (EGA). Questa figura professionale assiste la società durante l'intero percorso di quotazione, ne valuta l'adeguatezza ai requisiti del mercato e rappresenta un interlocutore qualificato tra l'emittente e Borsa Italiana, contribuendo a garantire il corretto svolgimento del processo di ammissione<sup>87</sup>.

Il processo di valutazione di una società che si appresta alla quotazione in borsa si sviluppa attraverso diverse fasi successive, nelle quali le stime vengono progressivamente affinate fino alla definizione del prezzo di offerta delle azioni. Si parte inizialmente da un intervallo di valori piuttosto ampio, che viene progressivamente ristretto grazie all'acquisizione

---

<sup>87</sup> Brigante Fabio, *Euronext growth Milan*, 2021.

di informazioni sempre più dettagliate e attendibili. La seguente figura (Fig. 2) rappresenta le fasi che generalmente contraddistinguono una valutazione finalizzata alla quotazione in borsa.

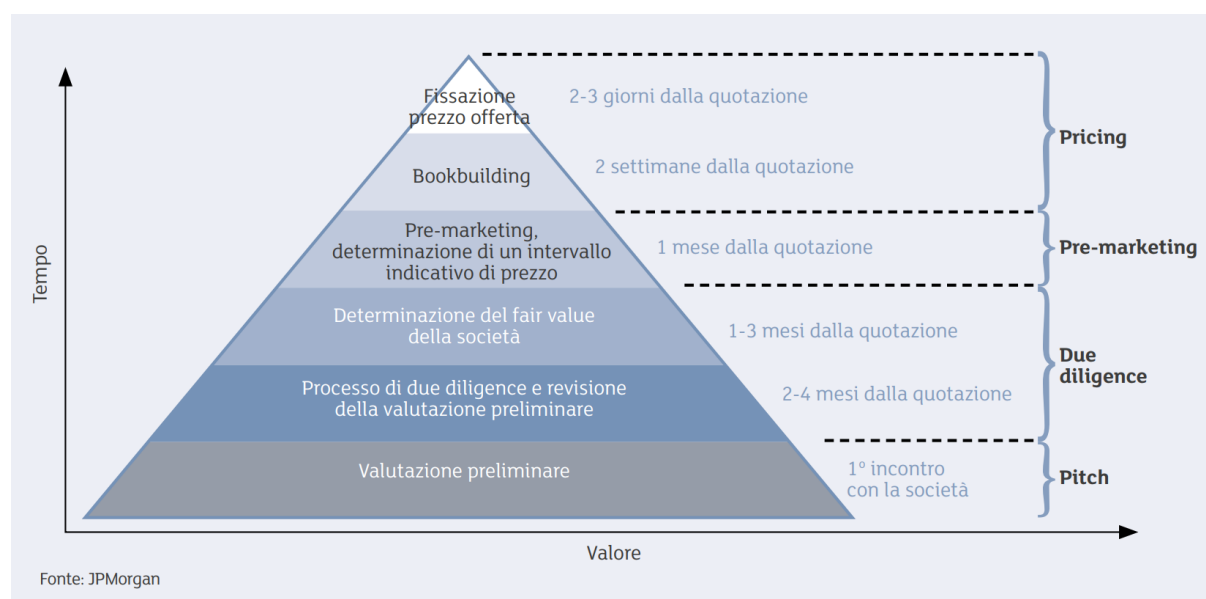


Fig. 2: Piramide del valore<sup>88</sup>

L'iter valutativo si articola generalmente in quattro momenti principali:

- Una prima valutazione preliminare elaborata dalla banca d'affari durante la fase di *pitch*;
- Una seconda valutazione effettuata nell'ambito della *due diligence*;
- La fase di *pre-marketing*, nella quale viene individuato un intervallo indicativo di prezzo sulla base dell'interesse manifestato dagli investitori;
- La fase di *pricing*, nella quale viene stabilito il prezzo definitivo di collocamento delle azioni.

Il *pitch* rappresenta il momento iniziale del processo, durante il quale la società seleziona l'intermediario finanziario che la assisterà nell'operazione di quotazione. In questa fase le banche d'affari presentano la propria proposta per ottenere il ruolo di sponsor o global coordinator, includendo una stima preliminare del valore della società. Tale valutazione, generalmente predisposta quattro o cinque mesi prima della conclusione dell'operazione, ha carattere indicativo, poiché si basa su informazioni ancora limitate e precede sia l'analisi approfondita del piano industriale sia gli accertamenti svolti mediante la *due diligence*. Per questo motivo, nella scelta dell'intermediario la società non dovrebbe limitarsi a confrontare le

<sup>88</sup> Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, Milano, 2014, p. 39.

valutazioni economiche proposte, ma considerare soprattutto l'esperienza, le competenze e la capacità dell'*advisor* di gestire efficacemente l'intero processo di quotazione, elementi che incidono in misura ben maggiore sul successo dell'operazione.

Successivamente alla fase preliminare, il processo valutativo entra nella *due diligence*, durante la quale la banca incaricata svolge un'analisi approfondita della società e del suo piano industriale. Al termine di tale attività viene generalmente formulata una prima stima del *fair value*, espressa sotto forma di un intervallo di valori, che rappresenta il valore economico della società in vista della quotazione. Tale valutazione è effettuata indipendentemente sia dall'eventuale IPO *discount* sia dalle indicazioni che emergeranno successivamente dall'attività di *pre-marketing*.

La *due diligence* consente di acquisire una conoscenza dettagliata del modello di business, della situazione economico-finanziaria e delle prospettive di sviluppo dell'impresa. Un ruolo centrale è svolto dall'analisi del piano industriale, attraverso il quale vengono esaminate la coerenza delle strategie aziendali, la compatibilità con il contesto competitivo e le dinamiche del mercato di riferimento, nonché la sostenibilità e la ragionevolezza delle ipotesi economiche e finanziarie poste alla base delle previsioni. Nel corso di questa fase viene inoltre predisposto il Documento di Valutazione, che costituisce uno degli elaborati fondamentali della documentazione richiesta per la domanda di ammissione alla quotazione presso Borsa Italiana.

Nella fase di *pre-marketing*, la banca d'affari incaricata dell'operazione avvia un confronto diretto con gli investitori istituzionali al fine di raccogliere indicazioni circa il livello di interesse verso la società e la disponibilità a sottoscrivere le azioni a determinati valori. Le informazioni raccolte consentono di elaborare un primo intervallo indicativo di prezzo, che rappresenta una stima più precisa rispetto alle valutazioni effettuate nelle fasi precedenti. La definizione del range di prezzo tiene conto anche delle valutazioni indipendenti contenute nelle ricerche predisposte dagli analisti delle banche appartenenti al consorzio di collocamento, nonché delle condizioni generali del mercato finanziario nel momento in cui viene realizzata l'operazione. Sulla base dei riscontri ottenuti dagli investitori istituzionali, la banca può quindi confrontarsi con la società emittente e con gli eventuali azionisti venditori per individuare il *range* definitivo di prezzo e stabilire il cosiddetto "prezzo massimo". Quest'ultimo costituisce il parametro di riferimento per la fase successiva del processo, nella quale vengono raccolte le manifestazioni di interesse degli investitori attraverso il meccanismo del *bookbuilding*, rivolto sia agli investitori istituzionali sia alla componente retail.

La fase conclusiva del processo di quotazione è rappresentata dall'attività di marketing, successiva alla pubblicazione del prospetto informativo, attraverso la quale la società e gli

intermediari incaricati promuovono l'operazione presso il mercato. Nei confronti degli investitori istituzionali tale attività si realizza principalmente attraverso il roadshow, durante il quale il management presenta il modello di business, le strategie future e le prospettive di crescita della società nelle principali piazze finanziarie. Nei confronti degli investitori retail, invece, viene generalmente realizzata una campagna informativa finalizzata a diffondere la conoscenza dell'offerta. Le informazioni raccolte durante questa fase assumono un ruolo determinante nella definizione del prezzo definitivo di collocamento. Gli investitori istituzionali, infatti, formulano le proprie manifestazioni di interesse valutando non soltanto gli elementi quantitativi legati ai risultati economici e finanziari della società, ma anche aspetti qualitativi, quali la struttura di corporate governance, i rapporti con parti correlate, l'organizzazione manageriale, i sistemi di controllo e le politiche di remunerazione.

La determinazione del prezzo finale tiene conto sia della quantità di azioni richieste sia del livello di prezzo indicato dagli investitori, ma considera anche la qualità della domanda raccolta. Quest'ultima viene valutata sulla base delle caratteristiche degli investitori coinvolti, della loro politica di investimento, della dimensione dei portafogli gestiti e dei settori o mercati di riferimento. L'obiettivo della definizione del prezzo di offerta è raggiungere un equilibrio tra la necessità di collocare integralmente le azioni disponibili e quella di mantenere un interesse residuo da parte del mercato. Per tale ragione, normalmente viene lasciata insoddisfatta una parte della domanda, così da favorire la liquidità del titolo e sostenere il suo andamento nelle fasi successive alla quotazione (*aftermarket*).

Il processo di valutazione nell'ambito di un'IPO coinvolge principalmente la società emittente e lo *sponsor/global coordinator*, il quale coordina le diverse attività necessarie alla determinazione del valore della società. All'interno della banca d'affari intervengono generalmente più strutture specialistiche:

- *Corporate finance*: svolge la valutazione economico-finanziaria vera e propria, attraverso l'applicazione dei principali modelli valutativi e la predisposizione della documentazione di supporto, compreso il piano industriale.
- *Capital market*: integra la valutazione con le informazioni provenienti dal mercato, considerando i risultati dell'attività di pre-marketing e del bookbuilding. Il suo ruolo diventa progressivamente più rilevante con l'avvicinarsi della data di collocamento.
- *Research*: fornisce analisi indipendenti sulle prospettive del settore, sul posizionamento competitivo della società e sulle strategie future, elaborando inoltre proprie stime sull'evoluzione economica dell'emittente.

La società quotanda collabora con la banca d'affari durante tutte le fasi del processo valutativo. Oltre al coinvolgimento del vertice aziendale nelle decisioni strategiche, assumono particolare rilevanza la funzione di pianificazione, impegnata nella predisposizione del piano industriale, e la funzione finanziaria, coinvolta nella gestione degli aspetti economici e patrimoniali dell'operazione<sup>89</sup>.

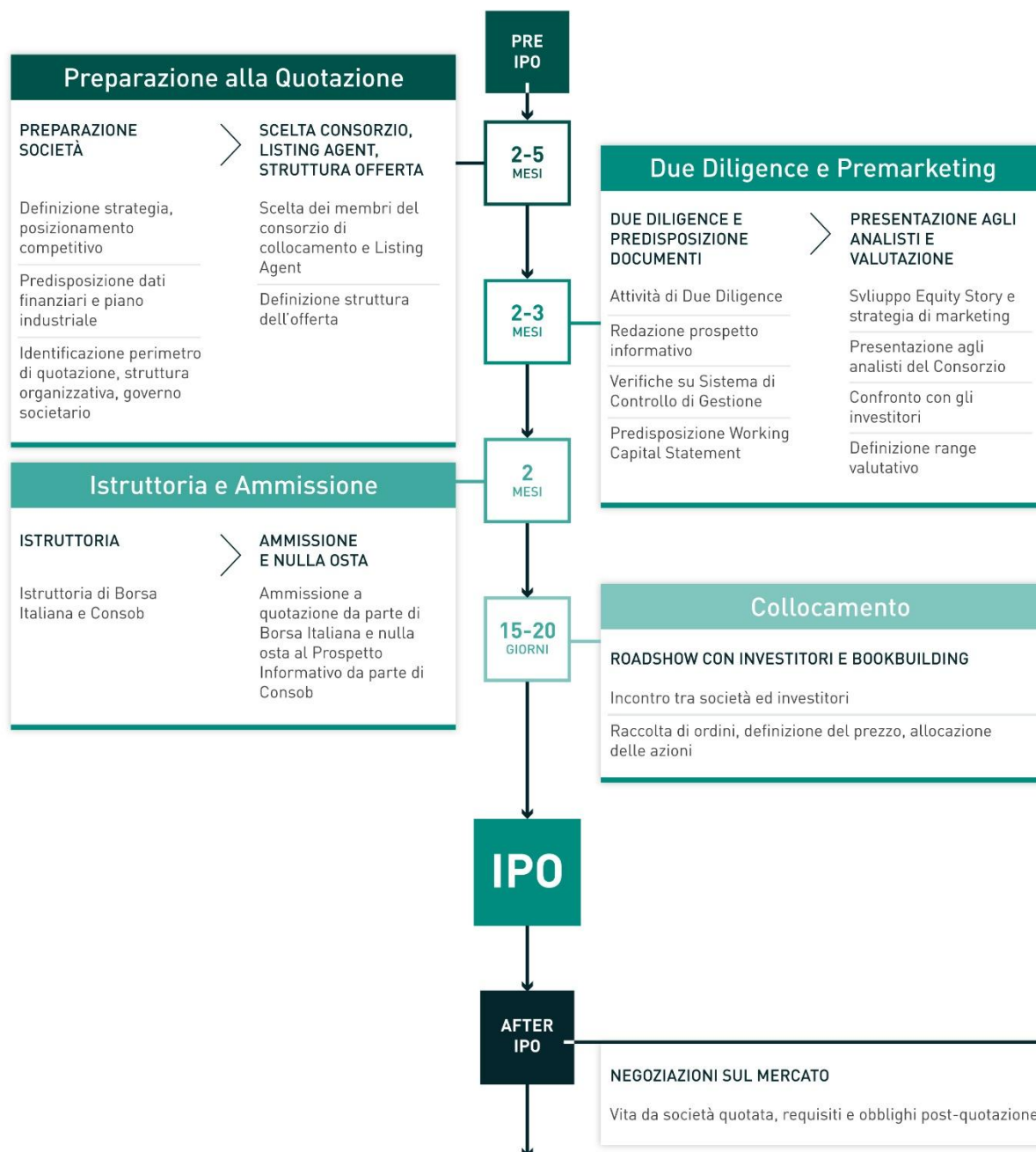


Fig. 3: Il processo di quotazione sul mercato Euronext Milan<sup>90</sup>

<sup>89</sup> Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, Milano, 2014, p. 39.

<sup>90</sup> <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

### ***3.2 I vantaggi della quotazione per le imprese***

La decisione di intraprendere un percorso di quotazione dipende da una molteplicità di fattori legati sia alle caratteristiche interne dell'impresa sia al contesto economico e finanziario nel quale essa opera. Tali elementi possono rappresentare incentivi alla quotazione oppure, al contrario, ostacoli che rendono meno conveniente l'accesso al mercato. L'avvio del processo valutativo e la successiva decisione finale derivano quindi da un'attenta analisi complessiva dei vantaggi e degli svantaggi associati all'operazione.

Come evidenziato dalla letteratura economica, individuare un elenco completo dei fattori che influenzano la scelta della quotazione risulta complesso, data la varietà delle situazioni aziendali e dei contesti di riferimento<sup>91</sup>. Tuttavia, tali determinanti possono essere ricondotti principalmente a due prospettive: quella dell'impresa e quella degli azionisti.

Alcuni studi hanno evidenziato come la decisione di quotarsi non sia motivata esclusivamente da esigenze finanziarie, ma anche da obiettivi di carattere strategico e organizzativo. La quotazione, infatti, può essere un utile strumento di raccolta di finanziamenti per progetti. Secondo Pagano et al.<sup>92</sup>, nel caso italiano il processo di quotazione non avrebbe generalmente anticipato l'aumento degli investimenti delle imprese, ma sarebbe piuttosto seguito a una fase di crescita già avviata. L'accesso al mercato azionario consente infatti di diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal credito bancario e favorendo il reperimento di risorse a condizioni più efficienti. Parallelamente, la quotazione permette di ampliare la base azionaria attraverso una maggiore diffusione del capitale tra gli investitori, consentendo ai soci originari di raccogliere nuove risorse senza necessariamente compromettere l'assetto di controllo esistente. In questa prospettiva, la quotazione può rappresentare un equilibrio tra l'esigenza di finanziare la crescita aziendale e la volontà degli azionisti di preservare la struttura di governance consolidata<sup>93</sup>.

La quotazione in borsa produce effetti positivi anche sotto il profilo reputazionale, aumentando la visibilità dell'impresa nei confronti dei media, degli investitori e degli altri stakeholder. La maggiore esposizione pubblica, unita agli obblighi di trasparenza e alla

---

<sup>91</sup> Franzosi Alessandra, Pellizzoni Enrico, *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, in "BITNOTES", n. 7 - Febbraio 2003

<sup>92</sup> Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi, *Why do Companies go public? An Empirical Analysis*, in "The Journal of Finance", 1(1), 1998, pp. 27-38.

<sup>93</sup> Chemmanur Thomas J., Fulghieri Paolo, *A theory of the Going-Public Decision*, in "The Review of Financial Studies", 12(2), 1999, pp. 249-279.

presenza di organismi esterni di controllo, contribuisce a rafforzare la percezione di affidabilità e solidità della società<sup>94</sup>.

Secondo Schultz e Zaman<sup>95</sup>, la quotazione rappresenta inoltre uno strumento in grado di garantire maggiore flessibilità finanziaria per future operazioni straordinarie, come fusioni e acquisizioni<sup>96</sup>, oltre a fornire al mercato una valutazione indipendente dell'efficacia del management aziendale. L'accesso al mercato azionario consente infatti di reperire capitale di rischio destinato al finanziamento di strategie di crescita e di sviluppo, contribuendo al miglioramento dell'equilibrio finanziario dell'impresa.

La maggiore solidità patrimoniale derivante dall'apertura del capitale può determinare anche una riduzione del costo del debito, mentre gli obblighi informativi imposti alle società quotate aumentano la trasparenza e facilitano i rapporti con gli istituti di credito. Questi ultimi possono valutare con maggiore facilità il profilo di rischio dell'impresa e beneficiare della possibilità di utilizzare i titoli quotati come garanzia nell'erogazione dei finanziamenti<sup>97</sup>.

Un ulteriore vantaggio della quotazione riguarda il miglioramento dell'efficienza gestionale. Le società quotate sono infatti soggette a vincoli informativi e organizzativi più stringenti, che favoriscono lo sviluppo di sistemi di controllo più strutturati, una maggiore chiarezza nella definizione degli obiettivi aziendali e un monitoraggio più efficace delle performance del management.

Infine, il processo di quotazione può essere favorito anche dalla presenza di specifiche agevolazioni fiscali, seppur di carattere temporaneo, introdotte dal D.L. n. 537/1994 (Legge Tremonti) e dal D.L. n. 466/1997, che ha istituito la Dual Income Tax (DIT). Lo studio di Giudici e Paleari<sup>98</sup>, condotto sulle IPO realizzate in Italia tra il 1995 e il 1997, evidenzia come la riduzione temporanea della pressione fiscale abbia rappresentato un incentivo alla quotazione. Tuttavia, tale beneficio viene in parte compensato dall'aumento del reddito imponibile derivante dalla maggiore trasparenza contabile, dalla riduzione dei costi deducibili conseguente al minor indebitamento e dalla possibile rinegoziazione delle condizioni di finanziamento.

---

<sup>94</sup> Maksimovic Vojislav, Pichler Pegaret, *Technological Innovation and Initial Public Offerings*, in *Review Of Financial Studies*, 14, 2001, pp. 459–494.

<sup>95</sup> Schultz Paul H., Zaman Mir, *Do The Individuals Closest To Internet Firms Believe They Are Overvalued?*, in *Journal Of Financial Economics*, n. 59, 2001, pp. 347–381.

<sup>96</sup> Holmstrom Bengt, Tirole Jean, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, in *Journal Of Political Economy*, n. 101, 1993, pp. 678–709.

<sup>97</sup> Schultz Paul H., Zaman Mir, *Do The Individuals Closest To Internet Firms Believe They Are Overvalued?*, in *Journal Of Financial Economics*, n. 59, 2001, pp. 347–381.

<sup>98</sup> Giudici Giancarlo, Paleari Stefano, *Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s*, in *European Financial Management*, 9(4), 2003, pp. 513–534.

La decisione di quotarsi in borsa può essere determinata anche dalle esigenze specifiche degli azionisti, i quali possono individuare nell'accesso al mercato un'opportunità per valorizzare il proprio investimento e modificare la struttura proprietaria della società.

In primo luogo, la quotazione consente agli azionisti di diversificare il proprio patrimonio, attraverso la possibilità di collocare sul mercato una parte della partecipazione detenuta e realizzare eventuali capital gain qualora il momento dell'offerta pubblica risulti particolarmente favorevole<sup>99</sup>.

Un ulteriore vantaggio riguarda l'aumento della liquidità delle partecipazioni azionarie. La presenza di un mercato regolamentato permette infatti agli azionisti di cedere, totalmente o parzialmente, la propria quota con maggiore facilità rispetto a quanto avverrebbe in una società non quotata, nella quale il trasferimento delle partecipazioni può risultare più complesso e meno immediato.

La quotazione può inoltre rappresentare una soluzione per gli investitori istituzionali presenti nel capitale della società, consentendo loro di valorizzare e successivamente dismettere il proprio investimento attraverso un mercato trasparente e organizzato.

Un ulteriore ambito nel quale la quotazione assume particolare rilevanza riguarda il passaggio generazionale nelle imprese familiari. L'apertura del capitale al mercato può infatti favorire il riassetto della proprietà senza determinare necessariamente la perdita del controllo da parte della famiglia fondatrice, consentendo anche ai membri della famiglia che mantengono una partecipazione di continuare a beneficiare dei risultati aziendali senza essere direttamente coinvolti nella gestione operativa.

Accanto agli studi teorici, numerose analisi empiriche hanno cercato di individuare le principali motivazioni che spingono le imprese alla quotazione attraverso indagini rivolte a società già presenti sul mercato azionario. Tra i fattori maggiormente rilevati emergono la necessità di reperire nuove risorse finanziarie, il miglioramento della reputazione aziendale, l'aumento della liquidità dei titoli e l'esigenza di ampliare la compagine sociale attraverso l'ingresso di investitori esterni al gruppo familiare di riferimento<sup>100 101</sup>.

---

<sup>99</sup> Lucas Deborah, McDonald Robert, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, in "Journal of Finance", n. 45, 1990, pp. 1019-1043.

<sup>100</sup> Ferrari Giampaolo, *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di matricole*, in Massari Mario (a cura di), "Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia", Il sole 24 Ore Libri, Milano, 1992.

<sup>101</sup> Ferraro Olga, *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, FrancoAngeli, 2021, pp. 10-18.

| STUDIO                                        | CAMPIONE E<br>METODOLOGIA DI RICERCA                                                 | MOTIVAZIONI ALLA<br>QUOTAZIONE IN ORDINE DI<br>IMPORTANZA                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| FERRARI<br>(1992) <sup>102</sup>              | Questionario inviato a 35 società italiane oggetto di IPO negli anni 1985-1990.      | 1) ottenere nuovo capitale<br>2) miglioramento dell'immagine aziendale<br>3) più liquidità dei titoli<br>4) esigenza di aprire il capitale a soci non appartenenti al nucleo familiare di riferimento |
| MARCHISIO,<br>RAVASI<br>(2001) <sup>103</sup> | Questionario diretto ad un gruppo di imprese familiari quotate negli anni 1995-2000. | 1) finanziamento della crescita e dello sviluppo<br>2) miglioramento dell'immagine aziendale e della sua visibilità<br>3) possibilità di diversificare le fonti di finanziamento                      |
| RYDQVIST,<br>HÖGHOLM<br>(1995) <sup>104</sup> | Analisi dei prospetti informativi delle IPO svedesi negli anni 1970-1991.            | 1) finanziamento della crescita aziendale;<br>2) più visibilità<br>3) creare meccanismi di stimolo per i dipendenti<br>4) diversificazione del patrimonio degli azionisti esistenti                   |

Tab. 1: Studi empirici in tema di motivazioni alla quotazione<sup>105</sup>

<sup>102</sup> Ferrari Giampaolo, *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di matricole*, in Massari Mario (a cura di), "Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia", Il sole 24 Ore Libri, Milano, 1992.

<sup>103</sup> Marchisio G., Ravasi D., *Family firms and the decision to go public: a study of Italian Ipos*, Università Bocconi Milano, 2001.

<sup>104</sup> Rydqvist Kristian, Högholm Kenneth, *Going public in the 1980s. Evidence from Sweden*, in "European Financial Management", 1(3), 1995, pp. 287-315

<sup>105</sup> Ferraro Olga, *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, FrancoAngeli, 2021, p. 13.

### ***3.3 Costi e rischi dell'ingresso in borsa***

Accanto ai numerosi benefici, la decisione di quotarsi in borsa comporta anche una serie di costi e di oneri che l'impresa deve attentamente valutare prima di avviare il processo di ammissione al mercato. Tali costi riguardano sia la fase preparatoria dell'operazione sia il periodo successivo alla quotazione, durante il quale la società è tenuta a rispettare obblighi di trasparenza e di informativa nei confronti del mercato. Tra questi rientrano, ad esempio, le spese connesse alla predisposizione della documentazione richiesta dalla normativa e alla redazione delle comunicazioni periodiche destinate agli investitori<sup>106</sup>.

Il passaggio dallo status di impresa privata a quello di società quotata richiede inoltre un profondo processo di adeguamento organizzativo, gestionale e culturale. Le imprese devono infatti dotarsi di sistemi informativi più evoluti, introdurre procedure strutturate di pianificazione e controllo, formalizzare i processi di budgeting e reporting, adottare modelli di corporate governance conformi alla normativa vigente e implementare codici di comportamento e sistemi di controllo interno. Tali interventi determinano inevitabilmente un incremento dei costi di funzionamento e della complessità organizzativa.

Un ulteriore elemento di costo è rappresentato dall'assistenza dei numerosi consulenti specializzati coinvolti nel processo di quotazione. Beretti et al.<sup>107</sup>, analizzando un campione di società di piccole e medie dimensioni quotate in borsa e sul Nuovo Mercato tra il 1999 e il 2000, hanno esaminato il ruolo e le responsabilità dei diversi professionisti che affiancano la società emittente e gli eventuali azionisti venditori, stimando che il costo complessivo dell'operazione possa variare tra il 3,5% e il 7% del valore dell'offerta globale. A tali costi si aggiungono spese fisse, generalmente comprese tra 0,5 e 2,6 milioni di euro.

Un'ulteriore classificazione distingue gli oneri derivanti dalla quotazione in costi-uscita e costi opportunità. I primi corrispondono a esborsi monetari effettivi e sono quindi facilmente quantificabili attraverso i flussi finanziari dell'operazione. Rientrano in questa categoria le spese di consulenza, i costi di collocamento, gli interventi necessari per adeguare la struttura organizzativa e i sistemi di controllo, le attività di comunicazione e promozione dell'offerta, gli

---

<sup>106</sup> Bruzichesi L., Pancamo M., *Quotazione in Borsa, scelta cruciale di una media impresa*, in *Amministrazione & Finanza*, 19, 2001, p. 52.

<sup>107</sup> Beretti Cristiano, Di Massa Fabrizio, Farina Angelo, Orsini Enrico, Pellizzoni Elena, *Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001*, Borsa Italiana e Tamburi & Associati, Milano, 2002.

incarichi di revisione contabile, la predisposizione dell'informativa periodica e i compensi destinati allo *specialist*, oltre agli altri costi direttamente connessi al processo di quotazione.

Diversamente, i costi opportunità non comportano un'immediata uscita di risorse finanziarie, ma rappresentano i benefici ai quali l'impresa rinuncia scegliendo di quotarsi<sup>14</sup>. Tra questi, uno dei più rilevanti è il fenomeno del *money left on the table*, noto anche come *underpricing*, che si verifica quando il prezzo di collocamento delle azioni viene fissato a un livello inferiore rispetto a quello raggiunto dal titolo nei primi giorni di negoziazione. In tale circostanza, la società emittente e gli azionisti venditori rinunciano a una parte delle risorse che avrebbero potuto ottenere dalla vendita delle azioni.

Tra i costi opportunità rientrano inoltre la perdita di riservatezza conseguente ai maggiori obblighi di trasparenza, il possibile incremento dei conflitti tra i diversi stakeholder e la maggiore esposizione dell'impresa e del management nei confronti delle autorità fiscali, delle istituzioni, dei media e del mercato. A ciò si aggiunge il rischio che le aspettative degli investitori e degli analisti inducano il management a privilegiare risultati di breve periodo, sacrificando strategie orientate alla crescita nel lungo termine.

Infine, la quotazione espone l'impresa anche a rischi legati all'andamento dei mercati finanziari. Indipendentemente dalle performance aziendali, il valore delle azioni può infatti risentire delle oscillazioni del mercato (rischio sistematico), di fenomeni speculativi che determinano elevate variazioni di prezzo e dell'eventualità di scalate ostili (*take-over*) finalizzate all'acquisizione del controllo societario da parte di soggetti esterni<sup>108</sup>.

### ***3.4 Il ruolo della borsa nel finanziamento dell'economia reale***

Gran parte dell'attività nel settore finanziario si svolge nei mercati finanziari secondari, dove i titoli vengono scambiati tra investitori senza che vi sia afflusso di capitali alle imprese. Il mercato azionario ne è l'esempio archetipico, che nella maggior parte delle economie sviluppate cattura molta attenzione e risorse.

Uno dei temi più importanti dell'economia finanziaria è se i mercati finanziari abbiano un effetto sull'economia reale.

---

<sup>108</sup> Ferraro Olga, *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, FrancoAngeli, 2021, pp. 10–18.

Un importante filone di ricerca, esemplificato da Bernanke e Gertler<sup>109</sup> e Kiyotaki e Moore<sup>110</sup>, studia come i problemi di selezione avversa o di azzardo morale influenzino i mercati finanziari primari, limitando la capacità di imprenditori e imprese di raccogliere capitali esterni. Questo a sua volta limita gli investimenti reali, e quindi gli attriti nei mercati finanziari primari finiscono per ridurre l'attività economica reale.

Tuttavia, esiste una caratteristica importante dei mercati finanziari reali che manca in questo filone di ricerca, ovvero che una grande parte dell'attività si svolge nei mercati finanziari secondari, in cui i titoli vengono scambiati tra investitori, senza che alcun capitale affluisca alle imprese. L'esempio archetipico di mercato secondario è il mercato azionario, in cui il capitale affluisce a un'impresa solo quando emette azioni, ma il più delle volte le negoziazioni avvengono tra investitori e non coinvolgono affatto l'impresa. In questo senso, i mercati dei derivati sono quasi sempre secondari, e anche i mercati obbligazionari secondari sono molto attivi. Nella maggior parte delle economie sviluppate, ingenti risorse vengono dedicate ai mercati secondari, come il mercato azionario<sup>111</sup>.

La teoria economica afferma che in un mercato azionario efficiente e razionale, le variazioni dei prezzi azionari riflettono sia le aspettative riviste sugli utili aziendali futuri, sia le variazioni del tasso di sconto al quale questi utili attesi vengono capitalizzati. Gli utili aziendali rappresentano una parte importante del PIL e sono probabilmente correlati positivamente con altre componenti del PNL.

La capacità dei prezzi azionari di prevedere il futuro sembrerebbe quindi qualificare il mercato azionario come un indicatore del ciclo economico. Inoltre, se le informazioni riflesse nei prezzi azionari sono di alta qualità, allora i prezzi azionari dovrebbero fornire previsioni accurate.

Sebbene il mercato azionario sia da tempo riconosciuto in teoria come un indicatore del ciclo economico, gli analisti macroeconomici hanno esitato ad attribuire un significato alle sue previsioni. Negli anni Venti, i prezzi delle azioni erano la componente principale della curva "IA" del sistema ABC di Harvard, sviluppato da Warren Persons per tracciare il ciclo economico. L'elenco originale di Mitchell-Burns degli indicatori principali (1938) includeva

---

<sup>109</sup> Bernanke Ben S., Gertler Mark, *Agency costs, net worth, and business fluctuations*, in "Am. Econ. Rev.", n. 79(1), 1989, pp. 14–31

<sup>110</sup> Kiyotaki Nobuhiro, Moore John, *Credit cycles*, in "J. Polit. Econ.", n. 105(2), 1997, pp. 211–248.

<sup>111</sup> Bond Philip, Edmans Alex, Goldstein Itay, *The Real Effects of Financial Markets*, in "European Corporate Governance Institute", Working Paper N° 323/2012, March 2012.

un indice dei prezzi azionari<sup>112</sup>. Sebbene l'indice Standard & Poor's 500 dei prezzi azionari sia attualmente tra gli indicatori principali del Dipartimento del Commercio, riceve un'attenzione piuttosto modesta rispetto ad altri indicatori come i tassi di interesse e le variazioni dell'offerta di moneta, che sono spesso evidenziati nelle previsioni del ciclo economico da parte dei macroeconomisti. Sebbene molti previsori utilizzino i prezzi delle azioni come input importante nelle loro previsioni del ciclo economico, la capacità predittiva del mercato azionario, così come percepita dai macroeconomisti, è probabilmente ben descritta dalla celebre affermazione secondo cui “il mercato ha previsto dieci delle ultime sei recessioni”.

Moore<sup>113</sup> ha esaminato i dati dal 1873 al 1975 sul mercato azionario come indicatore del ciclo economico. Scrivendo nel 1975, osserva che dal 1873 i prezzi azionari avevano anticipato il ciclo economico in diciotto dei ventitré picchi e in diciassette dei ventitré minimi. Per il periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, “gli unici casi dal 1948 di rallentamento economico in cui non si è verificato un calo sostanziale dei prezzi azionari sono stati nel 1951-1952 e nel 1980”<sup>114</sup>.

Inoltre, dal 1948 al 1970 la sua ricerca mostra che il 100% dei picchi e dei minimi sono stati previsti correttamente. Ricerche più recenti, che utilizzano il metodo di Granger, mostrano una causalità bidirezionale tra i rendimenti azionari e l'attività economica reale<sup>115 116</sup>.

Se si analizza l'indice Standard & Poor's 500 (deflazionato dal deflatore del PIL) e il PIL reale per il periodo dal 1947, con le recessioni indicate da linee verticali, si osserverebbe che il mercato azionario scende nel trimestre precedente in ciascuna delle otto recessioni, ad eccezione del 1980, e in genere continua a scendere anche durante la recessione. In diverse occasioni (1962, 1966, 1971 e 1977-1978), il mercato è crollato bruscamente senza essere seguito da una recessione. Pertanto, il commento standard sul mercato sembrerebbe essere accurato<sup>117</sup>.

---

<sup>112</sup> Mitchell Wesley C., Burns Arthur F., *Statistical indicators of cyclical revivals*, in “NBER”, 1, 1961, pp. 162–183.

<sup>113</sup> Moore Geoffrey, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Ballinger Publishing Co., Cambridge, MA., 1983

<sup>114</sup> Moore Geoffrey, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Ballinger Publishing Co., Cambridge, MA., 1983, p. 147.

<sup>115</sup> Tunah Halil, *The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock returns: evidence from Turkey Using VAR Model*, in “International Research Journal of Finance and Economics”, n. 57, 2010, pp. 169–182.

<sup>116</sup> Džikevičius Audrius, Vetrov Jaroslav, *Stock market analysis through business cycle approach*, in “Verslas: Teorija ir praktika”, 13(1), 2012, pp. 36–42.

<sup>117</sup> Fischer Stanley, Merton Robert C., *Macroeconomics and Finance: The Role of the Stock Market*, in “Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy”, Vol. 21, 1984, pp. 57–108.

Inoltre, i fondamentali economici influenzano direttamente l'andamento dei titoli azionari e gli indici azionari possono segnalare imminenti cambiamenti economici (Schwert, 1990).

Ad esempio, un aumento della produzione incrementa i rendimenti degli investimenti, che a loro volta stimolano la spesa in conto capitale. Un mercato efficiente anticipa questo fenomeno e si adegua prima che si verifichino cambiamenti economici reali. Al contrario, una prospettiva economica negativa può portare a revisioni al ribasso degli utili futuri. Le imprese potrebbero quindi sospendere gli investimenti in attesa di maggiore chiarezza. Ciò può ridurre la spesa in conto capitale e la produzione. In questo caso, i cali del mercato azionario precedono le flessioni dell'attività economica reale.

La relazione tra inflazione e mercato azionario è ambigua<sup>118</sup>. Durante i periodi di crescita economica, l'aumento della redditività spesso porta a mercati azionari rialzisti, in concomitanza con l'inflazione trainata da una solida attività economica. Al contrario, in periodi di stress economico, come durante gli alti prezzi del petrolio negli anni Settanta, le aspettative di un'inflazione più elevata e di una minore produzione economica possono indurre gli investitori ad anticipare una diminuzione della redditività e vendite di azioni, allineando l'inflazione a mercati ribassisti. Anche l'influenza dei sistemi fiscali sugli utili aziendali gioca un ruolo importante. L'inflazione riduce il valore reale delle detrazioni fiscali sugli ammortamenti, aumentando le passività fiscali reali e riducendo gli utili al netto delle imposte, potenzialmente portando a prezzi azionari più bassi<sup>119 120</sup>.

Una questione più rilevante è, ovviamente, se esistano predittori del ciclo economico migliori del mercato azionario. La tabella di Moore<sup>121</sup> dei dati previsionali relativi al periodo 1873-1975, che misura il successo in base alla percentuale di punti di svolta (sia al rialzo che al ribasso) previsti, mostra che il mercato azionario supera di poco le passività derivanti dai fallimenti aziendali come miglior indicatore anticipatore. Secondo questo criterio, il mercato azionario è quindi il miglior singolo indicatore anticipatore.

---

<sup>118</sup> Wang Rui, Li Lianfa, *Dynamic relationship between the stock market and macroeconomy in China (1995–2018): New evidence from the continuous wavelet analysis*, in “*Economic Research-Ekonomski Istraživanja*”, 33(1), 2020, pp. 521–539.

<sup>119</sup> DeFina Robert H., *Does inflation depress the stock market?*, in “*Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*”, 17(6), 1991, pp. 3-12.

<sup>120</sup> Vatsa Puneet, Basnet Hem C., Mixon Jr. Franklin G., Upadhyaya Kamal P., *Stock Markets Cycles and Macroeconomic Dynamics*, in “*International Advances in Economic Research*”, vol. 30, n. 3, 2024, pp. 255–278.

<sup>121</sup> Moore Geoffrey, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Ballinger Publishing Co., Cambridge, MA, 1983, p. 386.

Anche l'analisi di regressione, che fornisce misure più formali del potere predittivo, mostra che il mercato azionario contribuisce a prevedere il PIL. Nell'ambito della sua spiegazione della relazione negativa tra rendimenti azionari e inflazione, Fama<sup>122</sup> ha dimostrato che i rendimenti azionari sono correlati positivamente al successivo tasso di crescita del PIL reale. Egli ha anche dimostrato che il mercato azionario prevede una misura del tasso di rendimento medio del capitale fisico. Descrisse le sue prove come indicative di "una visione delle 'aspettative razionali' o dei 'mercati efficienti', in cui il mercato azionario si occupa del processo di investimento di capitale e utilizza le prime informazioni provenienti da tale processo per prevederne l'evoluzione"<sup>123</sup>. Fama non formulò affermazioni più specifiche sul ruolo del mercato azionario nel ciclo economico. In particolare, scelse di non distinguere tra il mercato azionario come predittore del ciclo e il mercato azionario come possibile fattore causale del ciclo.

Doan, Litterman e Sims<sup>124</sup>, nel loro modello autoregressivo vettoriale a dieci variabili, riscontrano che il mercato azionario svolge un ruolo di previsione di rilievo. Dopo un anno, i rendimenti azionari e le variazioni delle scorte aziendali sono le variabili principali le cui innovazioni spiegano le variazioni del PIL. Su un orizzonte temporale più lungo di quattro anni, le innovazioni nei prezzi azionari rappresentano il singolo fattore più importante che spiega la varianza del PIL.

In sintesi, nonostante la frequente battuta secondo cui "il mercato azionario ha previsto dieci delle ultime sei recessioni", in realtà il mercato azionario è un buon predittore del ciclo economico e delle componenti del PIL<sup>125</sup>.

Secondo la teoria comune, il prezzo di un'azione è pari alla somma di tutti i dividendi futuri attualizzati al suo valore attuale. I dividendi vengono spesso sostituiti dagli utili, ipotizzando un rapporto di distribuzione dei dividendi costante. Il fattore di sconto può essere suddiviso in una componente priva di rischio e un premio per il rischio azionario. In questa prospettiva, il mercato azionario assume principalmente una funzione informativa, poiché i prezzi incorporano le aspettative degli operatori riguardo all'andamento futuro dell'economia.

---

<sup>122</sup> Fama, Eugene F., *Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation*, in "American Economic Review" LXV, 3 (June), 1975, pp. 269–282.

<sup>123</sup> Fama, Eugene F., *Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation*, in "American Economic Review" LXV, 3 (June), 1975, p. 555.

<sup>124</sup> Doan Thomas, Robert Litterman, Christopher Sims, *Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions*, in "National Bureau of Economic Research", Working Paper, No. 1202, 1983.

<sup>125</sup> Fischer Stanley, Merton Robert C., *Macroeconomics and Finance: The Role of the Stock Market*, in "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy", Vol. 21, 1984, pp. 57–108.

L'incremento delle quotazioni azionarie è generalmente associato a migliori prospettive di redditività futura.

Oltre alla funzione informativa, i prezzi azionari possono influenzare direttamente l'economia reale attraverso diversi canali di trasmissione. L'aumento delle quotazioni azionarie rafforza la ricchezza finanziaria di famiglie e imprese, incentivandone consumi e investimenti. Inoltre, il mercato azionario è considerato una misura generale dello stato dell'economia attraverso la quale i prezzi azionari influenzano l'economia reale tramite un canale di fiducia. Un aumento dei prezzi azionari stimola la fiducia delle famiglie e delle imprese e riduce l'incertezza sulla loro futura situazione economica. Anche gli investimenti beneficiano di prezzi azionari più elevati grazie a un minor costo del capitale proprio. Quotazioni elevate consentono alle imprese quotate di raccogliere capitale di rischio a condizioni più favorevoli, riducendo il costo del finanziamento degli investimenti.

Prezzi azionari più elevati aumentano anche il rapporto tra il valore di mercato del capitale installato e il costo di sostituzione del capitale. Un aumento di questo rapporto, noto anche come  $Q$  di Tobin, incoraggia le imprese a investire di più in capitale. Prezzi azionari più elevati riflettono anche un aumento degli utili attesi e quindi delle fonti di finanziamento interno disponibili per gli investimenti. Il finanziamento interno assume particolare rilevanza quando l'accesso al capitale esterno è limitato oppure risulta eccessivamente oneroso.

Un altro meccanismo, attraverso il quale i prezzi azionari influenzano la disponibilità e i costi del credito, è che prezzi azionari più elevati migliorano la situazione finanziaria delle famiglie e delle imprese. Questo, a sua volta, consente alle famiglie e alle imprese di ottenere prestiti più facilmente e a costi inferiori ed è noto come canale di bilancio. Infine, il premio per il rischio azionario riflette un'indicazione del grado di avversione al rischio nell'economia che, a sua volta, può influenzare l'economia reale. Tale meccanismo opera attraverso la percezione del rischio da parte degli investitori e il rendimento aggiuntivo richiesto per detenere attività azionarie.

In sintesi, diversi fattori supportano l'idea che gli aumenti dei prezzi azionari possano anticipare la crescita economica, ma è necessario fare alcune precisazioni. Da un punto di vista teorico, grazie al loro ruolo passivo di indicatori previsionali, i prezzi azionari contengono informazioni sulla crescita economica futura, poiché sono il risultato di dividendi futuri attualizzati. I prezzi azionari svolgono anche un ruolo attivo attraverso un'ampia gamma di

canali attraverso i quali influenzano la crescita economica. Dal punto di vista empirico, tuttavia, il potere predittivo dei prezzi azionari sulla crescita economica è meno evidente<sup>126</sup>.

Mehr<sup>127</sup> ha osservato che l'impatto delle politiche pubbliche sulla crescita può essere misurato attraverso i prezzi azionari<sup>128</sup>.

I mercati azionari non aspettano i dati economici, li anticipano e funzionano come macchine di attualizzazione continua: incorporano oggi le aspettative sugli utili, i tassi di interesse e le condizioni finanziarie di domani. La logica sottostante è illustrata nel seguente modello di valutazione del mercato azionario: tassi reali, multipli e dinamiche degli utili. Questo divario temporale strutturale rispetto ai dati economici osservabili è la principale fonte di divergenza tra gli indici azionari e gli indicatori macroeconomici. Nelle ultime cinque recessioni statunitensi, l'indice S&P 500 ha toccato il minimo in media 4,8 mesi prima del mercato del lavoro, perché i mercati azionari prezzano le sorprese di domani piuttosto che i dati di oggi:

- Solo le sorprese rispetto alle aspettative influenzano i rendimenti: poiché la crescita attesa è già prezzata, il legame storico tra crescita del PIL e rendimenti azionari è debole o addirittura negativo;
- L'anticipazione funziona in entrambe le direzioni: i picchi di mercato precedono i picchi di attività di 6-12 mesi e i minimi di 4-8 mesi, un modello confermato in 44 paesi e 50 anni<sup>129</sup>;
- La concentrazione degli indici amplia il divario con l'economia reale: i primi 10 titoli rappresentavano circa il 35% dell'S&P 500 nel quarto trimestre del 2025 (S&P Dow Jones Indices) e oltre il 40% dei ricavi degli indici proviene dall'estero<sup>130</sup>.

---

<sup>126</sup> ECB, *Economic and monetary developments. output, demand and the labour market*, ECB Monthly Bulletin October 2012, pp. 47–50.

<sup>127</sup> Mehr Muhammad A., *Stock market consequences of macro economic fundamentals*, in “MPRA”, Paper No. 442, 2000.

<sup>128</sup> Džikevičius Audrius, Vetrov Jaroslav, *Stock market analysis through business cycle approach*, in “Verslas: Teorija ir praktika”, 13(1), 2012, pp. 36–42.

<sup>129</sup> Claessens Stijn, Kose M. Ayhan, Terrones Marco E., *How do business and financial cycles interact?*, in “*Journal of International Economics*”, Vol. 87, Issue 1, 2012, pp. 178–190.

<sup>130</sup> Bureau of Economic Analysis, data 2025.



*Fig. 4: Picco dell'indice S&P 500 e picco del ciclo economico secondo NBER, ultime cinque recessioni statunitensi. Fonti: Shiller, NBER.*

Comprendere questo meccanismo di anticipazione cambia il modo in cui interpretiamo i mercati: non sono i dati pubblicati a muovere i prezzi, ma il divario tra tali dati e le aspettative. Questa distinzione spiega perché i mercati possono salire in seguito a notizie negative e scendere in seguito a notizie positive.

L'S&P 500 ha toccato il suo minimo nell'ottobre 2022, sei mesi prima del punto più basso dell'attività manifatturiera statunitense<sup>131</sup>. Tale divario non costituisce un'anomalia, bensì contraddistingue l'elemento distintivo del funzionamento dei mercati. Nelle ultime cinque recessioni statunitensi, l'indice si è ripreso in media 4,8 mesi prima del punto più basso del mercato del lavoro (serie storica del *Bureau of Labor Statistics*). I mercati non guardano all'economia di oggi, ma scommettono su quella di domani. Questa scommessa perpetua, basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, crea la divergenza strutturale tra i mercati e il ciclo macroeconomico: mercati finanziari ed economia reale non si muovono mai contemporaneamente. Detto meccanismo di anticipazione si collega alle dinamiche del ciclo e alle aspettative di mercato e si inserisce nel quadro più ampio delle dinamiche di anticipazione del mercato.

In seconda analisi, il modo in cui le aspettative si traducono in movimenti di prezzo passa attraverso il tasso di sconto. Quando gli investitori si aspettano un rallentamento, due forze agiscono simultaneamente: gli utili attesi vengono rivisti al ribasso e il tasso di sconto cambia (aumenta se i premi per il rischio crescono, diminuisce se si prevede un allentamento monetario). La componente relativa ai tassi di interesse di tale revisione è descritta in dettaglio nel modo in cui i tassi reali influenzano le valutazioni azionarie. L'interazione di queste due forze, a volte opposte, spiega il "paradosso delle cattive notizie": dati deludenti possono essere

<sup>131</sup> Federal Reserve System, January 2026.

accolti positivamente se aumentano le probabilità di un allentamento monetario e l'effetto del tasso di sconto compensa il declassamento degli utili. Il sondaggio di opinione dei funzionari senior addetti ai prestiti<sup>132</sup> illustra questa dinamica: le condizioni del credito si sono allentate nel quarto trimestre del 2025, anche se gli indicatori di attività si sono moderati: il mercato aveva già scontato la risposta prevista dalla banca centrale.

Il terzo fattore è concentrazione degli indici e globalizzazione dei profitti. Due caratteristiche strutturali degli indici moderni amplificano il divario tra i mercati e l'economia reale. In primo luogo, la concentrazione: nel quarto trimestre del 2025, i primi dieci titoli rappresentavano quasi il 35% del peso dell'S&P 500, una concentrazione senza precedenti che significa che “la salute del mercato” spesso riflette l'andamento di una manciata di società tecnologiche a grande capitalizzazione piuttosto che l'economia nazionale. In secondo luogo, la globalizzazione dei profitti: una multinazionale statunitense può prosperare grazie alle vendite in Asia mentre i consumatori statunitensi faticano. I dati del BEA del 2025 stimano che oltre il 40% dei ricavi delle società dell'indice S&P 500 provenga dall'estero: un disaccoppiamento strutturale tra indici azionari e PIL nazionale, documentato nell'analisi della divergenza tra mercato azionario ed economia reale. La conseguenza che ne deriva è un divario temporale sistematico e bidirezionale.

Insieme, questi meccanismi creano un anticipo che opera in entrambe le direzioni del ciclo.

Al ribasso, i mercati anticipano i rallentamenti e correggono prima che i dati peggiorino: i picchi di mercato precedono i picchi di attività in media di 6-12 mesi. Questo anticipo ricorrente è oggetto di uno studio specifico: i mercati azionari anticipano il ciclo economico.

Al rialzo, i mercati anticipano le riprese e si riprendono prima che i dati migliorino: i minimi di mercato precedono i minimi di attività di 4-8 mesi. Un documento di lavoro della BRI<sup>133</sup> che analizza 44 paesi in un arco di 50 anni conferma che i mercati azionari anticipano costantemente gli indicatori di attività reale<sup>134</sup>.

---

<sup>132</sup> Federal Reserve System, January 2026.

<sup>133</sup> Claessens Stijn, Kose M. Ayhan, Terrones Marco E., *How do business and financial cycles interact?*, in “*Journal of International Economics*”, Vol. 87(1), 2012, pp. 178-190.

<sup>134</sup> <https://eco3min.fr/en/equity-markets-economic-cycle-anticipation-mechanism/>

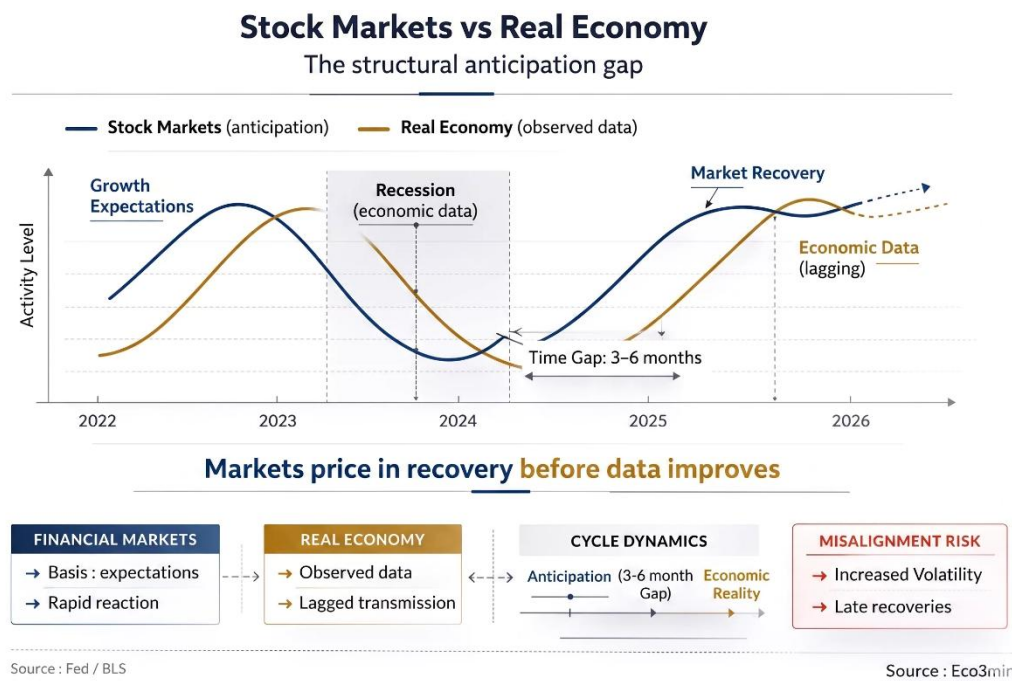


*Fig. 5: Il divario temporale strutturale tra i mercati azionari e l'economia reale: gli indici invertono la tendenza in media 4-8 mesi prima degli indicatori macroeconomici, sia al rialzo che al ribasso. Fonti: BLS, FRED, BIS<sup>135</sup>.*

<sup>135</sup> Claessens Stijn, Kose M. Ayhan, Terrones Marco E., *How do business and financial cycles interact?*, in "Journal of International Economics", Vol. 87(1), 2012, pp. 178-190.

## 4. L'IMPATTO DELLE SANZIONI ALLA RUSSIA NEL MERCATO BORSISTICO ITALIANO

### 4.1 Lo strumento delle sanzioni

Nel corso della storia, le sanzioni economiche sono state spesso impiegate come strumento preliminare o complementare all'uso della forza militare. Una delle prime testimonianze documentate risale al 432 a.C., quando Atene emanò un editto nei confronti di Megara nel tentativo di costringerla ad aderire alla Lega di Delo in funzione anti-spartana<sup>136</sup>. Analogamente, numerosi episodi storici, tra cui i blocchi commerciali e gli assedi economici imposti a interi Stati, rispondevano alla medesima logica. Un esempio significativo è rappresentato dal blocco continentale promosso da Napoleone contro la Gran Bretagna, concepito per indebolire economicamente l'avversario e sostenere gli obiettivi della campagna militare<sup>137 138</sup>.

Le sanzioni, tuttavia, non sono solo preludio del ricorso alla forza armata. Frequenti durante la Prima Guerra Mondiale e, dopo la guerra, la Società delle Nazioni introdusse le regole per le sanzioni internazionali. Le sanzioni, o la minaccia di sanzioni, furono attuate in alcuni casi e si rivelarono efficaci in alcuni, ma non in altri. Una misura simile alle sanzioni internazionali sono i boicottaggi internazionali (spesso una forma di attivismo dei consumatori)<sup>139</sup>.

Thomas Woodrow Wilson, presidente degli Stati Uniti durante la Grande Guerra, le considerò una vera e propria alternativa all'uso della forza, definendole un "pacifico, silenzioso e mortale rimedio" alle violazioni del diritto internazionale<sup>140</sup>. Tra i primi casi di applicazione

---

<sup>136</sup> Tsebelis George, *Are Sanctions Effective? A Game-Theoretic Analysis*, in "Journal of Conflict Resolution", 34(1), 1990, pp. 3–28.

<sup>137</sup> Keegan John, *A History of Warfare*. Book, Whole, Vintage Books, New York, 1994.

<sup>138</sup> Osservatorio di politica internazionale, *Le sanzioni contro la Russia*, Approfondimento n. 142, Parlamento italiano, 2024.

<sup>139</sup> Zareei Afsaneh, Wadensjo Eskil, *Sanctions and Their Effects on the Labor Market and the Economy*, IZA Discussion Paper No. 17467.

<sup>140</sup> Foley Hamilton, *Woodrow Wilson's Case for the League of Nations*, Book, Princeton, Princeton University Press, Oxford University Press, London, 1923.

di sanzioni internazionali su larga scala figura quello dell'Italia, colpita nel 1936 dalle misure adottate dalla Lega delle Nazioni in seguito all'invasione dell'Etiopia<sup>141</sup>.

Un ulteriore passaggio significativo nell'evoluzione delle sanzioni è rappresentato dall'embargo imposto dalle Nazioni Unite all'Iraq di Saddam Hussein dopo l'invasione del Kuwait nel 1990. Tale misura costituisce uno degli ultimi esempi di sanzioni complessive, ossia provvedimenti diretti a colpire indistintamente l'intera economia dello Stato destinatario<sup>142</sup>. Le critiche riguardanti la loro efficacia e, soprattutto, i gravi effetti umanitari sulle popolazioni civili hanno successivamente alimentato un ampio dibattito sulla necessità di ripensare questo strumento.

Tuttavia, l'impostazione tradizionale del diritto internazionale, fondata prevalentemente sui rapporti tra Stati, limitava la possibilità di adottare misure più selettive. Solo alla fine degli anni Novanta, e con maggiore intensità dopo gli attentati dell'11 settembre 2001, si è affermata la possibilità di imporre sanzioni nei confronti di individui, organizzazioni e altri soggetti non statali. Da questa evoluzione è derivato il progressivo passaggio dalle sanzioni complessive alle sanzioni mirate<sup>143</sup>.

Le sanzioni mirate sono state concepite con l'obiettivo di ridurre gli effetti negativi sulle popolazioni civili, evitando che il costo delle misure ricada indiscriminatamente su soggetti estranei alle decisioni politiche contestate. Esse mirano invece a colpire direttamente gli individui, le organizzazioni o gli enti ritenuti responsabili delle condotte che la comunità internazionale intende modificare, preservando al contempo l'efficacia dello strumento sanzionatorio<sup>144 145</sup>.

Dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, uno studio ha contato più di 1400 casi di Stati minacciati o colpiti da sanzioni<sup>146</sup>. Il ricorso alle sanzioni è incrementato drasticamente dalla fine della Guerra Fredda, con la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina come più recente escalation tra superpotenze economiche. Le sanzioni dovrebbero infliggere danni economici per costringere il Paese bersaglio a modificare le proprie politiche. A tale riguardo, alcuni studi

---

<sup>141</sup> Strang Bruce, G., *Collision of Empires: Italy's Invasion of Ethiopia and Its International Impact*, Routledge (Ashgate), Abingdon, New York, 2013.

<sup>142</sup> Cortright David, Lopez George A., *Economic Sanctions: Panacea or Peacebuilding in a Post-Cold War World?* Westview Press, Boulder, 1995.

<sup>143</sup> Giumelli Francesco, *Coercing, Constraining and Signalling. Explaining UN and EU Sanctions after the Cold, War*, Whole. Colchester: ECPR Press, 2011.

<sup>144</sup> Cortright David, Lopez George A., *Smart Sanctions: Targeting Economic Statecraft*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, MD, 2002.

<sup>145</sup> Osservatorio di politica internazionale, *Le sanzioni contro la Russia*, Approfondimento n. 142, Parlamento italiano, 2024.

<sup>146</sup> Aidt Toke S., Albornoz Facundo, Hauk Esther, *Foreign Influence and Domestic Policy*, in "Journal of Economic Literature", vol. 59, n. 2, 2021, pp. 426-487.

hanno evidenziato una relazione tra l'intensità del danno economico prodotto dalle sanzioni e la probabilità di raggiungere gli obiettivi perseguiti, sebbene l'efficacia dello strumento sanzionatorio dipenda da molteplici variabili<sup>147</sup>.

Le limitate evidenze empiriche riguardanti gli effetti economici delle sanzioni internazionali sui paesi bersaglio suggeriscono che le sanzioni innescano crisi finanziarie<sup>148</sup> e riducono il reddito pro capite<sup>149</sup>. Probabili canali di trasmissione avvengono tramite riduzioni degli scambi commerciali, dei flussi di capitali internazionali e degli investimenti diretti esteri, ma entrambi possono essere compromessi da chi elude le sanzioni.

Le sanzioni possono anche essere costose per il paese che le impone, come dimostrano le sanzioni contro la Russia dopo l'annessione qualificata come illegale dall'Unione europea<sup>150</sup> o contro la Cina dopo l'incidente di Piazza Tiananmen nel 1989<sup>151 152</sup>.

Le sanzioni economiche, sempre più utilizzate come strumenti di diplomazia internazionale, hanno profonde implicazioni per le strutture economiche globali, in particolare quelle che influenzano la capitalizzazione di mercato. Quando le nazioni impiegano queste sanzioni per influenzare gli esiti geopolitici o economici, i loro effetti si estendono oltre gli obiettivi politici immediati e incidono profondamente sui mercati finanziari. Comprendere l'interazione tra sanzioni e mercati finanziari è fondamentale per orientare le strategie di investimento, valutare i rischi economici e formulare politiche per mitigarne efficacemente l'impatto<sup>153</sup>.

Le sanzioni finanziarie limitano la capacità dei paesi sanzionati di ottenere finanziamenti internazionali. Per garantire la stabilità dell'economia nazionale, la banca centrale si trova ad affrontare maggiori difficoltà nell'aggiustare i tassi di interesse e nel gestire l'offerta di moneta. Inoltre, le sanzioni finanziarie possono anche condizionare l'attuazione della politica fiscale, dato che il governo potrebbe dover aumentare la spesa per far fronte alla

---

<sup>147</sup> Hufbauer Gary C., Schott Jeffrey J., Elliott Kimberly A., Oegg Barbara, *Economic Sanctions Reconsidered*, 3<sup>a</sup> ed., Peterson Institute for International Economics, Washington (DC), 2009.

<sup>148</sup> Hatipoğlu Emre, Peksen Dursun, *Economic Sanctions and Banking Crises in Target Economies*, in "Defence and Peace Economics", vol. 29, n. 2, 2018, pp. 171–189.

<sup>149</sup> Neuenkirch M., Neumeier, F., *The Impact of UN and US Economic Sanctions on GDP Growth*, in "European Journal of Political Economy", vol. 40, 2015, pp. 110–125.

<sup>150</sup> Bělin Matěj, Hanousek Jan, *Which Sanctions Matter? Analysis of the EU/Russian Sanctions of 2014*, in "Journal of Comparative Economics", vol. 49, n. 1, 2021, pp. 244–257.

<sup>151</sup> Webb C., *Re-Examining the Costs of Sanctions and Sanctions Threats Using Stock Market Data*, in "International Interactions", vol. 46, n. 5, 2020, pp. 749–777.

<sup>152</sup> Gutmann Jerg, Neuenkirch Matthias, Neumeier Florian, *The economic effects of international sanctions: An event study*, in "Journal of Comparative Economics", Vol. 51, Issue 4, 2023, pp. 1214–1231.

<sup>153</sup> Alwadeai Ahmed, Vlasova Natalia, Mareeh Hadi, Aljonaide Nadeem, *Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access*, in "Borsa Istanbul Review", Vol. 24(6), 2024, pp. 1358–1372.

pressione economica derivante dalle sanzioni. Allo stesso tempo, la stessa capacità di spesa viene limitata dalle riduzioni delle entrate fiscali. Tale contraddizione aumenta la difficoltà e l'incertezza nella formulazione della politica fiscale. Inoltre, le sanzioni finanziarie possono anche causare turbolenze nel mercato finanziario, che a loro volta influenzano l'efficace comunicazione e attuazione delle politiche economiche.

In questo modo, la fiducia degli investitori viene compromessa, i flussi di capitale vengono limitati e la volatilità del mercato finanziario si intensifica. Ciò renderà difficile per i responsabili politici prevedere le reazioni del mercato, aumentando così la frequenza e l'entità degli aggiustamenti politici<sup>154</sup>.

#### ***4.2 Le sanzioni alla Russia e le conseguenze sui mercati finanziari***

Il regime sanzionatorio adottato nei confronti della Russia rappresenta un caso di particolare rilievo nella storia delle sanzioni internazionali. Il regime sanzionatorio adottato nei confronti della Russia rappresenta un caso di particolare rilievo nella storia delle sanzioni internazionali, poiché misure restrittive, sebbene prevalentemente mirate, sono state applicate nei confronti di una potenza economica di dimensioni tali da produrre significativi effetti anche sui Paesi che le hanno introdotte. È opportuno precisare, tuttavia, che l'espressione “sanzioni alla Russia” identifica un articolato sistema di misure adottate non solo dall'Unione europea, ma anche dagli Stati Uniti, cui si aggiungono le contromisure introdotte dalla Federazione Russa.

L'origine della crisi tra l'Unione europea e la Russia risale agli eventi verificatisi in Ucraina tra la fine del 2013 e l'inizio del 2014. Le proteste popolari scoppiate nel dicembre 2013 contro il governo del presidente Viktor Yanukovich portarono, nel febbraio 2014, alla sua fuga dal Paese. Nei giorni successivi, la penisola di Crimea fu occupata da unità militari prive di insegne identificative, successivamente attribuite, secondo la ricostruzione prevalente e la documentazione disponibile, alle forze armate russe, che assunsero il controllo del territorio. La Crimea, abitata in prevalenza da una popolazione di etnia russa e sede della strategica base navale di Sebastopoli, assunse così un ruolo centrale nella crisi.

---

<sup>154</sup> Xue-Ying Liu, Wei He, Hai-Peng Duan, Rui Fan, *The impact of financial sanctions on economic policy uncertainty: Global evidence*, in “*Pacific-Basin Finance Journal*”, Vol. 88, 2024, 102558.

Con il sostegno politico di Mosca, le autorità locali della Crimea organizzarono un referendum sulla secessione dall'Ucraina e sull'annessione alla Federazione Russa. La consultazione si svolse in un contesto caratterizzato dalla presenza di forze militari russe e da forti tensioni politiche e si concluse con un ampio consenso a favore dell'opzione secessionista, il cui svolgimento e la cui legittimità sono stati successivamente oggetto di un ampio dibattito internazionale. Successivamente, il 21 marzo 2014, la Federazione Russa formalizzò l'incorporazione della Crimea nel proprio territorio<sup>155</sup>.

In seguito all'intervento militare russo e all'annessione della Crimea, gli Stati Uniti, l'Unione europea e i loro principali alleati adottarono una serie di misure restrittive nei confronti della Federazione Russa. Tra il 3 marzo 2014 e il 13 settembre 2018, Stati Uniti e Unione europea introdussero complessivamente 15 sanzioni di natura economica, 12 di carattere finanziario e 22 rivolte a specifiche imprese o soggetti economici (Radio Free Europe/Radio Liberty, 2018). Nello stesso arco temporale furono inoltre adottate cinque misure diplomatiche e 31 sanzioni individuali, mentre i provvedimenti già in vigore furono prorogati per 21 volte. Fatta eccezione per alcune misure collegate alla guerra in Siria, alle elezioni presidenziali russe e al caso dell'avvelenamento di Sergei Skripal nel 2018, la quasi totalità delle sanzioni adottate era direttamente connessa alla crisi ucraina<sup>156</sup>.

L'Unione europea condannò immediatamente l'annessione della Crimea, definendola un atto illegittimo e contrario al diritto internazionale. Il primo pacchetto di sanzioni fu adottato dal Consiglio dell'Unione europea il 17 marzo 2014 e riguardò principalmente individui russi e ucraini considerati responsabili o coinvolti negli eventi che avevano portato alla crisi<sup>157</sup>. Successivamente, attraverso la decisione 386 del giugno 2014, l'Unione europea introdusse ulteriori misure restrittive nei confronti della Crimea, tra cui un embargo commerciale, trasformando progressivamente il regime sanzionatorio in uno strumento di carattere più ampio<sup>158</sup>.

Parallelamente, nuove tensioni si svilupparono nella regione orientale dell'Ucraina, in particolare nelle aree del Donbass, comprendenti le regioni di Donetsk e Lugansk, dove

---

<sup>155</sup> Osservatorio di politica internazionale, *Le sanzioni contro la Russia*, Approfondimento n. 142, Parlamento italiano, 2024.

<sup>156</sup> Sultonov Mirzosaid, *The Impact of International Sanctions on Russian Financial Markets*, in "Economies", 8(4), 107, 2020.

<sup>157</sup> European Union, *Council Decision 2014/145/CFSP of 17 March 2014 Concerning Restrictive Measures in Respect of Actions Undermining or Threatening the Territorial Integrity, Sovereignty and Independence of Ukraine*, Brussels: The Council of the European Union, 2014.

<sup>158</sup> European Union, *Council Decision 2014/386/CFSP of 23 June 2014 Concerning Restrictions on Goods Originating in Crimea or Sevastopol, in Response to the Illegal Annexation of Crimea and Sevastopol*, Brussels, The Council of the European Union.

nell'aprile 2014 furono proclamate dichiarazioni di indipendenza. Il governo ucraino tentò di ristabilire il controllo sulle aree interessate attraverso un intervento militare, ma le forze separatiste riuscirono a mantenere le proprie posizioni anche grazie al sostegno che diverse fonti hanno attribuito alla Federazione Russa, il cui coinvolgimento nel conflitto non fu inizialmente riconosciuto ufficialmente da Mosca. Il coinvolgimento attribuito alla Federazione Russa nel conflitto del Donbass, unitamente agli sviluppi precedentemente intervenuti in Crimea, contribuì a determinare l'adozione di ulteriori misure restrittive da parte dell'Unione europea<sup>159</sup>.

Complessivamente, le sanzioni europee alla Russia riguardano:

- Il congelamento dei beni per una serie di individui ed aziende russi;
- Il diniego di visti di entrata nell'UE per quegli stessi individui;
- Il divieto di importazione e di esportazione di armi e dei beni a duplice uso per scopi militari o utilizzatori finali militari in Russia;
- L'accesso limitato della Russia a determinati servizi e tecnologie sensibili che possono essere impiegati per la produzione e la prospezione del petrolio in acque profonde, nell'artico, e di progetti inerenti allo scisto bituminoso (*shale oil*);
- Il divieto di concedere linee di credito con scadenza maggiore di 30 giorni ai soggetti listati, come deciso nel settembre 2014<sup>160</sup> per entità pubbliche e private;
- L'embargo commerciale sulla Crimea<sup>161 162</sup>.

In risposta alle sanzioni, la Russia ha vietato l'importazione di alcuni prodotti alimentari dall'UE e ha ulteriormente rafforzato la sua politica di sostituzione delle importazioni a lungo termine, volta a garantire la sovranità economica e l'approvvigionamento di prodotti importanti, obiettivo che era stato al centro dell'attenzione fin dai primi anni 2000. Il governo ha inoltre approvato il "Programma governativo per l'industria e la competitività" per potenziare la produzione interna in quasi tutti i settori<sup>163</sup>.

---

<sup>159</sup> European Union, *Council Decision 2014/145/CFSP of 17 March 2014 Concerning Restrictive Measures in Respect of Actions Undermining or Threatening the Territorial Integrity, Sovereignty and Independence of Ukraine*, Brussels, The Council of the European Union, 2014.

<sup>160</sup> European Union, *Council Decision 2014/659/CFSP of 8 September 2014 Amending Decision 2014/512/CFSP Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine*, Brussels, The Council of the European Union.

<sup>161</sup> Ministero dello Sviluppo Economico, *Documento Informativo Sulle Misure Restrittive Nei Confronti Della Federazione Russa*. Roma: Direzione Generale per la Politica Commerciale Internazionale, 2014.

<sup>162</sup> Osservatorio di politica internazionale, *Le sanzioni contro la Russia*, Approfondimento n. 142, Parlamento italiano, 2024.

<sup>163</sup> Sultonov Mirzosaid, *The Impact of International Sanctions on Russian Financial Markets*, in "Economies", 2020, 8(4), 107.

La crisi russa post-Crimea del 2014 illustra come le sanzioni possano rimodellare le dinamiche di mercato. Dopo l'imposizione delle sanzioni, il mercato azionario russo ha subito un crollo drammatico, con l'indice RTS che ha perso quasi il 50% del suo valore in un anno rispetto ai livelli pre-crisi. Tale forte calo della capitalizzazione di mercato sottolinea l'impatto diretto delle sanzioni sulla stabilità economica di una nazione ed evidenzia la necessità di rafforzare la fiducia degli investitori in un contesto di tensioni geopolitiche. Questi casi sottolineano l'importanza di esaminare le più ampie conseguenze economiche delle sanzioni internazionali<sup>164</sup>.

Il Consiglio dell'UE ha giustificato le sanzioni come risposta all'annessione illegale della Crimea e di Sebastopoli e alle azioni destabilizzanti della Russia in Ucraina<sup>165</sup>.

Il Congresso degli Stati Uniti ha citato le sanzioni come sostegno alla sovranità, all'integrità, alla democrazia e alla stabilità economica dell'Ucraina e come condanna dell'ingiustificato intervento militare della Russia nella regione della Crimea e della sua occupazione, nonché di qualsiasi altra forma di aggressione politica, economica o militare contro l'Ucraina<sup>166</sup>.

Sul fronte opposto, le sanzioni occidentali sono state viste come atti di aggressione contro gli interessi russi. Yevgeniy Primakov, illustre politico e diplomatico russo, ha interpretato i conflitti e le sanzioni relativi alla Crimea come tentativi da parte degli Stati Uniti di promuovere l'instaurazione del controllo militare sul Mar Nero nell'ambito della politica statunitense, volta a stabilire un ordine mondiale unipolare e a estromettere la Russia dalla politica mondiale. Rustem Nureev, un rappresentante del mondo accademico russo, ha suddiviso le ragioni delle sanzioni contro la Russia in geopolitiche ed economiche, come ad esempio i tentativi di indebolire la posizione della Russia su importanti questioni internazionali e di limitare la competitività delle aziende russe sul mercato globale, e in particolare su quello europeo<sup>167</sup>.

Coincidenza vuole che, nel luglio 2014, il prezzo del petrolio greggio abbia iniziato a scendere sul mercato energetico internazionale.

---

<sup>164</sup> Alwadeai Ahmed, Vlasova Nataliia, Mareeh Hadi, Aljonaid Nadeem, *Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access*, in "Borsa Istanbul Review", Vol. 24(6), 2024, pp. 1358–1372.

<sup>165</sup> Council of the European Union, *Council Regulation (EU) No 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine*, Official Journal, L 229/1, 2014, pp. 1–11.

<sup>166</sup> United States Congress, *Support for the sovereignty, integrity, democracy, and economic stability of Ukraine act of 2014*, H.R. 4152, Paper presented at 113th Congress, WA, USA, 4 March 2014.

<sup>167</sup> Nureev Rustem, *Reasons and content of economic sanctions*, in "Economic Sanctions against Russia: Expectations and Reality", Edited by R. Nureev, Moscow, Knorus, 2017, pp. 8–21.

Il prezzo del WTI/Brent è crollato da 106,1/110,1 dollari il 1° luglio 2014 a 56,9/61,7 dollari il 1° luglio 2015 e a 32,1/30,1 dollari il 22 gennaio 2016. Di conseguenza, le esportazioni di carburante in percentuale sulle esportazioni di merci russe sono diminuite dal 71,2% nel 2013 al 48,2% nel 2016<sup>168</sup>.

Questo shock esterno, generato dalle sanzioni imposte e dal basso prezzo del petrolio, ha avuto un impatto considerevole sull'economia russa. Il tasso di cambio della valuta russa si è deprezzato da 33,8 rubli per 1 dollaro USA il 1° luglio 2014 a 55,8 rubli il 1° luglio 2015 e a 83,6 rubli il 22 gennaio 2016<sup>169</sup>. Le esportazioni di beni e servizi sono diminuite da 592 miliardi di dollari USA nel 2013 a 562,5 miliardi nel 2014 e a 393 miliardi nel 2015. Le importazioni sono diminuite da 470 miliardi di dollari USA nel 2013 a 429 miliardi nel 2014 e a 282 miliardi nel 2015<sup>170</sup>.

La massiccia svalutazione del rublo ha richiesto un cambiamento nella politica dei tassi di cambio e misure adeguate per stabilizzare il sistema finanziario. Nell'ottobre del 2014, la Banca Centrale Russa ha speso 30 miliardi di dollari per sostenere il tasso di cambio del rublo. Un mese dopo, la banca centrale è passata a un regime di cambio flottante per evitare un ulteriore esaurimento delle riserve. Ulteriori misure per rafforzare la politica finanziaria sono state adottate nel dicembre del 2014. In particolare, la banca centrale ha introdotto prestiti in valuta estera per le 11 banche con un capitale elevato, ha imposto alle principali imprese esportatrici statali di ridurre le proprie attività estere nette, ha avviato un programma di ricapitalizzazione bancaria da mille miliardi di rubli attraverso l'emissione di titoli di Stato ed è stata approvata una legge che consente al governo di investire il 10% del Fondo Nazionale di Ricchezza in depositi e obbligazioni bancarie<sup>171</sup>.

Per quanto riguarda il contenuto delle sanzioni economiche, queste includono misure come la sospensione degli scambi commerciali, restrizioni all'esportazione e all'importazione e restrizioni all'esportazione di varie tecnologie petrolifere e del gas. La sospensione dei colloqui commerciali e sugli investimenti e della cooperazione militare con la Russia (da parte degli Stati Uniti), il divieto di rilascio di licenze di esportazione per prodotti e servizi di difesa verso la Russia (da parte degli Stati Uniti), la restrizione dell'importazione di beni ritenuti utili alle capacità militari russe (da parte degli Stati Uniti), le sanzioni contro le aziende russe del

---

<sup>168</sup> World Bank, *Fuel Exports (% of Merchandise Exports)*. *World Development Indicators*, Washington, USA, 2020.

<sup>169</sup> Central Bank of Russia, *Dynamics of the Official Exchange Rates*, Moscow, Russia, 2020.

<sup>170</sup> World Bank, *Exports of Goods and Services (BoP, current US\$)*. *World Development Indicators*, Washington, 2020.

<sup>171</sup> World Bank, *Russia Economic Report: The Dawn of a New Economic Era?*, Moscow, The World Bank, 2015.

settore della difesa e il divieto parziale di investimenti in Crimea (da parte dell'UE), restrizioni all'esportazione di beni e tecnologie petrolifere e del gas verso la Russia (da parte degli Stati Uniti) e il divieto di commercio con la Crimea (da parte degli Stati Uniti e dell'UE) sono esempi concreti di sanzioni economiche. Le sanzioni finanziarie sono quelle specificamente dirette contro le banche e le istituzioni finanziarie russe. Esempi includono la restrizione dell'accesso ai mercati dei capitali per la Banca di Mosca, la Bank Rossia, la Gazprombank, la Banca Agricola Russa, la Banca Commerciale Nazionale Russa, la Sberbank, la Vneshekonombank e la VTB Bank. Le sanzioni aziendali includono la sospensione dei finanziamenti per le aziende russe e il loro inserimento nella lista delle sanzioni.

La lista comprendeva società energetiche crimeane (Chernomorneftegaz e Feodosia), importanti società energetiche russe (Novatek, Rosneft, Transneft, Gazpromneft e Uralvagonzavod), società militari e della difesa russe (Oboronprom, United Aircraft Corporation e Almaz-Antey) e società ritenute collegate al presidente Vladimir Putin.

Uno studio<sup>172</sup> ha analizzato gli effetti delle sanzioni internazionali e delle variazioni del prezzo del petrolio sul tasso di cambio del rublo e sul mercato azionario russo, utilizzando un modello econometrico applicato ai dati giornalieri. I risultati evidenziano che, nel breve periodo, l'annuncio delle sanzioni provoca un deprezzamento del rublo rispetto al dollaro. Nel lungo periodo, gli effetti differiscono in base alla tipologia di sanzione: quelle economiche tendono a favorire un rafforzamento del rublo e a ridurre la volatilità, oltre a sostenere i rendimenti del mercato azionario; le sanzioni finanziarie, invece, determinano un deprezzamento del rublo, una riduzione dei rendimenti del mercato azionario e un aumento della volatilità sia del mercato valutario sia di quello azionario. Infine, le sanzioni rivolte alle imprese contribuiscono, nel lungo periodo, a un deprezzamento del rublo<sup>173</sup>.

Secondo un altro studio il programma di sanzioni finanziarie statunitensi imposte alle aziende russe dopo l'annessione della Crimea nel 2014 ha prodotto la conseguenza indesiderata di rafforzare le imprese sanzionate rispetto alle loro controparti non sanzionate. Nello specifico, sebbene la politica abbia prodotto l'effetto diretto desiderato di bloccare i nuovi prestiti internazionali da parte delle aziende sanzionate, ha anche generato un effetto indiretto involontario per cui le aziende sanzionate hanno subito una contrazione dimensionale inferiore rispetto alle aziende russe non sanzionate, in media del 29%.

---

<sup>172</sup> Sultonov Mirzosaid, *The Impact of International Sanctions on Russian Financial Markets*, in "Economies", 2020, 8(4), 107.

<sup>173</sup> Sultonov Mirzosaid, *The Impact of International Sanctions on Russian Financial Markets*, in "Economies", 2020, 8(4), 107.

L'impatto a cascata delle sanzioni statunitensi ha di fatto reso l'economia russa più dipendente dalle aziende sanzionate, una conseguenza che presumibilmente era contraria alle intenzioni dei responsabili politici statunitensi.

Le sanzioni hanno determinato una riallocazione delle risorse interne a favore delle aziende sanzionate. In particolare, la politica ha stabilito l'espulsione e il razionamento del credito alle aziende non sanzionate nel mercato dei capitali interno. Prima delle sanzioni, l'economia russa era composta da poche aziende che sarebbero state presto sanzionate e che si finanziavano a tassi più bassi all'estero e da un gran numero di aziende non sanzionate che si finanziavano a livello nazionale. Poiché le sanzioni hanno costretto le imprese colpite a indebitarsi sul mercato interno, la maggiore dipendenza dal capitale nazionale ha fatto aumentare i tassi di interesse interni, creando un effetto a catena sui debitori nazionali non sanzionati. Sebbene questo effetto a catena da solo avrebbe comunque comportato una contrazione maggiore delle imprese sanzionate rispetto alle loro controparti non sanzionate, dato il maggiore aumento del costo del capitale per le prime rispetto alle seconde, i tassi di interesse interni più elevati hanno anche indotto gli investitori nazionali ad allocare capitali a favore delle imprese sanzionate e a discapito di quelle non sanzionate. Gli investitori nazionali hanno agito in tal senso perché consideravano le imprese sanzionate come debitori di qualità superiore, soprattutto a fronte di maggiori rischi economici, potenzialmente a causa delle loro maggiori dimensioni e della loro importanza nell'economia russa. Ciò ha comportato un razionamento del credito per le imprese non sanzionate e, in definitiva, una contrazione maggiore di queste ultime rispetto alle loro controparti sanzionate. Questi risultati dimostrano in definitiva che le imprese colpite dalle sanzioni non hanno subito il peso maggiore delle sanzioni<sup>174</sup>.

Studi recenti suggeriscono che la guerra tra Russia e Ucraina sia significativamente associata a una maggiore volatilità dei mercati azionari<sup>175</sup>, a un rischio sistemico più elevato<sup>176</sup> e a una minore efficienza del mercato<sup>177</sup>. Tuttavia, esistono ancora molti canali di trasmissione

---

<sup>174</sup> Keerati Ritt, *The Unintended Consequences of Financial Sanctions*, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago, 14 September 2023.

<sup>175</sup> Wu Feng-lin, Zhan Xu-dong, Zhou Jia-qi, Wang Ming-hui, *Stock market volatility and Russia-Ukraine conflict*, in *"Finance Research Letters"*, Elsevier, vol. 550, 103919, 2023.

<sup>176</sup> Qureshi, A., Rizwan, M.S., Ahmad, G., Ashraf, D., *Russia-Ukraine war and systemic risk: who is taking the heat?*, in *"Finance Research Letters"*, 48, 103036, 2022.

<sup>177</sup> Gaio Luiz E., Stefanelli Nelson O., Grespan Tabajara P., Bonacim Carlos A.G., Gatsios, Rafael C., *The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency: evidence for the developed stock market*, in *"Finance Res. Lett."*, 50, 103302, 2022.

attraverso i quali questa guerra può influenzare i mercati azionari globali. Uno di questi canali è l'uso di sanzioni economiche e finanziarie.

Il 24 febbraio 2022 l'Ucraina è stata invasa dall'esercito russo dopo mesi di tensione militare lungo i confini<sup>178</sup>.

Le severe sanzioni internazionali imposte in risposta all'invasione russa rappresentano uno sviluppo senza precedenti nella storia economica contemporanea, per la loro intensità e il numero di paesi coinvolti<sup>179</sup>.

Caratteristica rilevante è che questa crisi ha portato all'imposizione di numerose sanzioni e restrizioni contro la Russia da parte di diverse nazioni. Il 21 febbraio, il Consiglio dell'UE ha adottato misure restrittive nei confronti di cinque individui<sup>180</sup>. Il 22 febbraio, gli Stati Uniti hanno annunciato la prima tranche di sanzioni per limitare l'accesso della Russia alle risorse finanziarie<sup>181</sup>. Il 23 febbraio, il Consiglio europeo ha introdotto un pacchetto di sanzioni senza precedenti<sup>182</sup>. Il 24 febbraio, i leader europei hanno concordato di imporre ulteriori sanzioni contro la Russia nei settori finanziario, energetico e dei trasporti, restrizioni sui beni a duplice uso, controlli sulle esportazioni, finanziamenti all'esportazione e politiche sui visti. Pertanto, il numero di sanzioni contro la Russia a seguito dell'invasione dell'Ucraina è superiore al numero di sanzioni imposte dopo l'annessione russa della Crimea nel 2014. Inoltre, le sanzioni imposte alla Russia nel 2014 erano principalmente mirate ai suoi rapporti con la Crimea.

---

<sup>178</sup> Chwee-Ming Tee, Wai-Yan Wong, Chee-Wooi Hooy, *Financial sanctions and global stock market reaction: Evidence from the Russia-Ukraine conflict*, in "Finance Research Letters", Elsevier, vol. 58(PB), 104398, 2023.

<sup>179</sup> Benchimol Jonathan, Palumbo Luigi, *Sanctions and Russian Online Prices*, Temi di Discussione (Working Papers), n. 1468, Banca d'Italia, ottobre 2024, p. 6.

<sup>180</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-ukraine-crisis/history-ukraine-crisis/>

<sup>181</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/02/22/fact-sheet-united-states-imposes-first-tranche-of-swift-and-severe-costs-on-russia/>

<sup>182</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-ukraine-crisis/>

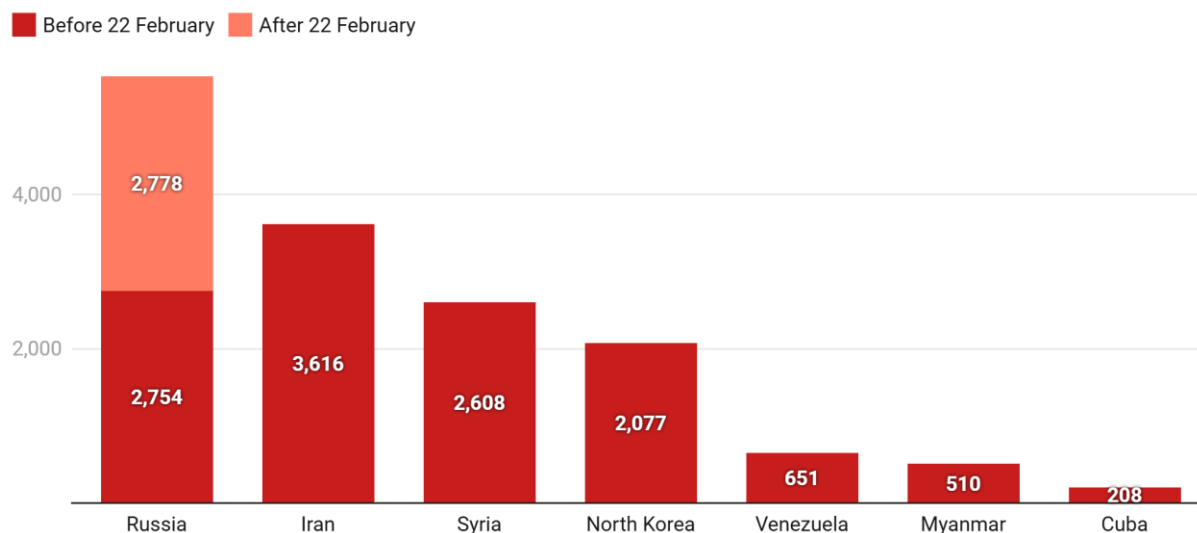


*Fig. 6: Stati per numero di sanzioni. Si evince che la Federazione Russa è lo Stato più sanzionato al mondo<sup>183</sup>*

La crisi russo-ucraina ha inoltre prodotto rilevanti effetti sulle catene globali di approvvigionamento, e ciò in ragione del fatto che la Russia (Ucraina) costituisce un importante fornitore di petrolio, gas, metalli e fertilizzanti (grano, olio di girasole e mais). Questa crisi ha comportato una riduzione delle forniture di queste materie prime. Inoltre, l'embargo sulle esportazioni russe e il rifiuto della Russia di consentire il transito di merci straniere attraverso le sue vie navigabili e il suo spazio aereo hanno interrotto la catena di approvvigionamento globale, causando un forte aumento dei prezzi delle materie prime<sup>184</sup>.

Analizzando in dettaglio le sanzioni di natura finanziaria, queste hanno riguardato principalmente il settore bancario e altri intermediari finanziari russi. Le misure adottate hanno comportato una significativa limitazione delle operazioni finanziarie tra soggetti russi e operatori economici residenti nell'Unione europea e negli Stati Uniti, attraverso il blocco o la restrizione di numerose attività finanziarie. In particolare, i divieti hanno interessato l'acquisto, la vendita e la prestazione di servizi di investimento relativi a strumenti finanziari russi, nonché l'assistenza all'emissione o qualsiasi altra forma di negoziazione riguardante titoli obbligazionari, azionari, strumenti del mercato monetario e altri prodotti finanziari<sup>185</sup>.

Le sanzioni finanziarie hanno interessato principalmente il sistema bancario russo, coinvolgendo alcuni dei maggiori istituti di credito del Paese, tra cui Sberbank, VTB Bank e

<sup>183</sup> <https://www.castellum.ai/insights/russia-is-now-the-worlds-most-sanctioned-country>

<sup>184</sup> Ahmed Shaker, Hasan Mostafa M., Kamal Md R., *Russia-Ukraine crisis: The effects on the European stock market. European Financial Management*, 29, 2023 pp. 1078-1118.

<sup>185</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2022:048:FULL&from=IT> pag.10

Gazprombank. A queste si sono aggiunte ulteriori banche sottoposte a misure restrittive, tra cui Alfa-Bank, Vnesheconombank (VEB), Rosselkhozbank, Promsvyazbank, Otkritie Bank e Sovcombank. Parallelamente, negli Stati Uniti sono stati congelati gli asset presenti sul territorio americano appartenenti a VTB Bank e ad altri istituti finanziari russi di minori dimensioni. Per quanto riguarda Sberbank, principale banca russa per dimensioni, le misure adottate dagli Stati Uniti hanno imposto a persone fisiche e giuridiche soggette alla loro giurisdizione di interrompere i rapporti con l'istituto entro la fine di marzo 2022, vietando inoltre qualsiasi transazione con la banca e con le sue controllate estere.

Anche l'Unione europea ha introdotto restrizioni nei confronti del sistema bancario russo, stabilendo, tra le altre misure, il divieto per gli istituti finanziari europei di accettare nuovi depositi da cittadini o soggetti russi per importi superiori a 100.000 euro<sup>186</sup>.

Un'ulteriore misura di natura finanziaria ha riguardato l'esclusione di alcune banche russe dal sistema internazionale dei pagamenti. Il 26 febbraio 2022, Stati Uniti, Regno Unito, Canada e Unione Europea hanno comunicato la decisione di estromettere diversi istituti finanziari russi dal circuito SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), ovvero la rete di comunicazione utilizzata dalle banche di tutto il mondo per consentire e facilitare le transazioni finanziarie internazionali.

L'esclusione da tale sistema ha determinato una significativa limitazione della capacità delle banche e delle imprese russe di effettuare e ricevere pagamenti oltre i confini nazionali, incidendo in particolare su tre ambiti principali: le operazioni di importazione ed esportazione di beni e servizi, il rimborso di obbligazioni finanziarie nei confronti di soggetti esteri e la possibilità di realizzare investimenti internazionali.

Gli istituti di credito russi interessati dall'esclusione dal circuito SWIFT sono stati Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank, Bank Rossiya, Sovcombank, Vnesheconombank (VEB) e VTB Bank.

Una terza tipologia di provvedimenti finanziari ha riguardato il debito pubblico russo. Gli Stati Uniti hanno introdotto il divieto per istituzioni e cittadini americani di acquistare strumenti di debito emessi dal governo russo sul mercato secondario, mentre le operazioni sul mercato primario erano già state precedentemente vietate. Anche l'Unione Europea ha adottato misure analoghe, stabilendo, a partire dal 26 febbraio, il divieto di fornire finanziamenti

---

<sup>186</sup> La misura non viene applicata se: 1) il cittadino russo ha la residenza anche in uno Stato membro 2) il cittadino ha un permesso di soggiorno temporaneo o permanente in uno Stato membro 3) si tratta di depositi necessari per gli scambi transfrontalieri non vietati di beni e servizi tra l'Unione e la Russia 4) le autorità competenti non lo ritengono necessario.

Si v.: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2022:048:FULL&from=IT>

pubblici o forme di assistenza finanziaria pubblica connesse agli scambi commerciali con la Russia o agli investimenti nel territorio russo.

Per comprendere la portata delle sanzioni introdotte dagli Stati Uniti è necessario considerare il loro carattere extraterritoriale. Esse, infatti, possono coinvolgere anche soggetti economici non residenti negli Stati Uniti qualora intrattengano rapporti con banche o intermediari finanziari collegati al sistema americano. Ad esempio, un istituto finanziario appartenente a un paese terzo che effettui operazioni su titoli denominati in rubli potrebbe essere escluso dai rapporti economici con soggetti statunitensi. Tale effetto deriva dal ruolo centrale del dollaro nell'economia internazionale, utilizzato sia come principale valuta negli scambi commerciali sia come riserva di valore. Di conseguenza, il mancato accesso al circuito finanziario in dollari può compromettere fortemente l'operatività di un soggetto che abbia violato le disposizioni imposte dagli Stati Uniti. Un principio simile può essere applicato anche alle sanzioni europee, sebbene l'influenza internazionale dell'euro risulti significativamente inferiore rispetto a quella del dollaro.

Ulteriori misure hanno riguardato il settore valutario e, in particolare, la Banca Centrale della Federazione Russa. In presenza di un elevato indebitamento espresso in valuta estera, una significativa svalutazione del rublo può ridurre la capacità dei debitori russi di onorare i propri impegni finanziari, aumentando il rischio di insolvenza. Sebbene dopo la crisi della Crimea del 2014 la quota di debito pubblico e privato denominato in valuta estera sia progressivamente diminuita, nel 2021 essa ammontava ancora a circa 353 miliardi di dollari, pari al 21% del prodotto interno lordo russo. La maggior parte di tale esposizione era riconducibile a imprese private e famiglie, ma eventuali difficoltà nel rimborso dei debiti da parte dei soggetti privati avrebbero potuto produrre conseguenze negative sull'intero sistema bancario nazionale. Inoltre, le aspettative di un indebolimento del rublo avrebbero potuto favorire fenomeni di corsa agli sportelli, aggravando ulteriormente il rischio di una crisi finanziaria. Tale eventualità risultava particolarmente rilevante considerando la struttura fortemente centrata sul sistema bancario dell'economia russa.

In una situazione di crisi valutaria, la banca centrale può generalmente intervenire utilizzando le proprie riserve internazionali per sostenere il valore della moneta nazionale e limitarne la svalutazione. Per impedire questo meccanismo di difesa, Stati Uniti e Unione Europea hanno vietato agli operatori residenti nei rispettivi territori di effettuare operazioni riguardanti la gestione delle riserve e delle attività della Banca Centrale della Federazione Russa (BCR). A partire dalla crisi della Crimea, la BCR aveva modificato progressivamente la composizione delle proprie riserve internazionali, aumentando la quota di oro detenuto sul

territorio nazionale e riducendo l'esposizione verso attività denominate in dollari custodite all'estero, mentre aveva incrementato la componente detenuta in valuta cinese. Nonostante tali modifiche, nel 2021 circa la metà delle riserve complessive della BCR, pari a circa 630 miliardi di dollari, risultava ancora collocata presso paesi occidentali che successivamente hanno deciso di impedirne l'utilizzo. Inoltre, la quota di riserve costituita da oro, superiore al 20%, risultava difficilmente convertibile in liquidità a causa dell'isolamento della Russia dai principali mercati finanziari internazionali.

La combinazione tra il blocco di una parte significativa delle riserve valutarie e le altre misure restrittive adottate dalla comunità internazionale ha prodotto effetti immediati sull'economia russa. Dopo l'introduzione delle sanzioni, il rublo ha registrato una perdita di circa il 20% nei confronti del dollaro. Poiché una forte svalutazione della valuta nazionale tende ad alimentare pressioni inflazionistiche, la Banca Centrale russa ha reagito aumentando il tasso di riferimento dal 9,5% al 20%. Tale incremento ha determinato ulteriori conseguenze negative su un'economia già indebolita dalle restrizioni internazionali. Con le riserve estere in larga parte inutilizzabili, la BCR ha adottato due strumenti principali per sostenere il valore del rublo. Il primo consiste nell'introduzione di controlli sui movimenti di capitale detenuti dai residenti, limitando ad esempio la possibilità di disinvestire attività finanziarie. Il secondo riguarda l'obbligo per gli esportatori russi di convertire in valuta nazionale l'80% dei ricavi ottenuti dalle esportazioni, generalmente incassati in valuta estera.

Infine, un ulteriore gruppo di misure ha riguardato le sanzioni individuali rivolte a esponenti dell'élite economica russa. Sia l'Unione Europea sia gli Stati Uniti hanno disposto il congelamento dei beni appartenenti agli oligarchi considerati vicini al presidente Vladimir Putin, vietando inoltre loro l'ingresso o il transito nei territori sottoposti alla propria giurisdizione.

Queste misure assumono particolare rilevanza considerando l'enorme patrimonio detenuto all'estero da tali soggetti. Secondo alcune stime, la ricchezza offshore accumulata dagli oligarchi russi tra il 1990 e il 2015 avrebbe raggiunto valori estremamente elevati, pari a circa l'85% del reddito nazionale russo del 2015, con una parte consistente dei capitali collocata in giurisdizioni caratterizzate da un regime fiscale agevolato.

Per quanto concerne le sanzioni di natura commerciale, è stato introdotto, e successivamente ampliato nel caso degli Stati Uniti, il divieto di esportazione verso la Federazione Russa di beni e tecnologie appartenenti a tre principali categorie: i) prodotti a duplice impiego, ossia destinati sia ad applicazioni civili sia militari; ii) beni e tecnologie specificamente destinati all'utilizzo militare; iii) prodotti e strumenti tecnologici impiegati nei

processi di raffinazione del petrolio. Rispetto all'Unione Europea, gli Stati Uniti dispongono di una maggiore capacità di applicare controlli estesi su tali esportazioni, grazie alla posizione dominante ricoperta in alcuni settori strategici, come quello della microelettronica. Tuttavia, il coordinamento tra le misure restrittive adottate da Stati Uniti e Unione Europea assume un'importanza fondamentale, considerando che nessun singolo Paese possiede un controllo esclusivo o una leadership assoluta su tutte le tecnologie strategiche. La cooperazione tra le due aree economiche rende quindi particolarmente complesso per la Russia reperire tali beni attraverso la Cina o altri Paesi terzi, limitando le possibilità di aggiramento delle restrizioni.

Accanto alle misure economiche e finanziarie precedentemente analizzate, sono state introdotte ulteriori forme di sanzione che, pur non producendo effetti economici diretti particolarmente rilevanti, risultano significative per comprendere la portata complessiva delle conseguenze generate dal conflitto russo-ucraino. Tra queste rientrano le misure di isolamento applicate in ambiti quali lo sport e lo spettacolo. A titolo esemplificativo, la finale della Champions League del 2022 è stata trasferita da San Pietroburgo a Parigi, il Gran Premio di Formula 1 previsto a Sochi per la fine di settembre è stato annullato e la Russia è stata esclusa dall'Eurovision Song Contest del 2022. Sebbene tali provvedimenti abbiano un impatto economico limitato rispetto alle sanzioni finanziarie o commerciali, essi assumono un'importante funzione simbolica e comunicativa, contribuendo a trasmettere un messaggio di condanna internazionale e influenzando la percezione dell'opinione pubblica russa rispetto all'isolamento del proprio Paese<sup>187</sup>.

Ciò premesso, un numero significativo di paesi, soprattutto del Sud del mondo, ha scelto di non imporre sanzioni alla Russia. A differenza delle precedenti sanzioni unilaterali statunitensi contro Iran, Venezuela e Corea del Nord, la Russia svolge un ruolo importante nell'economia globale e nella sicurezza alimentare, essendo uno dei principali esportatori mondiali di prodotti energetici e alimentari. Pertanto, è impossibile anche per le economie avanzate isolare la Russia senza subire gli effetti negativi delle sanzioni.

Nella guerra tra Russia e Ucraina, le sanzioni economiche e finanziarie sono state utilizzate dagli Stati Uniti, in quanto unica superpotenza egemone, come arma per punire la Russia in quanto paese trasgressore. Secondo alcune interpretazioni, gli Stati Uniti avrebbero utilizzato le sanzioni economiche e finanziarie come strumento di pressione nei confronti della Federazione Russa, con l'obiettivo di indebolirne la capacità economica e militare e di

---

<sup>187</sup> Galli Giampaolo, Bortolamai Francesco, Favero Luca, Liaci Salvatore, *Anatomia delle sanzioni contro la Russia*, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI), Università Cattolica del Sacro Cuore, 4 marzo 2022.

condizionarne le scelte politiche, con conseguente sconfitta delle operazioni militari russe in Ucraina<sup>188</sup>.

In Europa, il commercio internazionale e, in particolare, i mercati delle materie prime hanno risentito significativamente degli effetti della guerra. Per questo motivo, i prezzi sono aumentati significativamente per tutte le materie prime energetiche e per alcuni prodotti alimentari.

L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati delle materie prime si è manifestato attraverso due canali principali: quello fisico dei blocchi e la distruzione della capacità produttiva; e quello sulla produzione commerciale a causa delle sanzioni. Le conseguenze del conflitto in termini di aumento dei prezzi delle materie prime e delle fonti energetiche sono tangibili. All'opposto, il legame tra questi aspetti e le dinamiche dei mercati finanziari può apparire meno lineare e più complesso.

La crisi geopolitica emersa con l'aumento dei prezzi delle materie prime – in primis gas, petrolio e grano – ha amplificato gli effetti negativi della pandemia sulle diverse economie, sia importatrici che esportatrici di materie prime. Ciò si è verificato in modo più significativo dopo che molti paesi, compresi quelli europei, hanno imposto sanzioni economiche alla Russia.

Burns e Prager<sup>189</sup> indicano che la volatilità del mercato azionario successiva alla pandemia ha influenzato le posizioni dei trader di swap agricoli. Con l'intensificarsi della volatilità nel mercato finanziario, i trader di indici hanno limitato le loro posizioni lunghe nette, mentre i trader di swap commerciali hanno compensato in parte questa volatilità riducendo le loro posizioni corte. Izzeldin e altri autori<sup>190</sup> confrontano la reazione dei mercati finanziari internazionali e di alcuni prezzi delle materie prime allo scoppio della guerra in Ucraina con quelle registrate durante la crisi finanziaria del 2008 e la pandemia di COVID-19, mostrando una reazione immediata dei mercati azionari globali alla guerra tra Russia e Ucraina, mentre durante le altre due crisi la risposta dei mercati finanziari è stata registrata con un certo ritardo. Karamti e Jeribi<sup>191</sup> esplorano l'impatto della guerra tra Russia e Ucraina e della pandemia sui mercati azionari, suggerendo che i mercati finanziari del G7 sono più sensibili di altri alle

---

<sup>188</sup> Chwee-Ming Tee, Wai-Yan Wong, Chee-Wooi Hooy, *Financial sanctions and global stock market reaction: Evidence from the Russia-Ukraine conflict*, in “*Finance Research Letters*”, Elsevier, vol. 58(PB), 104398, 2023.

<sup>189</sup> Burns Christopher B., Prager Daniel L., *Do agricultural swaps co-move with equity markets? Evidence from the COVID-19 crisis*, in “*Journal of Commodity Markets*”, Vol. 34, 100405, 2024.

<sup>190</sup> Izzeldin Marwan, Muradoglu Yaz G., Vasileios Pappas, Athina Petropoulou, and Sheeja Sivaprasad, *The impact of the Russia-Ukrainian war on global financial markets*, in “*International Review of Financial Analysis*”, 87, 2023, 102598.

<sup>191</sup> Karamti, Chiraz, Ahmed Jeribi, *Stock markets from COVID-19 to the Russia-Ukraine crisis: Structural breaks in interactive effects panels*, in “*The Journal of Economic Asymmetries*”, 28, e00340, 2023.

variazioni dei prezzi delle materie prime durante i periodi di stress del mercato. Nello specifico, il conflitto, attraverso i prezzi delle materie prime (gas e grano) ha avuto un impatto maggiore su questi mercati. Inoltre, Lo e altri autori<sup>192</sup> evidenziano un calo significativo dei rendimenti e un aumento della volatilità durante il conflitto. Attribuiscono ciò alla forte dipendenza dalle materie prime russe, una dipendenza percepita come un fattore di rischio nei mercati finanziari<sup>193</sup>.

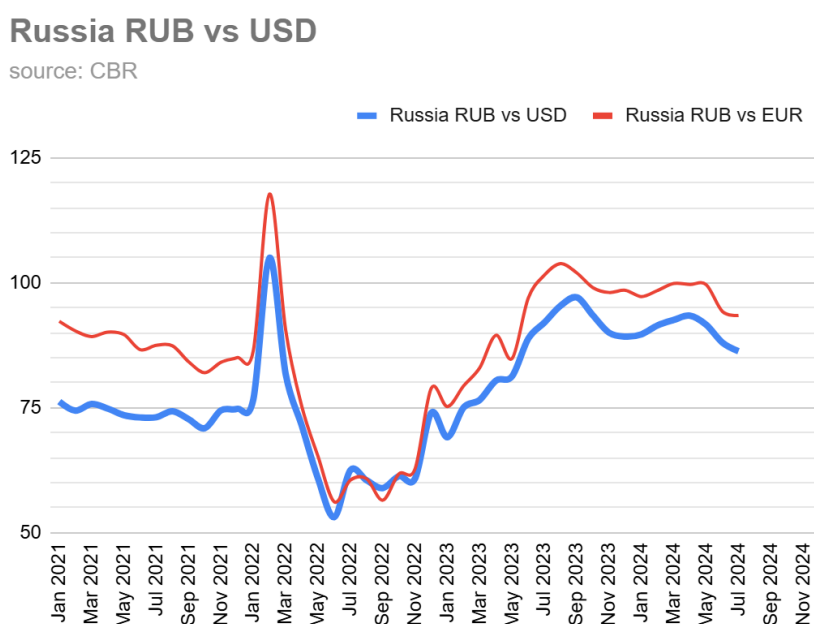


Fig. 7: tassi di cambio tra rublo/dollaro statunitense (in blu) e rublo/euro<sup>194</sup>

Le reazioni dei mercati finanziari alla guerra sono importanti perché forniscono una lente utile per comprendere come la guerra, le sanzioni e le controsanzioni abbiano influenzato il costo della vita e l'attività economica in tutto il mondo. Ad esempio, il prezzo globale del petrolio è aumentato di circa il 35% tra il 21 febbraio 2022 e l'8 marzo 2022, il che si è tradotto in un aumento del 20% dei prezzi della benzina negli Stati Uniti da febbraio a marzo. Forti aumenti del prezzo del petrolio hanno preceduto 10 delle ultime 11 recessioni, con l'eccezione della recessione causata dal COVID-19<sup>195</sup>. Più in generale, un'analisi informale dell'andamento dei prezzi degli asset illustra come la geografia e i modelli commerciali determinino il rischio

<sup>192</sup> Lo Gaye-Del, Isaac Marcelin, Theophile Basseneand Babacar Sen, *The Russo-Ukrainian war and financial markets: The role of dependence on Russian commodities*, in "Finance Research Letters", 50, 103194, 2022.

<sup>193</sup> Leone Maria, Manelli Alberto, Pace Roberta, *The Russia-Ukraine Conflict and Stock Markets: Risk and Spillovers*, in "Risks", vol. 13, n. 7, 2025, art. 130.

<sup>194</sup> Central Bank of Russia (CBR).

<sup>195</sup> Hamilton James D., *This Is What Happened to the Oil Price-Macroeconomy Relationship*, in "Journal of Monetary Economics", 38(2), October 1996, pp. 215-220

e i rendimenti relativi all'interno delle diverse classi di attività. Ad esempio, le valute dei paesi esportatori di materie prime si sono rafforzate rispetto ad altre valute. Non sorprende che i titoli azionari delle industrie produttrici di materie prime, come le compagnie petrolifere, abbiano tendenzialmente sovraperformato il mercato, mentre i titoli azionari delle aziende che acquistano materie prime come input intermedi abbiano tendenzialmente sottoperformato il mercato.

La Fig. 8 mostra l'andamento dei prezzi normalizzati degli asset dal 14 febbraio al 28 marzo, un periodo di sei settimane. In senso orario, dall'alto a sinistra, i quattro pannelli della figura mostrano la variazione percentuale dei prezzi normalizzati dei futures per petrolio, grano e ferro; metalli preziosi; rublo russo; e azioni/VIX.

Alcuni andamenti sono comuni a molti asset: prima dell'inizio delle ostilità nell'ultima settimana di febbraio, i prezzi degli asset non mostravano variazioni significative e costanti. Con l'inizio delle ostilità nell'ultima settimana di febbraio, tuttavia, la maggior parte dei prezzi dei futures si è mossa in direzioni coerenti. Dal 21 al 28 febbraio, i prezzi del petrolio greggio e del palladio sono aumentati di circa il 10%, mentre le azioni sono diminuite di circa il 5%. Il VIX è salito da circa 30 a 34 e il valore del rublo è crollato di circa il 30%.

Le direzioni delle variazioni di prezzo non sono difficili da spiegare in modo plausibile. La Russia è un importante esportatore di petrolio greggio e palladio, e i mercati temono senza dubbio che una combinazione di interruzioni fisiche e sanzioni occidentali (nazionali o private) possa interrompere le forniture e far aumentare i prezzi<sup>196</sup>.

---

<sup>196</sup> Neely Christopher J., *Financial Market Reactions to the Russian Invasion of Ukraine*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 104, n. 4, Fourth Quarter 2022, pp. 266–296.

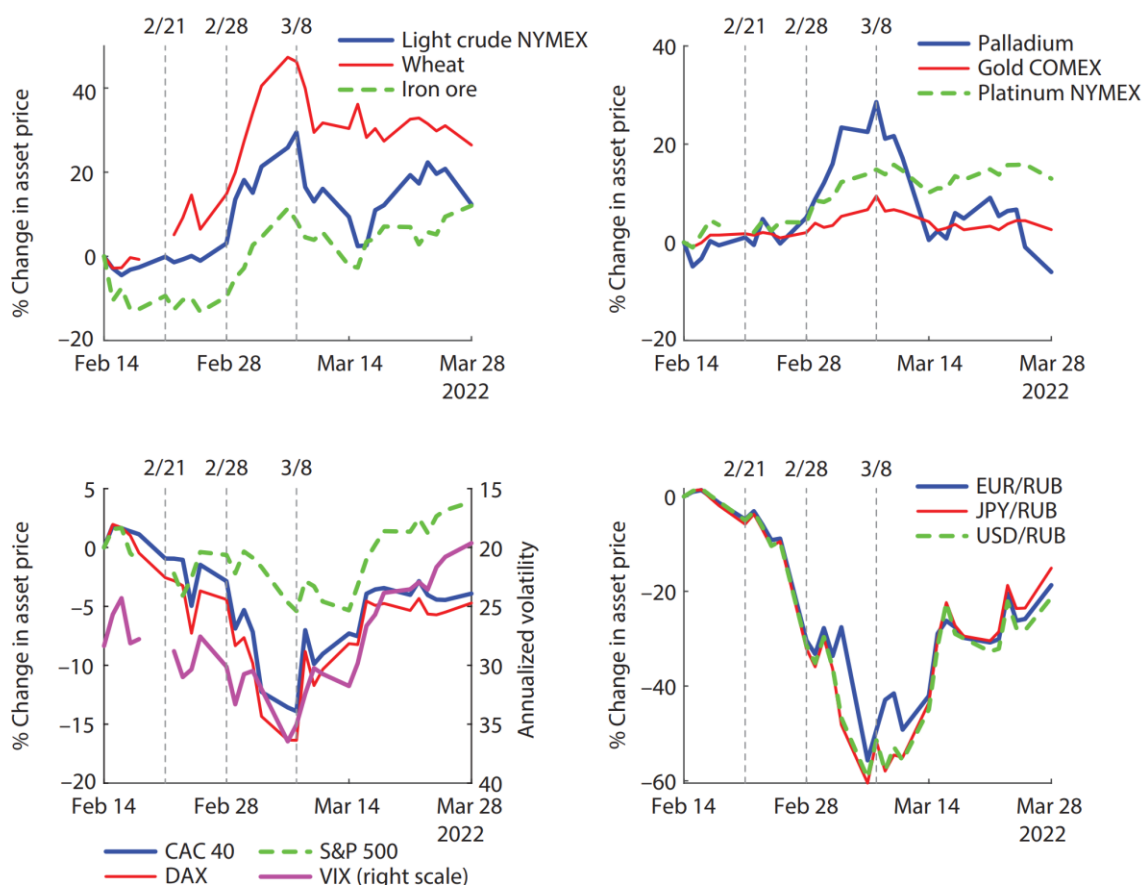


Fig. 8: I pannelli della figura mostrano i prezzi giornalieri normalizzati dei futures o spot per gli asset dal 14 febbraio 2022 al 28 marzo 2022. Procedendo in senso orario dall'alto a sinistra, le figure rappresentano i prezzi dei futures sulle materie prime, i metalli preziosi, i tassi di cambio spot e gli indici azionari. La normalizzazione indica la variazione percentuale del prezzo dell'asset rispetto al suo valore iniziale nella figura. Si noti che l'asse invertito a destra rappresenta la scala VIX. EUR, euro; JPY, yen giapponese; RUB, rublo russo; USD, dollaro statunitense<sup>197</sup>.

Nei primi mesi dell'invasione, non solo le economie di Russia e Ucraina hanno subito gravi danni, ma anche quelle di un numero significativo di altri paesi hanno risentito pesantemente degli scontri. A causa del conflitto tra questi due paesi, si è verificato un significativo aumento del costo del consumo alimentare in tutto il mondo. Sia il prezzo del petrolio greggio che il costo dei generi alimentari sono aumentati, e entrambi i fattori hanno contribuito all'incremento complessivo. Ciò ha portato a un'inflazione su scala globale. un gran

<sup>197</sup> Neely Christopher J., *Financial Market Reactions to the Russian Invasion of Ukraine*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 104, n. 4, Fourth Quarter 2022, pp. 266–296 (p. 277).

numero di nazioni europee ha quindi imposto severe sanzioni alla Russia per mitigare gli effetti del conflitto. Ciò ha causato un grave problema di inflazione che ha colpito nazioni di tutto il mondo. Le azioni di una singola nazione possono avere un'influenza significativa sul mondo intero<sup>198</sup>.

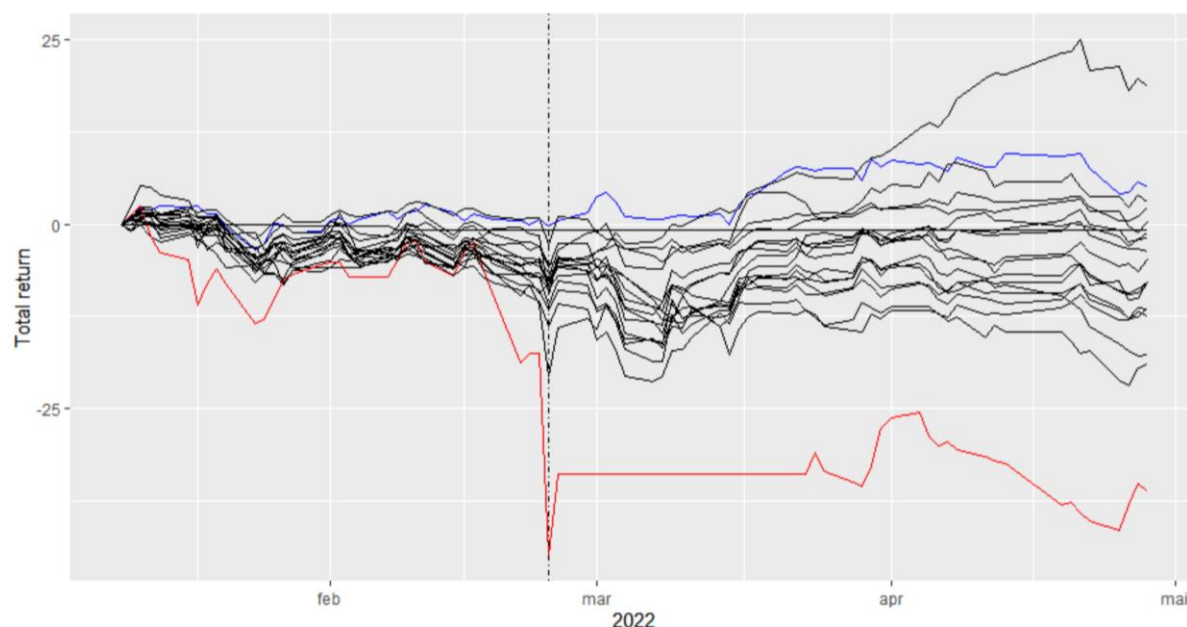


*Fig. 9: La figura mostra l'andamento di 20 diversi indici durante il conflitto russo-ucraino. La linea verticale indica il giorno dell'evento. La linea blu rappresenta il mercato azionario norvegese, mentre la linea rossa rappresenta il mercato azionario russo<sup>199</sup>.*

<sup>198</sup> Sasidharan Revathy G., *The Impact of the Russian-Ukrainian War on the Global Economy*, in “*Journal of Global Economy, Business and Finance*”, vol. 6, n. 10, 2024, pp. 5-8.

<sup>199</sup> Bergby Maria, *The reaction of the Norwegian stock market to the conflict between Russia and Ukraine*, NTNU, 2022, p. 22.

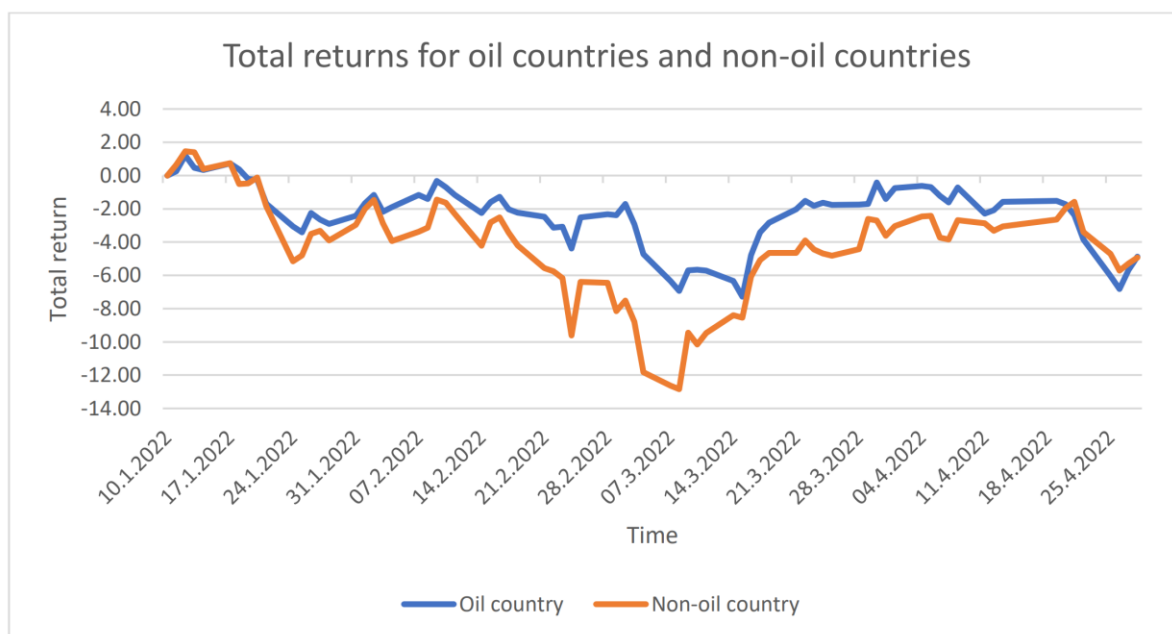


*Fig. 10: Rendimenti totali per i paesi produttori di petrolio e per i paesi non produttori di petrolio<sup>200 201</sup>*

<sup>200</sup> Gli indici principali per questi paesi: Norvegia, Cina, Russia, USA, Ucraina, Regno Unito, Polonia, Germania, Francia, Danimarca, Svezia, Finlandia, Australia, Giappone, Paesi Bassi, Italia, Spagna, Svizzera, Turchia, Belgio. 2 Paesi petroliferi: Norvegia, Cina, USA, Regno Unito. Paesi non petroliferi: Polonia, Germania, Francia, Danimarca, Svezia, Finlandia, Australia, Giappone, Paesi Bassi, Italia, Spagna, Svizzera, Turchia, Belgio. Russia e Ucraina sono state escluse da questo calcolo.

<sup>201</sup> Bergby Maria, *The reaction of the Norwegian stock market to the conflict between Russia and Ukraine*, NTNU, 2022, p. 22.

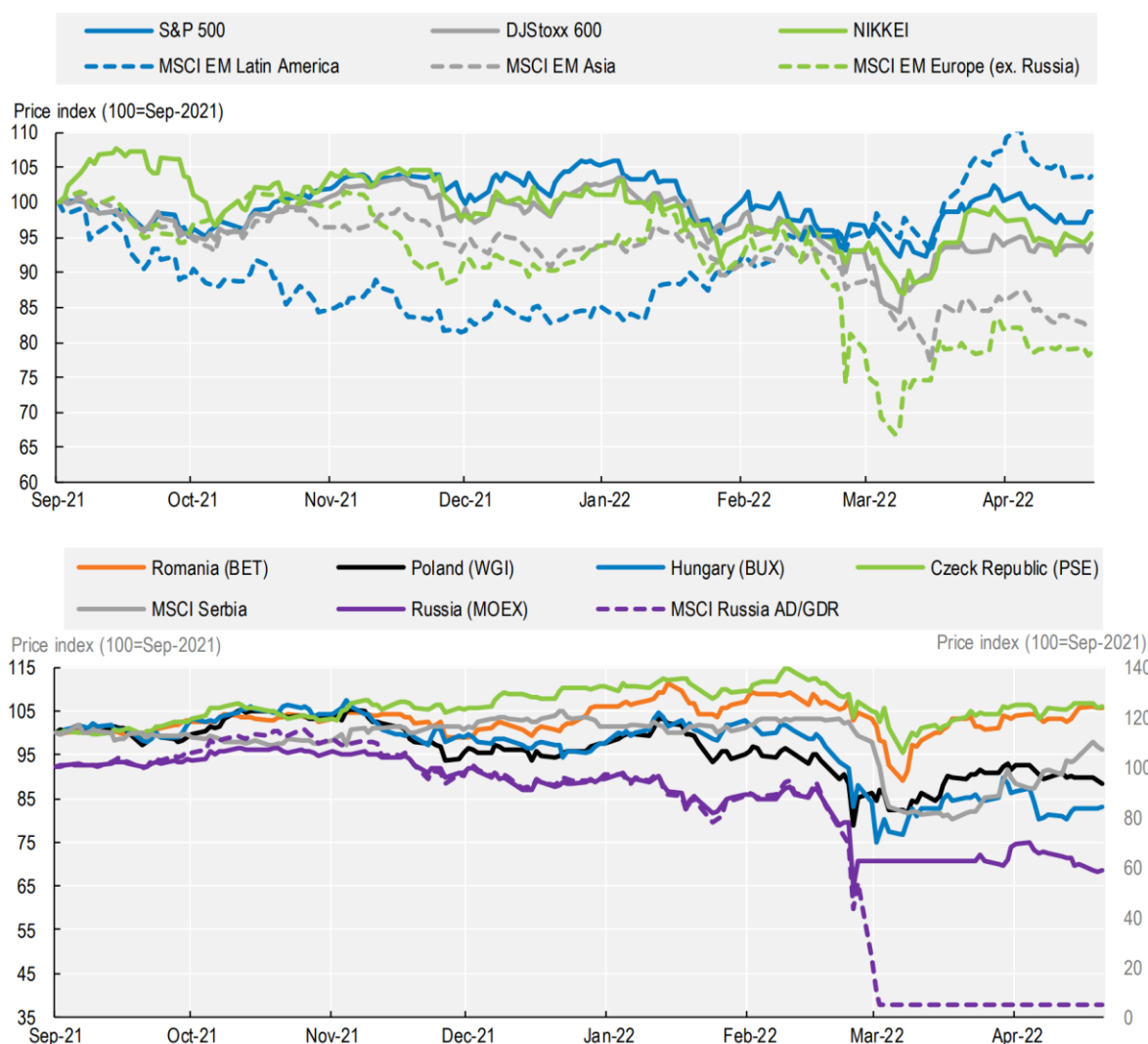


Fig. 11: Andamento dei principali indici azionari in alcuni mercati chiave, in Russia e nei mercati dell'Europa orientale<sup>202</sup>

### 4.3 Le reazioni del mercato borsistico italiano

Dal punto di vista della finanza dei mercati, un evento di shock geopolitico non anticipato genera tipicamente tre effetti simultanei: un incremento della volatilità implicita e del premio per il rischio; una riallocazione di portafoglio verso i c.d. *safe haven assets* (oro, titoli di Stato di paesi core, dollaro USA); una dispersione della reazione tra titoli e settori in funzione della loro esposizione diretta o indiretta all'area di crisi.

<sup>202</sup> OECD, *Impacts of the Russian Invasion of Ukraine on Financial Market Conditions and Resilience: Assessment of Global Financial Markets*, OECD Publishing, Paris, 2022, p.16.

Nel caso italiano, i report degli intermediari finanziari concordano nell'individuare tre canali di trasmissione principali: il canale creditizio-bancario (esposizione delle banche italiane verso controparti e filiali russe), il canale energetico (dipendenza dal gas russo e impatto sui costi industriali) e il canale del rischio sovrano (spread BTP-Bund come proxy del rischio Paese percepito dagli investitori).

Nella giornata dell'invasione, tutte le principali borse europee hanno registrato perdite marcate. Il FTSE MIB ha chiuso la seduta con un ribasso del 4,10%, a 24.890 punti, dopo aver toccato in corso di giornata un minimo intorno al -5,5/-5,6%, il valore più basso da luglio 2021<sup>203</sup>. Il listino milanese ha risentito in modo particolarmente accentuato del comparto bancario, europeo nel suo complesso: lo STOXX Europe 600 Banks ha ceduto circa il 10% nella medesima seduta.

A livello di singoli titoli, le perdite più significative hanno riguardato le società con maggiore esposizione diretta o percepita verso il mercato russo: UniCredit ha chiuso la seduta con un ribasso del 13,49%, mentre altri titoli industriali e finanziari (tra cui Buzzi Unicem, Pirelli e Intesa Sanpaolo) hanno registrato flessioni comprese tra l'8% e il 10%. Per contro, i titoli del comparto energetico e della difesa (tra cui Leonardo) hanno mostrato una tenuta relativamente migliore, coerentemente con l'aspettativa di un aumento della domanda di sicurezza e con l'incremento dei prezzi del petrolio, che nella stessa giornata ha superato per la prima volta dal 2014 la soglia dei 100 dollari al barile (Brent).

A titolo di confronto europeo, nella stessa seduta il DAX tedesco ha perso il 5%, azzerando i guadagni dei dodici mesi precedenti, il CAC 40 francese il 4,6% e il FTSE 100 di Londra il 3,2%. La borsa di Mosca ha invece registrato un tracollo senza precedenti nella sua storia, con l'indice RTS (denominato in dollari) in calo del 34% e il MOEX (in rubli) del 30%.

Nel periodo compreso tra il 24 febbraio e l'8 marzo 2022, il FTSE MIB ha accumulato una perdita complessiva del 14,6%, superiore a quella registrata da Francoforte (-14%) e Parigi (-12%), e nettamente più ampia di quella di Londra (circa -7%), a conferma di una maggiore sensibilità del listino milanese rispetto agli altri grandi mercati europei, verosimilmente riconducibile alla combinazione di esposizione bancaria diretta e dipendenza energetica<sup>204</sup>.

---

<sup>203</sup> Reuters/Investing.com, *Borsa Milano affonda con invasione in Ucraina, colpite banche, bene Leonardo*, 24 febbraio 2022.  
<https://it.investing.com/news/stock-market-news/borsa-milano-affonda-con-invasione-in-ucraina-colpite-banche-bene-leonardo-2043138>

<sup>204</sup> Banca Generali, *Russia-Ucraina: l'impatto sui mercati finanziari*, 2023.  
<https://www.bancagenerali.com/blog/mercati-finanziari-momenti-di-guerra>

In questa finestra temporale l'indice ha mostrato un'elevata volatilità infragiornaliera: il 4 marzo 2022 il FTSE MIB ha perso il 6,24% in una singola seduta, mentre il successivo 9 marzo ha recuperato il 6,94%, in un contesto di notizie contrastanti sugli sviluppi diplomatici del conflitto. Il primo trimestre del 2022 si è chiuso con una performance cumulata del FTSE MIB pari a -11,57% (con un minimo di periodo, toccato il 24 febbraio, di -25,21% rispetto ai massimi precedenti), un dato sostanzialmente allineato a quello del DAX (-11,83%) e peggiore rispetto ai principali indici statunitensi (S&P 500 -5,25%, Dow Jones -5,68%)<sup>205</sup>.

Il rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche in questa fase è stato particolarmente marcato: tra il 24 febbraio e il 9 marzo 2022 il prezzo del gas naturale europeo è aumentato di circa il 106% rispetto alle settimane precedenti di febbraio, mentre il petrolio ha registrato un incremento del 22% circa, con il Brent che il 7 marzo ha sfiorato i 140 dollari al barile, avvicinandosi al massimo storico del 2008. Anche i prezzi delle materie prime agricole e dei metalli industriali (in particolare nichel, +40%, e frumento, +48%) hanno subito impennate rilevanti, con effetti a cascata sui costi delle imprese manifatturiere italiane.

Il rapporto sulla stabilità finanziaria pubblicato da Banca d'Italia nella primavera del 2022 ha rilevato come, con lo scoppio del conflitto, fossero aumentati a livello globale l'incertezza sulle prospettive economiche e i rischi per la stabilità finanziaria, in un contesto di marcato rialzo dell'inflazione dovuto ai rincari energetici e di persistenti strozzature dal lato dell'offerta; le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono state definite come peggiorate, con tassi di interesse a lungo termine in aumento sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, in un contesto di elevata volatilità<sup>206</sup>. Il successivo rapporto pubblicato in autunno ha confermato il permanere di tali tensioni, aggravate dal rallentamento dell'attività economica globale e dalle difficoltà di approvvigionamento energetico e alimentare<sup>207 208</sup>.

Per comprendere gli effetti tangibili delle conseguenze belliche nei mercati finanziari basti pensare che ad oggi, un investitore italiano o europeo, non può investire e negoziare ETF che replicano indici sulla Russia. In risposta alle sanzioni, la banca centrale russa ha vietato alle persone straniere di vendere attività finanziarie russe. Inoltre, i due principali fornitori di indici

---

<sup>205</sup> TradingView Italia, *Closing Bell Wall Street & Piazza Affari del 31 marzo 2022* (dati di chiusura del primo trimestre 2022).

<https://it.tradingview.com/symbols/VELOCITY-USTEC/ideas/page-36>

<sup>206</sup> Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1 – 2022*, aprile 2022. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2022-1/index.html>

<sup>207</sup> Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 – 2022*, novembre 2022.

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2022-2/index.html>

<sup>208</sup> Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria – Elenco dei riquadri pubblicati* (incl. "I rischi per gli attivi delle banche derivanti dalla guerra in Ucraina").

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/rsf-riquadri.html>

MSCI, FTSE e S&P/Dow Jones hanno annunciato la rimozione di titoli azionari russi dai loro indici dei mercati emergenti. Questo ha influenzato anche gli ETF corrispondenti e la loro composizione<sup>209</sup>.

Questi strumenti sono stati delistati nel 2022. Coloro che si sono ritrovati in possesso di questi strumenti, hanno ricevuto, da parte della società di intermediazione mobiliare per mezzo della quale hanno acquistato il titolo, la liquidazione dei medesimi<sup>210</sup>.



*Fig. 12: andamento dell'ultimo anno della quotazione dell'ETF russo LU1923627092. L'ultimo contratto è stato stipulato il 3 marzo 2023 per un valore unitario pari a € 7,01. Dal grafico, è possibile evincere il crollo del titolo durante l'ultimo mese di negoziazioni, da 46,95€ a 7,01€: una diminuzione pari al 85,06%<sup>211</sup>. Il 18 ottobre 2024 Amundi ha liquidato ai suoi detentori il comparto per un ammontare pari a 5,525€ per titolo<sup>212</sup>*

<sup>209</sup> <https://www.justetf.com/it/how-to/invest-in-russia.html>

<sup>210</sup> [https://www.amundiETF.it/pdfDocuments/download/8a191c5e-0237-49d8-bd77-8e190fa49e72/NoticeToShareholders\\_LU1923627092\\_ITA\\_ITA\\_20241218.pdf](https://www.amundiETF.it/pdfDocuments/download/8a191c5e-0237-49d8-bd77-8e190fa49e72/NoticeToShareholders_LU1923627092_ITA_ITA_20241218.pdf)

<sup>211</sup> <https://live.euronext.com/it/product/etfs/LU1923627092-XPAR>

<sup>212</sup> Amundi ETF, *Notice to Shareholders – LU1923627092*, Amundi ETF, 18 December 2024. [https://www.amundiETF.it/pdfDocuments/download/8a191c5e-0237-49d8-bd77-8e190fa49e72/NoticeToShareholders\\_LU1923627092\\_ITA\\_ITA\\_20241218.pdf](https://www.amundiETF.it/pdfDocuments/download/8a191c5e-0237-49d8-bd77-8e190fa49e72/NoticeToShareholders_LU1923627092_ITA_ITA_20241218.pdf)

Contrariamente alle aspettative più caute formulate nei primi mesi del conflitto, il FTSE MIB ha fatto registrare, nel medio-lungo periodo, una delle migliori performance tra i principali indici occidentali. A due anni esatti dall'invasione (24 febbraio 2024), l'indice *total return* (che include il reinvestimento dei dividendi) risultava in crescita del 34% circa, mentre lo spread BTP-Bund era sceso dai circa 250 punti base di settembre 2022 a circa 144 punti base. In questa fase, tre titoli in particolare (Leonardo, UniCredit e Brunello Cucinelli) avevano registrato incrementi di prezzo compresi tra il 103% e il 190%<sup>213</sup>.

---

<sup>213</sup> Sommella Roberto, «*La guerra in Ucraina compie due anni e la Borsa è ai massimi dal 2008. È giusto non preoccuparsi?*», MilanoFinanza, 27 febbraio 2024.  
<https://www.milanofinanza.it/news/la-guerra-in-ucraina-fa-due-anni-e-la-borsa-e-ai-massimi-dal-2008-e-giusto-non-preoccuparsi-202402262004483273>

## 5. LE REAZIONI DELLE AZIENDE ITALIANE ESPOSTE IN RUSSIA DOPO LE SANZIONI

### *5.1 Panoramica della presenza italiana in Russia*

Alla vigilia dell'invasione russa dell'Ucraina del 24 febbraio 2022, l'Italia rappresentava uno dei principali partner commerciali europei della Federazione Russa, con un'esposizione articolata su tre canali distinti: il commercio di beni, gli investimenti diretti e la presenza produttiva sul territorio, e l'esposizione del sistema bancario e finanziario. Secondo le elaborazioni dell'Agenzia ICE su dati doganali, la quota di mercato dell'export italiano in Russia si attestava attorno al 4,4%, un valore superiore a quello di Francia e Spagna ma inferiore a quello della Germania, e riguardava prevalentemente macchinari, abbigliamento, articoli in pelle, arredi, autoveicoli, prodotti chimico-farmaceutici e alimentari (in particolare vino e pasta). Nei primi undici mesi del 2021 l'Italia aveva esportato in Russia merci per circa 7 miliardi di euro, importandone per circa 12,5 miliardi, prevalentemente prodotti energetici e minerari<sup>214</sup>. Secondo fonti imprenditoriali citate dalla stampa economica nei mesi immediatamente successivi all'invasione, l'ammontare complessivo degli asset italiani potenzialmente esposti a ritorsioni russe veniva stimato in circa 8 miliardi di euro, di cui 3,5 miliardi riconducibili a UniCredit, 2 miliardi a Intesa Sanpaolo e i restanti a beni produttivi di circa settanta imprese con stabilimenti sul territorio russo, tra cui Ferrero, Marcegaglia, Barilla, Calzedonia e Cremonini; a questi si aggiungevano ulteriori 7 miliardi di euro tra investimenti diretti in società russe e crediti commerciali delle imprese italiane<sup>215</sup>.

A oltre tre anni dall'inizio del conflitto, il quadro della presenza italiana risulta tuttora composito e non riconducibile a una dinamica lineare di disimpegno. Secondo i dati del progetto *Leave Russia* della *Kyiv School of Economics* (KSE), che monitora lo status commerciale delle imprese estere ancora attive sul territorio russo, l'Italia si colloca tra i Paesi europei con il maggior numero di imprese ancora operanti nel Paese, sebbene non ai primi posti della graduatoria mondiale, guidata da Stati Uniti e Germania. Le stime della KSE indicano che le

---

<sup>214</sup> Agenzia ICE, *L'interscambio commerciale dell'UE e dell'Italia con la Russia*, Nota Monitoraggio Interscambio e Tendenze dei mercati Regionali (MITR), n. 62, 2023.

<sup>215</sup> Redazione Roma, «Asset russi, cosa rischiava l'Italia: da Unicredit a Intesa, Barilla e Ferrero», *Il Sole 24 Ore*, 19 dicembre 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/asset-russi-cosa-rischiava-l-italia-unicredit-intesa-barilla-e-ferrero-AIPBXsT>, consultato il 9 agosto 2026.

imprese italiane attive in Russia abbiano versato alle casse pubbliche russe, nel periodo 2022-2024, un ammontare complessivo di imposte societarie stimato in circa 1,2 miliardi di dollari, corrispondente a circa 400 milioni di dollari l'anno, di cui una quota rilevante (secondo le stesse fonti) sarebbe stata indirizzata a spese di natura militare<sup>216 217</sup>.

Tra i gruppi industriali che, secondo tali rilevazioni, hanno mantenuto una presenza commerciale continuativa figurano, oltre ai già citati Ferrero e Barilla, anche De Cecco, Perfetti Van Melle, Campari, Recordati, Marcegaglia, Smeg, Benetton, Mapei, Calzedonia e Geox, con fatturati russi che, secondo le stime disponibili, spaziano da poche decine di milioni di dollari fino a diverse centinaia di milioni per i gruppi più esposti; a fronte di ciò, un numero più contenuto di gruppi italiani (tra cui Enel, Eni e Moncler) risulta invece aver completato un'uscita definitiva dal mercato russo<sup>218</sup>.

Questa eterogeneità osservata su scala aggregata trova conferma, e al tempo stesso una spiegazione più approfondita, nell'analisi dei singoli casi aziendali. Nei paragrafi seguenti si approfondiscono, in particolare, il caso di UniCredit, quale principale esempio di esposizione del sistema bancario italiano, il caso di Brunello Cucinelli, quale esempio significativo (e oggetto di un caso recente di contestazione pubblica) del settore del lusso e della moda, e infine un quadro più ampio del coinvolgimento di altre imprese italiane di rilievo, comprensivo anche dei casi di nazionalizzazione forzata e di sospetta elusione sanzionatoria.

## ***5.2 Il caso Unicredit***

Il caso di UniCredit costituisce l'esempio più rilevante, per dimensione e per visibilità pubblica, dell'esposizione del sistema bancario italiano verso la Russia, nonché uno dei casi più studiati a livello europeo di gestione graduale del disimpegno da un mercato colpito da sanzioni. Alla vigilia dell'invasione, nel febbraio 2022, la controllata russa del gruppo (presente

---

<sup>216</sup> Kyiv School of Economics, *Leave Russia project*, database, 2025.

<sup>217</sup> Orlandi Giorgia, «Guerra in Ucraina, le aziende italiane in Russia hanno pagato 1 miliardo in tasse al Cremlino», *Euronews*, 4 novembre 2025, <https://it.euronews.com/business/2025/11/04/guerra-in-ucraina-le-aziende-italiane-in-russia-hanno-pagato-1-miliardo-in-tasse-al-cremli>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>218</sup> Del Corno Mauro, «"I grandi gruppi industriali sono rimasti in Russia. E con le loro tasse finanziano un terzo delle spese militari di Mosca": il report», *Il Fatto Quotidiano*, 19 febbraio 2025, <https://www.ilfattoquotidiano.it/2025/02/19/i-grandi-gruppi-industriali-sono-rimasti-in-russia-e-con-le-loro-tasse-finanziano-un-terzo-delle-spesse-militari-di-mosca-il-report/7882575/>, consultato il 9 agosto 2026.

sul mercato dal 2005) generava circa il 5% dei ricavi complessivi e l'1% dei depositi di gruppo, con una quota di mercato locale dello 0,5% presidiata da tredici filiali<sup>219</sup>.

Diversamente da altre banche europee che hanno optato per un'uscita rapida e integrale (come Société Générale), UniCredit ha adottato fin dai primi mesi successivi all'invasione una strategia di riduzione progressiva e ordinata dell'esposizione, esplicitamente motivata dall'amministratore delegato Andrea Orcel con l'esigenza di evitare, nelle sue stesse parole, di trasferire valore a terzi attraverso una cessione affrettata degli asset russi in condizioni di mercato sfavorevoli<sup>220</sup>.

Il percorso di *derisking* di UniCredit si è tradotto, negli anni successivi, in una riduzione costante e documentata dell'esposizione *cross-border* verso la Russia: già nei primi nove mesi successivi al conflitto tale esposizione era stata ridotta del 50%, per poi proseguire con una contrazione ulteriore, quantificata da UniCredit stessa in circa 4,3 miliardi di euro (pari a circa il 69 % delle esposizioni di partecipazione non locali) rispetto al livello di marzo 2022<sup>221</sup>. Alla fine del primo semestre 2025 l'esposizione *cross-border* risultava pressoché azzerata (-94% rispetto al periodo pre-conflitto), la clientela *retail* si era ridotta del 60%, le filiali erano scese da 14 a 9 e il personale locale da 3.500 a 2.355 unità. A partire dall'ottobre 2025 il gruppo ha inoltre introdotto ulteriori restrizioni operative sui servizi offerti alla clientela corporate russa (incluso un incremento progressivo delle commissioni bancarie fino al raddoppio a partire dal 1° dicembre e la sospensione dell'apertura di nuovi conti correnti, già in vigore per il segmento retail) con l'esplicito obiettivo dichiarato di rendere progressivamente non conveniente per le

---

<sup>219</sup> Gualtieri Luca, «Unicredit prepara l'uscita dalla Russia. Il ceo Andrea Orcel: la nostra controllata sarà praticamente eliminata nel 2026», *MilanoFinanza*, 3 novembre 2025, <https://www.milanofinanza.it/news/unicredit-per-il-ceo-orcel-la-controllata-russa-sara-completamente-eliminata-entro-il-2026-202511031023221051#:~:text=Il%20ceo%20Andrea%20Orcel%20%C3%A8,una%20intervista%20al%20Finacial%20Times,consultato il 9 agosto 2026>.

<sup>220</sup> Gualtieri Luca, «Orcel: così Unicredit ridurrà il rischio Russia», *MilanoFinanza*, 19 dicembre 2022, <https://www.milanofinanza.it/news/orcel-così-unicredit-ridurrà-il-rischio-russia-202212191146208986,consultato il 9 agosto 2026>.

<sup>221</sup> Radiocor, «Orcel (Unicredit): entro il 2024 ai soci 22 miliardi di euro dai 16 previsti dal piano», *Il Sole 24 Ore*, 26 luglio 2023, [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_26.07.2023\\_12.08\\_36810368,consultato il 9 agosto 2026](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_26.07.2023_12.08_36810368,consultato il 9 agosto 2026).

imprese russe continuare ad appoggiarsi al gruppo italiano<sup>222</sup>. Nel novembre 2025 Orcel ha reso pubblico l'obiettivo di una sostanziale eliminazione della controllata russa entro il 2026<sup>223</sup>.

Il caso UniCredit illustra con particolare chiarezza la tensione, discussa nel quadro teorico di riferimento, tra la pressione esterna verso un'uscita rapida (nel caso specifico esercitata anche dalla Banca Centrale Europea, che ha più volte sollecitato le banche dell'area euro a lasciare il mercato russo, pur senza fino a oggi imporre tale scelta in via regolamentare)<sup>224</sup> e la logica di minimizzazione delle perdite economiche legate a una cessione forzata degli asset in un contesto normativo russo sempre più oneroso per i venditori esteri. La strategia di UniCredit si configura pertanto come un caso paradigmatico di adattamento operativo graduale (rientrando nella categoria intermedia tra *exit* e *loyalty* discussa nella tassonomia hirschmaniana<sup>225</sup>), nel quale la riduzione dell'esposizione avviene per gradi successivi, attraverso la contrazione della base clienti e della rete distributiva, piuttosto che tramite una cessione integrale e immediata della controllata, coerentemente con l'obiettivo dichiarato di massimizzare il valore residuo degli asset nel processo di uscita.

### 5.3 Brunello Cucinelli

Il caso della *maison* umbra del cashmere Brunello Cucinelli rappresenta un esempio significativo delle tensioni interpretative che possono sorgere tra la dichiarazione formale di conformità alle sanzioni europee e la percezione, da parte di osservatori esterni, di una persistente operatività sostanziale sul mercato russo. Prima dell'invasione dell'Ucraina, la Russia rappresentava per il gruppo un mercato di significativo rilievo, con un'incidenza sul fatturato complessivo stimata attorno al 9% (una delle quote più elevate tra i marchi italiani

---

<sup>222</sup> Redazione, «Golden power su ops Unicredit-Banco BPM, avviata procedura di infrazione per l'Italia, Bruxelles invia lettera di messa in mora, Giorgetti: "Risponderemo"», *Il Giornale d'Italia*, 3 novembre 2025, <https://www.ilgiornaleditalia.it/news/economia/751338/golden-power-ops-unicredit-banco-bpm-procedura-di-infrazione.html>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>223</sup> Gualtieri Luca, «Unicredit prepara l'uscita dalla Russia. Il ceo Andrea Orcel: la nostra controllata sarà praticamente eliminata nel 2026», *MilanoFinanza*, 3 novembre 2025, <https://www.milanofinanza.it/news/unicredit-per-il-ceo-orcel-la-controllata-russa-sara-completamente-eliminata-entro-il-2026-202511031023221051#:~:text=Il%20ceo%20Andrea%20Orcel%20%C3%A8,una%20intervista%20al%20Finacial%20Times>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>224</sup> Radiocor, «Orcel (Unicredit): entro il 2024 ai soci 22 miliardi di euro dai 16 previsti dal piano», *Il Sole 24 Ore*, 26 luglio 2023, [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_26.07.2023\\_12.08\\_36810368](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_26.07.2023_12.08_36810368), consultato il 9 agosto 2026.

<sup>225</sup> Hirschman Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1970.

della moda e del lusso, seconda solo a quella del gruppo calzaturiero Geox, attorno all'8 % del fatturato). A seguito dell'introduzione delle sanzioni, che prevedono per i beni di lusso un tetto massimo di 300 euro al valore dichiarato in esportazione verso la Russia, il gruppo ha dichiarato la chiusura ufficiale dei propri punti vendita monomarca nel Paese e un ridimensionamento dell'incidenza del mercato russo sul fatturato complessivo, sceso secondo i dati ufficiali di gruppo attorno al 2%<sup>226</sup>.

Nel settembre 2025 tale rappresentazione è stata pubblicamente contestata da un report della società statunitense di ricerca finanziaria Morpheus Research, che ha accusato il gruppo di continuare a gestire diversi negozi a Mosca con un'offerta completa di prodotti ad alta gamma venduti a prezzi ben superiori al tetto sanzionatorio, e di aver registrato, tra il 2021 e il 2023, un incremento significativo del peso delle esportazioni verso la Russia in termini di volume, un dato che secondo il report risulterebbe difficilmente compatibile con una riduzione sostanziale dell'operatività dichiarata<sup>227</sup>. Il report ha inoltre sollevato dubbi sulla politica di sconti del gruppo, ipotizzando un utilizzo dei canali russi come sbocco per lo smaltimento di scorte di magazzino eccedenti, oltre a rilievi di natura più strettamente finanziaria relativi ai multipli di valutazione del titolo e alla contabilizzazione dei costi di affitto secondo i principi contabili IFRS.

Secondo Morpheus Research, i dati dicono che le esportazioni di Cucinelli sono persino aumentate dopo l'imposizione delle sanzioni. In particolare, tra il 2021 e il 2023 le esportazioni verso una società russa controllata da Cucinelli sarebbero aumentate del 715 per cento in termini di volumi. Nel medesimo report viene inoltre riportato che: «Sebbene parte di questo aumento possa essere dovuto a un volume maggiore di articoli a basso prezzo, un aumento così significativo risulta insolito nel contesto delle apparenti chiusure dei negozi Cucinelli in Russia»<sup>228</sup>.

---

<sup>226</sup> Borrelli Matteo, «Cucinelli e Russia: rispetto delle sanzioni UE, numeri e chiarimenti», *Italia Informa*, 23 settembre 2025, <https://italia-informa.com/economia-cucinelli-risponde-accuse-russia-sanzioni-ue.aspx>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>227</sup> Redazione Moda, «Cucinelli, le accuse nel report di Morpheus Research: in Russia viola le sanzioni Ue», *Il Sole 24 Ore*, 25 settembre 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/cucinelli-accuse-report-morpheus-research-russia-viola-sanzioni-ue-AHWClrpC>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>228</sup> Redazione, «Brunello Cucinelli è crollata in borsa per le accuse di fare affari in Russia», *Il Post*, 26 settembre 2025, <https://www.ilpost.it/2025/09/26/accuse-brunello-cucinelli-affari-russia/>, consultato il 9 agosto 2026.

La pubblicazione del report ha determinato un crollo del titolo Brunello Cucinelli in Borsa Italiana, con una perdita che ha raggiunto il 17,3 % in una singola seduta, fino alla sospensione temporanea delle contrattazioni disposta da Borsa Italiana<sup>229</sup>.



*Fig. 13: 25 settembre 2025: crollo delle azioni di Brunello Cucinelli a seguito della pubblicazione del report che accusa la casa di moda di aggirare le sanzioni europee sulla Russia. All'apertura delle borse un'azione di Cucinelli valeva 102,90 euro, a chiusura era scesa a 85,08*

In risposta alle accuse, l'amministratore delegato del gruppo, Luca Lisandrone, ha respinto fermamente le contestazioni, sostenendo che l'operatività residua in Russia si svolge nel pieno rispetto del perimetro normativo europeo, attraverso la vendita di categorie di prodotto (quali capi accessori di valore contenuto) comprese entro il limite dei 300 euro previsto dalle sanzioni, pur riconoscendo che il prezzo di listino in negozio di alcuni articoli potesse superare tale soglia, e imputando le eventuali vendite residue di collezioni precedenti alla necessità di smaltire scorte pre-belliche piuttosto che a nuove forniture<sup>230</sup>. Brunello

<sup>229</sup> Redazione «Mente sulla Russia», Brunello Cucinelli crolla in Borsa: -17,3%, *Giornale di Brescia*, 26 settembre 2025, <https://www.giornaledibrescia.it/economia/mente-sanzioni-russia-brunello-cucinelli-crolla-borsa-veezbeqk>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>230</sup> Borrelli Matteo, «Cucinelli e Russia: rispetto delle sanzioni UE, numeri e chiarimenti», *Italia Informa*, 23 settembre 2025, <https://italia-informa.com/economia-cucinelli-risponde-accuse-russia-sanzioni-ue.aspx>, consultato il 9 agosto 2026.

Cucinelli ha affermato che l'incidenza del mercato russo sul fatturato al momento della pubblicazione del report era pari al 2%, ridotta di oltre due terzi rispetto al 2021, e che il valore delle esportazioni verso la filiale russa è passato dai 16 milioni di euro del 2021 ai 5 milioni di euro del 2024<sup>231</sup>. Il gruppo ha inoltre definito il livello delle proprie scorte di magazzino, pari a circa il 29 % dei ricavi del 2024, coerente con la propria prassi storica, e ha annunciato l'intenzione di intraprendere azioni legali nei confronti degli autori del report, generalmente riconducibili, secondo la ricostruzione della stampa finanziaria, a operatori di mercato con posizioni ribassiste (*short selling*) sul titolo<sup>232</sup>.

Il caso Cucinelli evidenzia, in una prospettiva più generale, i limiti della sola dichiarazione pubblica di chiusura formale delle attività come indicatore attendibile dell'effettivo grado di disimpegno di un'impresa da un mercato sanzionato, un tema già sollevato dalla letteratura critica sulle liste di monitoraggio internazionale e la crescente esposizione delle imprese quotate italiane a un controllo esterno esercitato non solo da autorità pubbliche, ma anche da operatori finanziari specializzati nell'individuazione di condotte scorrette sui mercati.

#### ***5.4 Il coinvolgimento di altre imprese italiane***

Al di là dei casi di UniCredit e Brunello Cucinelli, il panorama delle imprese italiane esposte in Russia comprende un numero significativo di gruppi industriali di rilievo, le cui strategie di risposta si distribuiscono lungo l'intero spettro delle configurazioni discusse nel quadro teorico di riferimento. Nel comparto agroalimentare, il gruppo Ferrero (colosso dolciario con un fatturato russo stimato da fonti indipendenti in oltre 740 milioni di dollari)<sup>233</sup> e il gruppo Barilla, che nel Paese aveva realizzato negli anni precedenti al conflitto investimenti produttivi rilevanti (incluso un secondo stabilimento e un mulino nell'area di Mosca, finanziati

---

<sup>231</sup> Redazione, «Brunello Cucinelli è crollata in borsa per le accuse di fare affari in Russia», *IlPost*, 26 settembre 2025, <https://www.ilpost.it/2025/09/26/accuse-brunello-cucinelli-affari-russia/>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>232</sup> Redazione, «Cucinelli conferma i target e ribatte alle accuse: «In Russia rispettiamo le regole», *Il Sole 24 Ore*, 1° ottobre 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/cucinelli-conferma-target-e-ribatte-accuse-in-russia-rispettiamo-regole-AHhJoNwC>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>233</sup> Del Corno Mauro, «I grandi gruppi industriali sono rimasti in Russia. E con le loro tasse finanziano un terzo delle spese militari di Mosca»: il report», *Il Fatto Quotidiano*, 19 febbraio 2025, <https://www.ilfattoquotidiano.it/2025/02/19/i-grandi-gruppi-industriali-sono-rimasti-in-russia-e-con-le-loro-tasse-finanziano-un-terzo-delle-spesse-militari-di-mosca-il-report/7882575/>, consultato il 9 agosto 2026.

con un piano di investimenti da 130 milioni di euro annunciato nel 2020)<sup>234</sup> e che secondo le stime della *Kyiv School of Economics* registra tuttora ricavi russi per circa 170 milioni di dollari, hanno mantenuto una presenza commerciale continuativa nel Paese, analogamente ad altri gruppi del settore quali De Cecco, Perfetti Van Melle e Parmalat.

Tale scelta è stata motivata pubblicamente, in linea con quanto dichiarato anche da altre multinazionali occidentali del largo consumo alimentare, con ragioni di continuità di approvvigionamento di beni di prima necessità per la popolazione civile e di tutela dei livelli occupazionali locali, un'argomentazione coerente con l'osservazione, discussa nel quadro teorico, secondo cui i settori a domanda anelastica tendono a mostrare una minore propensione al disimpegno rispetto ai settori più esposti a pressione reputazionale diretta.

Nel comparto della moda e dei beni di consumo, accanto al già citato caso di Brunello Cucinelli, permane la presenza di Calzedonia (con un fatturato russo stimato attorno ai 400 milioni di dollari annui e un organico locale di circa duemila dipendenti), Geox (la cui dipendenza dal mercato russo, storicamente superiore a quella di Cucinelli, è stata dichiarata dall'azienda in ragione di una quota di ricavi legata all'export ritenuta strategicamente rilevante), il gruppo Benetton (con ricavi russi stimati in circa 121 milioni di dollari e un organico locale prossimo alle 500 unità), Essilor Luxottica (che ha giustificato la propria permanenza con la necessità di garantire la continuità delle forniture di dispositivi medico-oculistici essenziali) e Salvatore Ferragamo, quest'ultimo con un'incidenza del mercato russo sul fatturato complessivo dichiarata inferiore all'1%. Nel comparto manifatturiero e industriale, risultano tuttora attivi in Russia anche i gruppi Campari, Recordati, Marcegaglia (che ha inoltre acquisito, nel periodo successivo alle sanzioni, un sito produttivo del gruppo siderurgico russo Severstal) e Mapei, quest'ultima con un organico locale di circa 225 addetti<sup>235</sup>.

Un caso di particolare rilievo, distinto dalle precedenti configurazioni di permanenza volontaria, riguarda la nazionalizzazione forzata della controllata russa del gruppo Ariston Thermo, storica azienda italiana di apparecchi per il riscaldamento con sede a Fabriano. Il 26 aprile 2024 il presidente russo Vladimir Putin ha firmato un decreto presidenziale che disponeva il trasferimento della gestione temporanea di Ariston Thermo Rus LLC (controllata al 100 % da Ariston Holding N.V.) e della corrispondente controllata russa del gruppo tedesco Bosch a

---

<sup>234</sup> Fontana Patrick, «Gruppo Barilla ora spinge forte nel mercato russo», *Mark-Up*, 10 marzo 2020, <https://www.mark-up.it/gruppo-barilla-ora-spinge-forte-nel-mercato-russo/>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>235</sup> Del Corno Mauro, «I grandi gruppi industriali sono rimasti in Russia. E con le loro tasse finanziano un terzo delle spese militari di Mosca»: il report», *Il Fatto Quotidiano*, 19 febbraio 2025, <https://www.ilfattoquotidiano.it/2025/02/19/i-grandi-gruppi-industriali-sono-rimasti-in-russia-e-con-le-loro-tasse-finanziano-un-terzo-delle-spesse-militari-di-mosca-il-report/7882575/>, consultato il 9 agosto 2026.

un'entità di nuova costituzione controllata dal colosso energetico statale Gazprom, denominata Gazprom Household Systems<sup>236</sup>.

Il provvedimento, motivato dal governo russo come misura ritorsiva nei confronti delle restrizioni patrimoniali imposte da Paesi occidentali a soggetti russi, ha comportato l'immediata attivazione diplomatica del governo italiano, con la convocazione dell'ambasciatore russo in Italia da parte del Ministro degli Affari Esteri Antonio Tajani e la richiesta di chiarimenti in coordinamento con le autorità tedesche e con la Commissione Europea. Il caso Ariston si inserisce in una più ampia serie di provvedimenti russi di gestione temporanea forzata di asset esteri, che avevano già colpito, negli anni precedenti, il produttore francese di yogurt Danone e il birrificio danese Carlsberg, entrambi posti sotto amministrazione temporanea dopo l'annuncio della propria intenzione di uscita dal mercato russo<sup>237</sup>.

In una svolta significativa, nel corso del 2025 il governo russo ha successivamente disposto la restituzione del controllo della controllata al gruppo Ariston, che ha dichiarato l'intenzione di riprendere l'attività con la propria leadership locale nel pieno rispetto del regime sanzionatorio vigente<sup>238</sup>, un esito che conferma la natura fortemente negoziale e politicamente condizionata (discussa nel quadro teorico con riferimento alla letteratura sull'atteggiamento dello Stato russo verso gli investitori esteri) dei processi di uscita e rientro dal mercato russo per le imprese italiane.

Un ultimo profilo di rilievo riguarda i casi, distinti dalla permanenza dichiarata, di sospetta elusione delle sanzioni attraverso canali commerciali indiretti. Come già ricordato nel quadro teorico generale, un'indagine di un think tank statunitense specializzato in sicurezza economica ha documentato, con riferimento a operatori italiani del settore della meccanica di precisione (tra cui l'azienda Parpas, fornitrice di importanti gruppi automobilistici e aeronautici) la cessione di macchinari a distributori in Paesi terzi limitrofi alla Russia, sospettati di re-indirizzare tali beni verso operatori russi collegati al comparto industriale-militare; le

---

<sup>236</sup> Redazione, «Putin nazionalizza lo stabilimento Ariston di San Pietroburgo, Tajani: «Convocato l'ambasciatore russo in Italia»», *Open*, 27 aprile 2024, <https://www.open.online/2024/04/27/russia-putin-ariston-bosch-gazprom-nazionalizzazione/>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>237</sup> Redazione, «Putin nazionalizza le filiali dell'italiana Ariston e la tedesca Bosch, Gestione temporanea, Tajani convoca l'ambasciatore russo», *Il Fatto Quotidiano*, 27 aprile 2024, <https://www.ilfattoquotidiano.it/2024/04/27/putin-nazionalizza-le-filiali-dellitaliana-ariston-e-la-tedesca-bosch-gestione-temporanea-tajani-convoca-lambasciatore-russo/7528233/>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>238</sup> Lawford Melissa, «Putin stole their businesses, but now they want them back», *The Telegraph*, 28 March 2025, <https://www.telegraph.co.uk/business/2025/03/28/putin-stole-their-businesses-but-now-they-want-them-back/>, consultato il 9 agosto 2026.

imprese coinvolte hanno respinto tali ricostruzioni, dichiarando di aver rispettato le disposizioni sanzionatorie vigenti al momento delle transazioni<sup>239</sup>.

Nel loro insieme, i casi qui presentati confermano come il coinvolgimento delle imprese italiane in Russia dopo il 2022 si sia articolato lungo un ampio spettro di configurazioni (dalla riduzione graduale e negoziata dell'esposizione, come nel caso UniCredit, alla permanenza commerciale motivata da ragioni di continuità produttiva e occupazionale, fino a episodi di nazionalizzazione forzata e a zone grigie di possibile elusione sanzionatoria) a conferma della validità, anche per il caso italiano, della tassonomia interpretativa fondata sul modello Exit-Voice-Loyalty<sup>240</sup>.

---

<sup>239</sup> Redazione, «Are some Italian companies circumventing sanctions on Russia?», *Decode39*, 27 September 2023, <https://decode39.com/7881/italian-companies-circumventing-sanctions-russia/>, consultato il 9 agosto 2026.

<sup>240</sup> Hirschman Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1970.

## CONCLUSIONI

In questo elaborato si è deciso di analizzare l'evoluzione della borsa valori, ripercorrendone le origini storiche fino ad arrivare alle più recenti trasformazioni del mercato finanziario italiano, con particolare attenzione agli effetti delle sanzioni economiche imposte alla Federazione Russa e alle conseguenze sulle imprese italiane maggiormente esposte verso tale mercato. Ciò ha consentito di evidenziare come la borsa rappresenti non soltanto un luogo di incontro tra domanda e offerta di capitale, ma anche uno strumento essenziale per il finanziamento dell'economia reale, per la crescita delle imprese e per la diffusione della ricchezza finanziaria.

L'analisi storica ha mostrato che i mercati finanziari sono il risultato di un lungo processo evolutivo. Dalle prime forme di commercio e di intermediazione finanziaria sviluppatesi nei grandi centri mercantili europei, fino alla nascita delle moderne borse valori, il mercato dei capitali ha progressivamente assunto un ruolo centrale nello sviluppo economico. L'affermazione delle prime borse tra il XVI e il XVIII secolo ha rappresentato un passaggio fondamentale nella costruzione dei sistemi finanziari contemporanei, consentendo una maggiore mobilitazione dei capitali e favorendo gli investimenti produttivi. In questo contesto, la borsa ha progressivamente ampliato le proprie funzioni, trasformandosi da semplice luogo di contrattazione in un'infrastruttura indispensabile per il corretto funzionamento delle economie di mercato.

Il percorso seguito dalla Borsa Italiana riflette questa evoluzione. Dalle prime esperienze sviluppatesi negli Stati preunitari fino alla costituzione della Borsa di Milano quale principale centro finanziario nazionale, il mercato italiano ha attraversato numerose fasi di trasformazione, caratterizzate da profonde riforme normative e organizzative. L'introduzione di una disciplina sempre più articolata, la progressiva informatizzazione delle negoziazioni e l'integrazione con i principali mercati europei hanno contribuito ad aumentare l'efficienza, la trasparenza e la competitività del sistema finanziario italiano. La successiva integrazione nei grandi gruppi borsistici internazionali ha ulteriormente rafforzato il processo di internazionalizzazione, consentendo agli operatori italiani di accedere a un mercato sempre più ampio e liquido.

L'approfondimento dedicato alla quotazione in borsa ha evidenziato come l'accesso al mercato dei capitali costituisca una scelta strategica per molte imprese. La quotazione permette

infatti di reperire risorse finanziarie senza ricorrere esclusivamente all'indebitamento bancario, favorendo il finanziamento di nuovi investimenti, l'innovazione tecnologica, l'espansione internazionale e il rafforzamento della struttura patrimoniale. Parallelamente, la presenza sui mercati regolamentati contribuisce ad aumentare la reputazione aziendale, la visibilità presso gli investitori e la credibilità nei confronti degli stakeholder.

Tuttavia, i benefici derivanti dalla quotazione risultano accompagnati da costi e responsabilità significativi. Gli obblighi di trasparenza informativa, il rispetto delle regole di corporate governance, i costi di compliance e la continua esposizione alle oscillazioni dei mercati impongono alle società quotate elevati standard organizzativi. Inoltre, la volatilità dei prezzi può riflettere non soltanto l'andamento economico dell'impresa, ma anche eventi esterni, aspettative degli investitori o fattori geopolitici che prescindono dalle effettive performance aziendali. Ciò dimostra come il valore di mercato di una società possa essere influenzato da variabili macroeconomiche e internazionali difficilmente controllabili dal management.

Questa considerazione trova una chiara conferma nell'analisi dell'impatto delle sanzioni economiche introdotte nei confronti della Federazione Russa. Gli eventi geopolitici degli ultimi anni hanno evidenziato come i mercati finanziari reagiscano con estrema rapidità ai cambiamenti dello scenario internazionale. Le sanzioni, unite alle incertezze generate dal conflitto, hanno determinato un incremento della volatilità, una revisione delle aspettative degli investitori e significative oscillazioni nelle quotazioni di numerose società europee, comprese quelle italiane maggiormente esposte ai rapporti economici con la Russia.

L'analisi ha mostrato come le reazioni del mercato non siano state uniformi. Alcuni settori, quali quello bancario, energetico, manifatturiero e del lusso, hanno registrato effetti particolarmente rilevanti a causa dei legami commerciali e finanziari sviluppati negli anni precedenti. La diversa intensità dell'impatto è risultata strettamente collegata al grado di esposizione delle singole imprese verso il mercato russo e alla loro capacità di adattarsi rapidamente alle nuove condizioni economiche e normative.

L'esame del caso UniCredit ha evidenziato le difficoltà affrontate dagli istituti bancari europei operanti in Russia. La necessità di adeguarsi alle restrizioni internazionali, la riduzione delle attività economiche e l'incremento del rischio paese hanno imposto una revisione delle strategie aziendali e una maggiore attenzione alla gestione del rischio geopolitico. Nonostante tali criticità, il gruppo ha progressivamente adottato misure finalizzate a limitare l'esposizione, rafforzando nel contempo la propria solidità patrimoniale e mantenendo elevati livelli di redditività.

Diversa, ma altrettanto significativa, risulta l'esperienza di Brunello Cucinelli. Pur operando in un settore differente, l'azienda ha dovuto affrontare le conseguenze derivanti dalla sospensione delle attività commerciali sul mercato russo e dalla necessità di riorganizzare la propria presenza internazionale. La capacità di diversificare i mercati di riferimento, unita al forte posizionamento del marchio e alla qualità del modello imprenditoriale, ha consentito alla società di contenere gli effetti negativi e di proseguire il proprio percorso di crescita. Tale esempio dimostra come un contesto aziendale dipenda non soltanto dalla situazione finanziaria, ma anche dalla solidità della strategia competitiva e dalla capacità di adattamento ai mutamenti del contesto internazionale.

Le altre imprese italiane analizzate confermano ulteriormente questa evidenza. Le società maggiormente internazionalizzate hanno dovuto rivedere le proprie strategie commerciali, ridefinire le catene di approvvigionamento, individuare nuovi mercati di sbocco e rafforzare gli strumenti di gestione del rischio. In molti casi, la diversificazione geografica delle attività ha rappresentato un elemento determinante per limitare gli effetti economici delle restrizioni internazionali. L'esperienza maturata dimostra come la gestione del rischio geopolitico sia ormai diventata una componente strutturale della pianificazione strategica delle imprese operanti nei mercati globali.

Un ulteriore elemento emerso dalla ricerca riguarda il ruolo assunto dalle istituzioni pubbliche e dalle autorità di vigilanza nel contenimento delle tensioni finanziarie. Le misure adottate dalle banche centrali e dai governi hanno contribuito a preservare la stabilità dei mercati, limitando il rischio di fenomeni sistemici e sostenendo la fiducia degli operatori economici. Ciò conferma come il corretto funzionamento dei mercati finanziari richieda un equilibrio tra libertà di mercato, regolamentazione efficace e interventi pubblici straordinari nei momenti di maggiore instabilità.

Più in generale, la ricerca mette in evidenza come i mercati finanziari siano sempre più influenzati da fattori geopolitici oltre che economici. Se in passato l'attenzione degli investitori era prevalentemente rivolta ai risultati aziendali e agli indicatori macroeconomici, oggi assumono crescente rilevanza elementi quali i conflitti internazionali, le sanzioni economiche, le tensioni commerciali, la sicurezza energetica e le dinamiche diplomatiche. Tali fattori incidono direttamente sulle aspettative degli operatori e, di conseguenza, sulla formazione dei prezzi nei mercati finanziari.

La vicenda delle sanzioni nei confronti della Russia rappresenta un esempio concreto di come decisioni di natura politica possano produrre effetti significativi sull'economia reale e sui mercati dei capitali. Le imprese sono chiamate ad operare in un contesto sempre più complesso,

caratterizzato da elevata incertezza e da continui cambiamenti dello scenario internazionale. Per questo motivo, diventa fondamentale sviluppare modelli organizzativi flessibili, strategie di diversificazione e sistemi di gestione del rischio capaci di anticipare e affrontare eventi di natura straordinaria.

In conclusione, la borsa valori continua a rappresentare uno degli strumenti fondamentali per lo sviluppo economico e per la crescita delle imprese. Essa consente l'incontro tra capitale e iniziativa imprenditoriale, favorisce l'allocazione efficiente delle risorse e sostiene gli investimenti produttivi. Allo stesso tempo, i mercati finanziari riflettono con estrema sensibilità le trasformazioni dell'economia globale, reagendo rapidamente agli shock economici, politici e geopolitici.

L'analisi svolta dimostra che la solidità di un mercato finanziario non dipende esclusivamente dalla sua struttura istituzionale o dall'efficienza delle sue regole, ma anche dalla capacità delle imprese, degli investitori e delle istituzioni di adattarsi ai cambiamenti del contesto internazionale. Le recenti crisi geopolitiche hanno confermato che diversificazione, trasparenza e corretta gestione del rischio costituiscono elementi imprescindibili per garantire la stabilità dei mercati e la competitività delle imprese nel lungo periodo.

Le prospettive future suggeriscono che i mercati finanziari continueranno ad affrontare sfide sempre più articolate, legate non soltanto ai conflitti geopolitici, ma anche alla transizione energetica, alla digitalizzazione dei servizi finanziari, all'intelligenza artificiale applicata ai mercati, alla finanza sostenibile e all'evoluzione della regolamentazione europea. In tale panorama, la capacità di coniugare innovazione, stabilità e tutela degli investitori costituirà uno dei principali obiettivi dei sistemi finanziari moderni. La Borsa Italiana, inserita in un contesto europeo sempre più integrato, sarà chiamata a svolgere un ruolo centrale nel sostenere la competitività delle imprese italiane e nel favorire lo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente, trasparente e capace di rispondere alle sfide della nuova economia globale.

## BIBLIOGRAFIA

Agenzia ICE, *L'interscambio commerciale dell'UE e dell'Italia con la Russia*, Nota Monitoraggio Interscambio e Tendenze dei mercati Regionali (MITR), n. 62, 2023.

Ahmed Shaker, Hasan Mostafa M., Kamal Md R., *Russia–Ukraine crisis: The effects on the European stock market*. *European Financial Management*, 29, 2023 pp. 1078-1118.

Alwadeai Ahmed, Vlasova Nataliia, Mareeh Hadi, Aljonaid Nadeem, *Stock market responses to economic sanctions: Evaluating the roles of national reserves and financial market access*, in “*Borsa Istanbul Review*”, Vol. 24(6), 2024, pp. 1358-1372.

Aidt Toke S., Alborno Facundo, Hauk Esther, *Foreign Influence and Domestic Policy*, in “*Journal of Economic Literature*”, vol. 59, n. 2, 2021, pp. 426-487.

Ake Boubakari, *The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries*, in “*International Journal of Financial Research*”, Vol. 1, No. 1, 2010, pp. 14-20,

Al-Awad Mouawiya, Harb Nasri, *Financial development and economic growth in the middle east*, in “*Applied Financial Economics*”, 15(15), 2005, pp. 1041–1051.

Alwadeai Ahmed, Vlasova Nataliia, Mareeh Hadi, Aljonaid Nadeem,

Amato Massimo, Fantacci Luca, *Fine della finanza*, Donzelli, Roma, 2009.

Amundi ETF, *Notice to Shareholders – LU1923627092*, Amundi ETF, 18 December 2024.

Arestis Philip, Panicos O., Demetriades Luintelm Kul B., *Financial Development And Economic Growth: The Role Of Stock Markets*, in “*Journal of Money*”, Credit and Banking 33.1, 2001, pp. 16-41.

Assonime, *L'economia italiana tra riforme e regressioni. Vent'anni di attività legislativa nell'agenda di Assonime*, Quaderno Assonime, Roma, 2018

Atje Raymond, Jovanovic Boyan, *Stock markets and development*, in “*European Economic Review*”, 37, 1993, pp. 632–640.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1 – 2022*, aprile 2022.  
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2022-1/index.html>

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 – 2022*, novembre 2022.

Banca Generali, *Russia-Ucraina: l'impatto sui mercati finanziari*, 2023.

Beck Thorsten, Levine Ross, Loyaza Norman, *Finance and the sources of growth*, in “*Journal of Financial Economics*”, 58, 2000, pp. 261–300.

Bělin Matěj, Hanousek Jan, *Which Sanctions Matter? Analysis of the EU/Russian Sanctions of 2014*, in “*Journal of Comparative Economics*”, vol. 49, n. 1, 2021, pp. 244-257.

Bell Adrian R., Brooks Chris, Moore Tony K., *The ‘Buying and Selling of Money for Time’: Foreign Exchange and Interest Rates in Medieval Europe*, ICMA Centre, Discussion Paper Number: ICM-2015-01, p. 8.

Benchimol Jonathan, Palumbo Luigi, *Sanctions and Russian Online Prices*, Temi di Discussione (Working Papers), n. 1468, Banca d'Italia, ottobre 2024.

Bergby Maria, *The reaction of the Norwegian stock market to the conflict between Russia and Ukraine*, NTNU, 2022.

Bernanke Ben S., Gertler Mark, *Agency costs, net worth, and business fluctuations*, in “*Am. Econ. Rev.*”, n. 79(1), 1989, pp. 14-31.

Berretti Cristiano, Di Massa Fabrizio, Farina Angelo, Orsini Enrico, Pellizzoni Elena, *Attività, tempi e costi del processo di quotazione: un'analisi empirica per il periodo 1999-2001*, Borsa Italiana e Tamburi & Associati, Milano, 2002.

Bhide Amar, *The hidden costs of stock market liquidity*, in “*Journal of Financial Economics*”, 34(1), 1993, pp. 31–51.

Bond Philip, Edmans Alex, Goldstein Itay, *The Real Effects of Financial Markets*, in “*European Corporate Governance Institute*”, Working Paper N° 323/2012, March 2012.

Borsa Italiana S.p.A., *La privatizzazione della Borsa e il nuovo quadro normativo*, in “*Fatti & Cifre 1998*”, Milano, Borsa Italiana, 1998.

Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, Milano, 2014.

Borsa Italiana, *Quotarsi in Borsa. La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana*, Milano, 2001.

Boyer-Xambeau Marie Thérèse, Deleplace Ghislain, Gillard Lucien, *Banchieri e principi: moneta e credito nell'Europa del Cinquecento*, Einaudi, Torino, 1991.

Braudel Fernand, *Civiltà materiale, economia e capitalismo (secoli XV-XVIII)*, vol. II, *I giochi dello scambio*, Einaudi, Torino, 1981.

Brigante Fabio, *Euronext growth Milan*, 2021.

Bruzzichesi L., Pancamo M., *Quotazione in Borsa, scelta cruciale di una media impresa*, in *Amministrazione & Finanza*, 19, 2001.

Bureau of Economic Analysis, data 2025.

Burns Christopher B., Prager Daniel L., *Do agricultural swaps co-move with equity markets? Evidence from the COVID-19 crisis*, in “*Journal of Commodity Markets*”, Vol. 34, 2024, 100405.

Burton Maureen, Nesiba Reynold F., Brown Bruce, *An introduction to financial markets and institutions*, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe, 2010.

Cassis Youssef, *Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres, 1780-2009*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.

Castronovo Valerio, *Storia economica d'Italia*, Einaudi, Torino, 1995.

Central Bank of Russia (CBR)

Central Bank of Russia, *Dynamics of the Official Exchange Rates*, Moscow, Russia, 2020.

Chemmanur Thomas J., Fulghieri Paolo, *A theory of the Going-Public Decision*, in “*The Review of Financial Studies*”, 12(2), 1999, pp. 249–279.

Chwee-Ming Tee, Wai-Yan Wong, Chee-Wooi Hooy, *Financial sanctions and global stock market reaction: Evidence from the Russia-Ukraine conflict*, in “*Finance Research Letters*”, Elsevier, vol. 58(PB), 104398, 2023.

Claessens Stijn, Kose M. Ayhan, Terrones Marco E., *How do business and financial cycles interact?*, in “*Journal of International Economics*”, Vol. 87, Issue 1, 2012, pp. 178-190.

Cohen Edward E., *Athenian Economy & Society, A Banking Perspective*, Princeton University Press, 1992.

Consob, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?*, Atti del convegno Banca d'Italia – Consob Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018, n. 21, settembre 2019.

Consob, *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, Consob, 2011.

Cooray Arusha, *Do stock markets lead to economic growth?*, in “*Journal of Policy Modeling*”, 32, 2010, pp. 448–460.

Cortright David, Lopez George A., *Economic Sanctions: Panacea or Peacebuilding in a Post-Cold War World?* Westview Press, Boulder, 1995.

Cortright David, Lopez George A., *Smart Sanctions: Targeting Economic Statecraft*, Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, MD, 2002.

Costi Renzo, *Il mercato immobiliare*, Giappichelli Editore, Torino, 2024, pp. 17-50.

Council of the European Union, *Council Regulation (EU) No 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine*, Official Journal, L 229/1, 2014, pp. 1–11.

Cribb, Joe, *The Origins of Money, Evidence from the Ancient Near East and Egypt*,” in Guido Crapanzano (a cura di) “*La Banca Premonetale*”, Art Valley Association, Milano, 2004, pp. 79-122.

Decode39, «Are some Italian companies circumventing sanctions on Russia?», 27 September 2023.

DeFina Robert H., *Does inflation depress the stock market?*, in “*Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*”, 17(6), 1991, pp. 3-12.

Demetriades Panicos O., Hussein Khaled A., *Does financial development cause economic growth? time-series evidence from 16 countries*, in “*Journal of Development Economics*”, 51(2), 1996, pp. 387–411.

Demir Ishak, *The role of stock markets in economic growth. Empirical evidence from panel data analysis*, in “*WFE Research Working Papers*”, January 2025.

Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross, *Stock market, corporate finance, and economic growth: an Overview*, in “*World Bank Economic Review*”, 10(2), 1996, pp. 223–239.

Demirgüç-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav, *Stock market development and financing choices of firms*, in “*The World Bank Economic Review*”, 10(2), 1996, pp. 341–369.

Dickson Peter G.M., *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, St. Martin’s, London-New York, 1967.

Doan Thomas, Robert Litterman, Christopher Sims, *Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions*, in “*National Bureau of Economic Research*”, Working Paper, No. 1202, 1983.

Dzikevičius Audrius, Vetrov Jaroslav, *Stock market analysis through business cycle approach*, in “*Verslas: Teorija ir praktika*”, 13(1), 2012, pp. 36–42.

ECB, *Economic and monetary developments. output, demand and the labour market*, ECB Monthly Bulletin October 2012, pp. 47–50.

Euronews, «Guerra in Ucraina, le aziende italiane in Russia hanno pagato 1 miliardo in tasse al Cremlino», 4 novembre 2025.

European Union, *Council Decision 2014/145/CFSP of 17 March 2014 Concerning Restrictive Measures in Respect of Actions Undermining or Threatening the Territorial Integrity, Sovereignty and Independence of Ukraine*, Brussels: The Council of the European Union, 2014.

European Union, *Council Decision 2014/386/CFSP of 23 June 2014 Concerning Restrictions on Goods Originating in Crimea or Sevastopol, in Response to the Illegal Annexation of Crimea and Sevastopol*, Brussels, The Council of the European Union.

European Union, *Council Decision 2014/659/CFSP of 8 September 2014 Amending Decision 2014/512/CFSP Concerning Restrictive Measures in View of Russia’s Actions Destabilising the Situation in Ukraine*, Brussels, The Council of the European Union.

Fama, Eugene F., *Short-Term Interest Rates as Predictors of Inflation*, in “*American Economic Review*”, LXV, 3 (June), 1975, pp. 269–282.

Federal Reserve System, January 2026.

Ferrari Giampaolo, *Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di matricole*, in Massari Mario (a cura di), “*Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia*”, Il sole 24 Ore Libri, Milano, 1992.

Ferraro Olga, *Le IPO: dal processo di quotazione alla stima del pricing. Analisi del fenomeno e problematiche valutative*, FrancoAngeli, 2021.

Fischer Stanley, Merton Robert C., *Macroeconomics and Finance: The Role of the Stock Market*, in “*Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*”, Vol. 21, 1984, pp. 57–108.

Foley Hamilton, *Woodrow Wilson’s Case for the League of Nations*, Book, Princeton, Princeton University Press, Oxford University Press, London, 1923.

Fornasari Massimo, *La banca, la borsa, lo Stato. Una storia della finanza (secoli XIII-XXI)*, Giappichelli Editore, Torino, 2017, pp. 49–50

Franzosi Alessandra, Pellizzoni Enrico, *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, in “*BIItNOTES*”, n. 7 - Febbraio 2003.

Fратиanni Michele, Spinelli Franco, *Italian City-States and Financial Evolution*, in “*European Review of Economic History*”, 10, 3, 2006, pp. 257–278.

Fulghieri Paolo, Rovelli Riccardo, *Capital markets, financial intermediaries, and liquidity supply*, in “*Journal of Banking & Finance*”, 22(9), 1998, pp. 1157–1180.

Gaio Luiz E., Stefanelli Nelson O., Grespan Tabajara P., Bonacim Carlos A.G., Gatsios, Rafael C., *The impact of the Russia-Ukraine conflict on market efficiency: evidence for the developed stock market*, in “*Finance Res. Lett.*”, 50, 2022, 103302.

Galli Giampaolo, Bortolamai Francesco, Favero Luca, Liaci Salvatore, *Anatomia delle sanzioni contro la Russia*, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI), Università Cattolica del Sacro Cuore, 4 marzo 2022.

Gelderblom Oscar, Jonker Joost, *Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market*, in *The Journal of Economic History*, 64 (3), 2004.

Giornale di Brescia, «"Mente sulla Russia", Brunello Cucinelli crolla in Borsa: -17,3%», 26 settembre 2025.

Giudici Giancarlo, Paleari Stefano, *Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s*, in *European Financial Management*, 9(4), 2003, pp. 513–534.

Giumelli Francesco, *Coercing, Constraining and Signalling. Explaining UN and EU Sanctions after the Cold, War, Whole*. Colchester: ECPR Press, 2011.

Gleeson-White, Jane, *Double Entry: How the Merchants of Venice Created Modern Finance*, W. W. Norton & Company, New York, 2013.

Greenwood Jeremy J., Smith Bruce D., *Financial markets in development, and the development of financial markets*, in *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 1997, pp. 145–181.

Grossman Sanford, *On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information*, in *The Journal of Finance*, 31(2), 1976, pp. 573–585.

Grossman Sanford, Stiglitz Joseph E., *On the impossibility of informationally efficient markets*, in *The American Economic Review*, 70(3), 1980, pp. 393–408.

Gualtieri Luca, «Unicredit prepara l'uscita dalla Russia. Il ceo Andrea Orcel: la nostra controllata sarà praticamente eliminata nel 2026», MilanoFinanza, 3 novembre 2025.

Guenzi Alberto, *L'espansione europea nel XVII secolo*, in Massa P., Bracco G., Guenzi A., Davis J.A., Fontana G. L., Carreras A., con il coordinamento di Di Vittorio A., *Dall'espansione allo sviluppo. Una storia economica d'Europa*, Giappichelli, Torino, 2002.

Gutmann Jerg, Neuenkirch Matthias, Neumeier Florian, *The economic effects of international sanctions: An event study*, in “*Journal of Comparative Economics*”, Vol. 51, Issue 4, 2023, pp. 1214–1231.

Hamilton James D., *This Is What Happened to the Oil Price-Macroeconomy Relationship*, in “*Journal of Monetary Economics*”, 38(2), October 1996, pp. 215–220.

Harris Richard D., *Stock markets and development: A re-assessment*, in “*European Economic Review*”, 41, 1997, pp. 139–146.

Hassan Almomen, *Role of Stock Market in the Economy of a Country*, in “*International Journal of Management and Commerce Innovations*”, Vol. 3, Issue 2, October 2015 - March 2016, pp. 609–611.

Hatipoğlu Emre, Peksen Dursun, *Economic Sanctions and Banking Crises in Target Economies*, in “*Defence and Peace Economics*”, vol. 29, n. 2, 2018, pp. 171–189.

Hirschman Albert O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1970.

Holmstrom Bengt, Tirole Jean, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, in “*Journal Of Political Economy*”, n. 101, 1993, pp. 678–709.

Hufbauer Gary C., Schott Jeffrey J., Elliott Kimberly A., Oegg Barbara, *Economic Sanctions Reconsidered*, 3<sup>a</sup> ed., Peterson Institute for International Economics, Washington (DC), 2009.

Il Fatto Quotidiano, «"I grandi gruppi industriali sono rimasti in Russia. E con le loro tasse finanziano un terzo delle spese militari di Mosca": il report», 19 febbraio 2025.

Il Fatto Quotidiano, «Putin nazionalizza le filiali dell'italiana Ariston e la tedesca Bosch, Gestione temporanea, Tajani convoca l'ambasciatore russo», 27 aprile 2024.

Il Giornale d'Italia, «UniCredit verso l'uscita totale dalla Russia entro il 2026, -94% di esposizione e filiali ridotte da 14 a 9, personale sceso a 2.355 unità», 3 novembre 2025.

Il Sole 24 Ore / MilanoFinanza, «Orcel (Unicredit): entro il 2024 ai soci 22 miliardi di euro dai 16 previsti dal piano», 26 luglio 2023.

Il Sole 24 Ore, «Asset russi, cosa rischiava l'Italia: da Unicredit a Intesa, Barilla e Ferrero», [ilsole24ore.com](https://ilsole24ore.com), 19 dicembre 2025.

Il Sole 24 Ore, «Cucinelli conferma i target e ribatte alle accuse: «In Russia rispettiamo le regole»», 1° ottobre 2025.

IlPost, «Brunello Cucinelli è crollata in borsa per le accuse di fare affari in Russia», 26 settembre 2025.

Italia Informa, «Cucinelli e Russia: rispetto delle sanzioni UE, numeri e chiarimenti», 23 settembre 2025.

Izzeldin Marwan, Muradoglu Yaz G., Vasileios Pappas, Athina Petropoulou, and Sheeja Sivaprasad, *The impact of the Russia-Ukrainian war on global financial markets*, in “*International Review of Financial Analysis*” 87, 2023, 102598.

Karamti, Chiraz, Ahmed Jeribi, *Stock markets from COVID-19 to the Russia-Ukraine crisis: Structural breaks in interactive effects panels*, in “*The Journal of Economic Asymmetries*” 28: e00340, 2023.

Keegan John, *A History of Warfare*. Book, Whole, Vintage Books, New York, 1994.

Keerati Ritt, *The Unintended Consequences of Financial Sanctions*, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago, 14 September 2023.

Khan Mohsin S., Senhadji Abdelhak S., *Financial development and economic growth: An overview*, in “*IMF Working Papers*”, 2000/209, International Monetary Fund, 2000.

King Robert G., Levine, Ross, *Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence*, in “*Journal of Monetary Economics*”, 32(3), 1993, pp. 513–542.

Kiyotaki Nobuhiro, Moore John, *Credit cycles*, in “*J. Polit. Econ.*”, n. 105(2), 1997, pp. 211–248.

Kohn Meir, *Early Deposit Banking*, 2009.

Kohn Meir, *Finance before the Industrial Revolution*, 2009.

Kyiv School of Economics, *Leave Russia project*, database, 2025.

Lambiase Anna, *I requisiti formali per l'ammissione alla quotazione in Borsa*, in “*Fisco e tasse*”, 07/02/2024.

Lawford Melissa, *Putin stole their businesses, but now they want them back*», The Telegraph, 28 March 2025.

Leone Maria, Manelli Alberto, Pace Roberta, *The Russia–Ukraine Conflict and Stock Markets: Risk and Spillovers*, in “*Risks*”, vol. 13, n. 7, 2025, art. 130.

Levine Ross, *Financial development and economic growth: views and agenda*, in “*Journal of Economic Literature*”, 35(2), 1997, pp. 688–726

Levine Ross, *Stock markets, growth, and tax policy*, in “*Journal of Finance*”, 46(4), 1991, pp. 1445–1465.

Levine Ross, *Stock Markets: A Spur to Economic Growth*, in “*Finance & Development*”, marzo 1996, pp. 7–10.

Levine Ross, Zervos Sara, *Stock market development and long-run growth*, in “*Policy Research Working Paper Series*”, 1582, The World Bank, 1996.

Luintel B. Kul, Khan Mosahid, *A quantitative re-assessment of the finance-growth nexus: evidence from a multivariate var.* in “*Journal of Development Economics*”, 60, 1999, pp. 381–405.

Lo Gaye-Del, Isaac Marcelin, Theophile Basseneand Babacar Sen, *The Russo-Ukrainian war and financial markets: The role of dependence on Russian commodities*, in “*Finance Research Letters*”, 50, 2022, 103194.

Lucas Deborah, McDonald Rorbert, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, in “*Journal of Finance*”, n. 45, 1990, pp. 1019–1043.

Maksimovic Vojislav, Pichler Pegaret., *Technological Innovation and Initial Public Offerings*, in *Review Of Financial Studies*, 14, 2001, pp. 459–494.

MAM-e, «Perché alcuni marchi di moda sono rimasti aperti in Russia», 12 aprile 2022.

Marchisio G., Ravasi D., *Family firms and the decision to go public: a study of Italian Ipos*, Università Bocconi Milano, 2001.

Mark-Up, «Gruppo Barilla ora spinge forte nel mercato russo della pasta», 10 marzo 2020; Barilla Group, Bilancio 2024.

Mehr Muhammad A., *Stock market consequences of macro economic fundamentals*, in “*MPRA*”, Paper No. 442, 2000.

Millett Paul, *Lending and Borrowing in Ancient Athens*, Cambridge University Press, 1991.

Ministero dello Sviluppo Economico, *Documento Informativo Sulle Misure Restrittive Nei Confronti Della Federazione Russa.*” Roma: Direzione Generale per la Politica Commerciale Internazionale, 2014.

Mitchell Wesley C., Burns Arthur F., *Statistical indicators of cyclical revivals*, in “*NBER*”, 1, 1961, pp. 162–183.

Moore Geoffrey, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Ballinger Publishing Co., Cambridge, MA, 1983

Munro John H., *The medieval origins of the ‘Financial Revolution’: usury, rentes, and negotiability*, in “*MPRA*” Paper No. 10925, October 2008, p. 542.

Murray James A., *Bruges. Cradle of Capitalism 1280-1390*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

Neal Larry, *A Concise History of International Finance. From Babylon to Bernanke*, Cambridge University Press, 2015.

Neely Cristopher J., *Financial Market Reactions to the Russian Invasion of Ukraine*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 104, n. 4, Fourth Quarter 2022, pp. 266–296.

Neuenkirch M., Neumeier, F., *The Impact of UN and US Economic Sanctions on GDP Growth*, in “*European Journal of Political Economy*”, vol. 40, 2015, pp. 110–125.

Nureev Rustem, *Reasons and content of economic sanctions*, in “*Economic Sanctions against Russia: Expectations and Reality*”, Edited by R. Nureev. Moscow, Knorus, 2017, pp. 8-21.

OECD, *Impacts of the Russian Invasion of Ukraine on Financial Market Conditions and Resilience: Assessment of Global Financial Markets*, OECD Publishing, Paris, 2022.

Open, «Putin nazionalizza lo stabilimento Ariston di San Pietroburgo, Tajani: «Convocato l’ambasciatore russo in Italia»», 27 aprile 2024.

Osservatorio di politica internazionale, *Le sanzioni contro la Russia*, Approfondimento n. 142, Parlamento italiano, 2024.

Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi, *Why do Companies go public? An Empirical Analysis*, in “*The Journal of Finance*”, 1(1), 1998, pp. 27–38.

Pagano Marco, Panunzi Fausto, Zingales Luigi, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell’opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in “*Riv. soc.*”, 1998.

Poitras Geoffrey, *The Early History of Financial Economics*, 2000.

Poterba James M., *Stock market wealth and consumption*, in “*Journal of Economic Perspectives*”, 14, 2000, pp. 99-118.

Qureshi, A., Rizwan, M.S., Ahmad, G., Ashraf, D., *Russia–Ukraine war and systemic risk: who is taking the heat?*, in “*Finance Research Letters*”, 48, 2022, 103036.

Reuters/Investing.com, *Borsa Milano affonda con invasione in Ucraina, colpite banche, bene Leonardo*, 24 febbraio 2022.

Roover Raymond de, *The Rise and Decline of the Medici Bank 1397-1494*, Harvard University Press, Cambridge Ma, 1963.

Ross Stephen A., Randolph Westerfield, Bradford D. Jordan, *Fundamentals Of Corporate Finance*, 10th ed. Irwin/McGraw-Hill, Boston, 2013.

Rydqvist Kristian, Högholm Kenneth, *Going public in the 1980s. Evidence from Sweden*, in “*European Financial Management*”, 1(3), 1995, pp. 287-315.

Sasidharan Revathy G., *The Impact of the Russian-Ukrainian War on the Global Economy*, in “*Journal of Global Economy, Business and Finance*”, vol. 6, n. 10, 2024, pp. 5–8.

Schultz Paul H., Zaman Mir, *Do The Individuals Closest To Internet Firms Believe They Are Overvalued?*, in “*Journal Of Financial Economics*”, n. 59, 2001, pp. 347–381.

Scognamiglio Carlo, *Il finanziamento delle attività industriali*, in Grassini Franco, Scognamiglio Carlo (a cura di), “*Stato e industria in Europa: l'Italia*”, Il Mulino, Bologna, 1979.

Smith B. Mark, *The Equity Culture: The Story of the Global Stock Market*, Farrar, Straus and Giroux, 2003.

Sommella Roberto, «*La guerra in Ucraina compie due anni e la Borsa è ai massimi dal 2008. È giusto non preoccuparsi?*», MilanoFinanza, 27 febbraio 2024.

Spufford Peter, *Power and Profit. The Merchant Medieval Europe*, Thames & Hudson, London, 2002.

Stolper Matthew W., *Entrepreneurs and Empire: The Murašû Archive, the Murašû Firm, and Persian rule in Babylonia*, Nederlands Historisch-Archaeologisch Instituut te Istanbul, Istanbul, 1985.

Strang Bruce, G., *Collision of Empires: Italy's Invasion of Ethiopia and Its International Impact*, Routledge (Ashgate), Abingdon, New York, 2013.

Sultonov Mirzosaid, *The Impact of International Sanctions on Russian Financial Markets*, in “*Economies*”, 8(4), 107, 2020.

Sunseri Nino, *Piazza affari. Storia della borsa*, Longanesi, Milano, 1998.

Sytze Mosselaar Jan, *A Concise Financial History of Europe*, Robeco, Rotterdam, 2018.

TradingView Italia, *Closing Bell Wall Street & Piazza Affari del 31 marzo 2022* (dati di chiusura del primo trimestre 2022).

Tsebelis George, *Are Sanctions Effective? A Game-Theoretic Analysis*, in “*Journal of Conflict Resolution*”, 34(1), 1990, pp. 3-28.

Tunah Halil, *The analysis of relationships between macroeconomic factors and stock returns: evidence from Turkey Using VAR Model*, in “*International Research Journal of Finance and Economics*”, n. 57, 2010, pp. 169–182.

United States Congress, *Support for the sovereignty, integrity, democracy, and economic stability of Ukraine act of 2014*, H.R. 4152, Paper presented at 113th Congress, WA, USA, 4 March 2014.

Van De Mierop Marcus, *The Sack of Mari. In King Hammurabi of Babylon*, M. Van De Mierop (Ed.), 2005.

Van De Mierop Marcus, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur. Berlin*, Dietrich Reimer Verlag, 1992.

Van der Wee Herman, *Sistemi monetari, creditizi, bancari, Storia economica di Cambridge*, vol. IV, Einaudi, Torino, 1977.

Vatsa Puneet, Basnet Hem C., Mixon Jr. Franklin G., Upadhyaya Kamal P., *Stock Markets Cycles and Macroeconomic Dynamics*, in *International Advances in Economic Research*, vol. 30, n. 3, 2024, pp. 255–278.

Veenhof K. R., *Ancient Assur: Its Traders, and its Commercial Network*, in “*The Journal of the Economic and Social History of the Orient*”, n. 53, 2010, pp. 39–82.

Wang Rui, Li Lianfa, *Dynamic relationship between the stock market and macroeconomy in China (1995–2018): New evidence from the continuous wavelet analysis* in “*Economic Research-Ekonomska Istraživanja*”, 33(1), 2020, pp. 521–539.

Webb C., *Re-Examining the Costs of Sanctions and Sanctions Threats Using Stock Market Data*, in “*International Interactions*”, vol. 46, n. 5, 2020, pp. 749–777.

World Bank, *Exports of Goods and Services (BoP, current US\$). World Development Indicators*, Washington, 2020.

World Bank, *Fuel Exports (% of Merchandise Exports)*. *World Development Indicators*, Washington, USA, 2020.

World Bank, *Russia Economic Report: The Dawn of a New Economic Era?*, Moscow, The World Bank, 2015.

Wu Feng-lin, Zhan Xu-dong, Zhou Jia-qi, Wang Ming-hui, *Stock market volatility and Russia–Ukraine conflict*, in “*Finance Research Letters*”, Elsevier, vol. 550, 103919, 2023.

Xue-Ying Liu, Wei He, Hai-Peng Duan, Rui Fan, *The impact of financial sanctions on economic policy uncertainty: Global evidence*, in “*Pacific-Basin Finance Journal*”, Vol. 88, 2024, 102558.

Zareei Afsaneh, Wadensjo Eskil, *Sanctions and Their Effects on the Labor Market and the Economy*, IZA Discussion Paper No. 17467.

## SITOGRAFIA

<https://decode39.com>

<https://eco3min.fr>

<https://eur-lex.europa.eu>

<https://it.investing.com>

<https://it.tradingview.com>

<https://live.euronext.com/>

<https://www.amundietf.it>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bancagenerali.com>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.castellum.ai>

<https://www.consilium.europa.eu>

<https://www.giornaledibrescia.it>

<https://www.ilfattoquotidiano.it>

<https://www.ilgiornaleditalia.it>

<https://www.ilpost.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.justetf.com>

<https://www.mark-up.it>

<https://www.milanofinanza.it>

<https://www.open.online>

<https://www.telegraph.co.uk>

<https://www.whitehouse.gov>