



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Doble Grado en Derecho y Administración  
y Dirección de Empresas**

**Título del Trabajo Fin de Grado:  
Historia de la Bolsa Italiana**

Presentado por:

***Carlos Álvarez Pesquera***

Tutelado por:

***Javier Moreno Lázaro***

*Valladolid, 30 de Julio de 2020*

## **RESUMEN**

El mercado bursátil italiano ha representado un papel secundario dentro del sistema financiero del país, donde tradicionalmente ha sido mucho más típico el recurso al mercado crediticio por parte de las empresas a la hora de obtener financiación. Si bien esta realidad no deja espacio para la duda, sí lo hace el proceso que ha conducido a este resultado.

La evolución histórica de la Bolsa italiana, entendida como organización dotada de un tejido institucional y unos sistemas de poder y control, pero también como un problema económico, social y cultural, ha estado marcada por los conflictos de intereses entre los intermediarios que operan en ella, que centraban sus esfuerzos en atraer la regulación del mercado de valores a su favor para obtener mayores beneficios en su actividad.

Estos enfrentamientos en el plano regulatorio han tenido como consecuencia la precariedad de la normativa, fragilidad esta que puede ser considerada como una constante a lo largo de su historia, y que por tanto no ha permitido al mercado afianzarse y desempeñar una función importante y estable en el conjunto del sistema financiero, al menos hasta la reforma de 1991.

**Palabras clave:** organización, conflicto de intereses, intermediario y regulación.

**Códigos JEL:** N23, N24, N13

## **ABSTRACT**

The Italian stock market has played a little role inside the whole financial system of the country, where it has been much more typical to use the credit market to satisfy the needs of companies of raising capital. If this fact leaves no room for doubt, it remains uncertain the process the process which has guided to this result.

The historic evolution of the stock market, understood as an organization with its own institutional framework and control units, but also as an economic, social and cultural problem, has been marked by the conflicts of interest born among the securities intermediaries, who focused their efforts into the attraction of the stock regulations in order to take advantage of it to increase the benefits arising from their activity.

These confrontations in the regulatory level have brought as a consequence the precariousness of the legislation, fragility that can be considered as a constant throughout its history. Therefore, it has not allowed the market to take roots and play a significant and stable performance inside the financial system, at least until the revision of 1991.

**Key words:** organisation, conflict of interests, security intermediary and stock regulation

**JEL codes:** N23, N24, N13

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	6
<b>2. PREÁMBULO</b> .....	7
<b>2.1. Los principales problemas de la Bolsa Italiana</b> .....	7
<b>2.2. La delimitación del concepto de Bolsa</b> .....	9
2.2.1. La Bolsa como problema económico .....	9
2.2.2. La Bolsa como problema político y cultural .....	10
<b>3. CARACTERES ORIGINARIOS DE LA BOLSA MILANESA</b> .....	11
<b>3.1. La identidad originaria de la Bolsa de Milán</b> .....	11
<b>3.2. La estructura jerárquica del mercado de Bolsa</b> .....	13
3.2.1. La Cámara de Comercio. Los intermediarios.....	13
3.2.2. El sistema organizativo de la Bolsa .....	14
<b>3.3. La precariedad de la Bolsa</b> .....	14
<b>4. ESTADO UNITARIO, LIBERALISMO Y LOCALISMO: EL EQUILIBRIO IMPOSIBLE</b> .....	15
<b>4.1. El desafío liberal: 1865-1870</b> .....	16
<b>4.2. El período de actividad especulativa y de inestabilidad demográfica en el gremio de agentes: 1870-1876</b> .....	17
<b>4.3. El debate legislativo: 1874-1886</b> .....	17
4.3.1. El manifiesto del localismo .....	18
4.3.2. Las medidas fiscales y el Código de Comercio de 1882.....	18
4.3.3. Consecuencias.....	20
<b>5. HACIA LA CREACIÓN DE UNA BOLSA ITALIANA</b> .....	20
<b>5.1. La Bolsa de Milán durante la crisis</b> .....	21
5.1.1. El impacto de la crisis: antecedentes y efectos .....	21
5.1.2. El nuevo orden para el gremio de la Bolsa.....	22
<b>5.2. Las señales de recuperación</b> .....	24
5.2.1. El desarrollo de las infraestructuras .....	24
5.2.2. El ciclo “giolittiano” y la banca mixta.....	25
5.2.3. La reapertura del conflicto legislativo .....	27
<b>5.3. El debate entre la liquidez y la estabilidad</b> .....	27

<b>6. LA CRISIS DE 1907 Y LA LEY DE 1913</b> .....	28
<b>6.1. Del conflicto silencioso al conflicto abierto</b> .....	29
6.1.1. El movimiento de los agentes de cambio .....	29
6.1.2. Las contramedidas de la Cámara de Comercio: las secuelas .....	30
<b>6.2. La estrategia de los grandes bancos</b> .....	30
<b>6.3. El camino hacia el desastre</b> .....	31
<b>6.4. La gran crisis de 1907</b> .....	33
6.4.1. El preámbulo de la crisis.....	33
6.4.2. La crisis de Génova.....	34
<b>6.5. El proyecto de Ley Cocco Ortu (1908-1909)</b> .....	35
<b>6.6. El restablecimiento de las negociaciones entre intermediarios</b> ....	35
<b>6.7. La Ley 272 del 20 de marzo de 1913</b> .....	36
<b>6.8. Reacciones y consecuencias</b> .....	37
<b>7. CENTRALIZACIÓN Y CRISIS DE LOS GRANDES INTERMEDIARIOS</b> .	38
<b>7.1. El asalto a la banca mixta (1918-1921)</b> .....	38
<b>7.2. La crisis del mercado de cambio y la organización de Bolsa</b> .....	39
<b>7.3. Expansión, especulación y estabilización</b> .....	39
7.3.1. La organización de los corros y la inestabilidad de los intermediarios .....	40
7.3.2. Las intervenciones estabilizadoras de 1925 .....	41
<b>7.4. Un largo epílogo: 1925-1935</b> .....	42
<b>8. CONCLUSIONES FINALES</b> .....	43
<b>9. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	47
<b>10. OTROS RECURSOS UTILIZADOS</b> .....	47
<b>RELACIÓN DE ANEXOS</b> .....	48

## 1. INTRODUCCIÓN

El objeto del presente trabajo es realizar un profundo análisis de la historia de la Bolsa Italiana durante el período comprendido entre 1795 y 1935, entrando a conocer la evolución de su forma organizativa e institucional, las restricciones que tuvo que vencer para prosperar y las consecuencias que tuvo en la economía nacional su escaso desarrollo a largo plazo.

El interés del tema radica en que la cuestión bursátil italiana apenas ha encontrado reflejo en la literatura económica (y menos aún, en la histórico-económica), más allá de algunos estudios en los que es tratada como cuestión periférica. Quizá haber centrado en esta temática el interés habría podido evitar a futuro ciertos errores que se han reproducido de forma sistemática y que serán expuestos con posterioridad.

Estos problemas, sumados a la cultura económica del país y a la tipología de sus empresas, donde prima la empresa familiar frente a las sociedades anónimas cotizadas, han tenido como resultado que a día de hoy, junto con las bolsas de Alemania y España, la Bolsa de Italia sea una de las que menos peso tiene sobre su PIB de Europa<sup>1</sup>.

Con todo, a ello hay que añadir que en estos momentos Italia estaba muy endeudada y las autoridades gubernamentales utilizaron la Bolsa para la colocación de deuda pública, provocando un efecto exclusión de los valores de renta variable, y además establecieron trabas a la cotización.

Por otro lado, resulta de relevancia el hecho de que el mercado bursátil italiano haya pasado del modelo francés, basado en bolsas públicas, al modelo anglosajón, en manos privadas, y carente de barreras de entrada.

Por esto, en definitiva, el objetivo principal del trabajo es analizar el modo en que la Bolsa Italiana, como organización y como problema económico, político y socio-cultural, se ha estancado en un papel secundario dentro del sistema financiero, y las implicaciones que ello ha conllevado en la modernización del sistema económico. Para estudiarlo, el eje del trabajo descansa sobre el tejido institucional que rodea al mercado accionario, su regulación y los procesos de decisión que se han llevado a cabo entre

---

<sup>1</sup> Yebra, D. (10 de marzo de 2015): Italia, Alemania y España son las bolsas con menos peso en su PIB de Europa. El Economista.

intermediarios y autoridades públicas, y que han conducido a la constitución de una concreta forma de organización del mercado de valores.

Por lo que respecta a la metodología, este examen toma una perspectiva de largo plazo, lo cual permite reconocer los elementos que permanecen invariables dentro de la Bolsa como sistema. Hemos optado por centrar el análisis en la Bolsa Milanese, ya que desde 1907 se convierte en el mercado mobiliario de referencia nacional, y ha sido en la que se ha mantenido, o al menos con más intensidad frente a otras como la de Roma o Génova, una consistencia institucional y capacidad de auto-organización.

Resulta clave dar un enfoque prioritario a la regulación bursátil porque la precariedad de la misma, una constante hasta 1991, ha favorecido la volatilidad de los comportamientos de los operadores en el mercado, haciendo surgir toda la problemática relativa a las relaciones entre los intermediarios, las autoridades y la propia regulación.

Con la intención de mantener la coherencia expositiva requerida por un análisis histórico, se sigue la línea temporal en la que han ido ocurriendo los diferentes eventos de relevancia para el tema: partiendo de una contextualización, a la que siguen los primeros pasos para la fundación la Bolsa de Milán, pasamos a analizar las vicisitudes posteriores a la revolución de 1848 y cómo afectaron en la creación de una Bolsa Italiana nacional. Por supuesto, se hace hincapié en la crisis financiera de 1907 y la consiguiente Ley de 1913. Concluye el trabajo con la crisis de los grandes intermediarios durante el período de entreguerras y por último se recogen las conclusiones obtenidas.

## **2. PREÁMBULO**

### **2.1. Los principales problemas de la Bolsa Italiana**

El análisis retrospectivo de la Bolsa Italiana debe partir de un hecho fundamental: el mercado de valores, escasamente evolucionado, ha representado un papel secundario en su sistema financiero, lo cual ha tenido implicaciones en el desarrollo económico del país.

Antes de proseguir, conviene dar un concepto de bolsa: es un mercado donde se ponen en contacto demandantes y oferentes de capital, que realizan

transacciones a través de intermediarios autorizados. “Son los mercados de los instrumentos de pago, de los valores y del crédito”<sup>2</sup>. Las empresas acuden para obtener fondos a través de la venta de activos financieros, produciéndose la primera venta en el mercado primario y las sucesivas en el mercado secundario. Los ahorradores, en cambio, buscan obtener rentabilidad de sus excedentes mediante la compra en Bolsa de tales activos.

El escaso desarrollo que presenta la Bolsa de valores ha sido achacado a la poca importancia que muestra el mercado de capital-riesgo, a la baja representatividad del listado de acciones que cotizan en bolsa sobre el total y a la precariedad de los organismos institucionales y de control de la propia Bolsa.

Esta debilidad, no obstante, no es en sí misma responsable de este limitado desarrollo como organización, tal y como se intuye del hecho de que la relación entre capitalización bursátil, capitalización total, PIB mundial y PIB nacional es similar a la de otras potencias continentales<sup>3</sup> (ver Anexo 1).

Sin embargo, el mercado de valores italiano presenta una serie de particularidades: su debilidad se presenta como una constante a lo largo de su historia, y al contrario que en el resto de economías europeas, la proporción entre el capital cotizado y el capital accionario total, ha seguido una tendencia descendente desde la crisis financiera de 1907: si a primeros del S. XX representaba el 70% del total, en 1990 apenas representaba un 20%.

A esto hay que añadir que el número de títulos que cotizan en bolsa se mantiene sin apenas cambios desde 1907 hasta 1985, y lo que es más, este capital cotizado está muy concentrado en apenas dos sectores<sup>4</sup> (ver anexo 2).

Por último, cabe resaltar que la concentración que presentaba el listado de acciones sobre unas pocas empresas, curiosamente, no conllevó una menor utilización de la Bolsa, sino todo lo contrario: las mayores afluencias de capital sobre el mercado primario se dieron entre 1920 y 1930, cuando ya habían comenzado a mostrarse hacía tiempo las debilidades del mercado de valores.

---

<sup>2</sup> Baia Curioni, S. (1995): *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*. Il Mulino, Bologna, p. 28.

<sup>3</sup> Como se puede observar en el anexo, hay una marcada diferencia entre las bolsas continentales – Francia, Alemania o Italia –, orientadas al intermediario, y que presentan unos valores muy bajos en comparación con las bolsas de países como Estados Unidos, Inglaterra o Japón, que están orientadas al mercado.

<sup>4</sup> De hecho, entre 1900 y 1935, los cinco primeros títulos suponían un porcentaje sobre el total del capital cotizado superior al 30%.

## 2.2. La delimitación del concepto de Bolsa

Como hemos señalado, la idea de bolsa como objeto de investigaciones autónomas es reciente en la literatura europea. Ello evidencia la necesidad de delimitar las cuestiones que entran en este terreno de búsqueda, comenzando por las diversas interpretaciones acerca de la noción de bolsa.

### 2.2.1. La Bolsa como problema económico

Las bolsas de valores son mercados con tres funciones básicas: la asignación de los recursos financieros, la liquidez sobre los títulos para limitar el riesgo y la informativa a través de la fijación de los precios de los valores. Según esta noción, tales funciones se encuentran conectadas en una especie de *círculo virtuoso*<sup>5</sup> que permite el desarrollo de una economía capitalista. No obstante, la evidencia empírica de algunos estados muestra contradicciones:

Por un lado, respecto al rol de la bolsa en la asignación de recursos para la industrialización y la movilización de los capitales de riesgo, que ha tenido un papel subsidiario frente al sistema bancario.

Por otro, se pone en duda la adecuación de la Bolsa como instrumento para la fijación de precios, habida cuenta de su inestabilidad estructural y de la consecuente necesidad de existencia de una autoridad exógena, normalmente pública, que vela por su estabilidad e interviene en la fijación de los precios.

El peso de estas contradicciones queda reducido por el hecho de que, la misma evidencia empírica, pone de manifiesto que las bolsas, en función de los lugares y el período temporal considerado, han tenido roles y formas de organización<sup>6</sup> inciertos y variables, manteniéndose como instrumentos muy antiguos y connaturales a la evolución capitalista mercantil. Además, el sistema bursátil internacional se constituye como un mercado bastante independiente de las autoridades públicas nacionales.

A pesar de esta variabilidad, es posible identificar algunos rasgos comunes, atendiendo a la distinción propuesta por Braudel, F (1979), entre mercados públicos (formas organizadas en las que los intermediarios tienen

---

<sup>5</sup> Baia Curioni, S., *Op.Cit.*, 1995, p. 18

<sup>6</sup> En este sentido, se puede comenzar a hablar de "Bolsa" como mercado público y permanente a partir de la formación de los Estados-Naciones y la creciente exigencia de gestión y liquidez de la deuda pública, a partir del S. XVI.

poco poder, hay márgenes reducidos y ausencia de especulación) y privados (que surgen entre profesionales de la intermediación, son neutrales, especulativos y los beneficios son elevados).

Según Braudel, el capitalismo mercantil, funciona sobre un mercado que se conforma como un territorio a medio camino entre el actuar de un mercado privado, que permite intercambios desiguales que fomentan la acumulación del capital, y las relaciones con el Estado derivadas de las exigencias de regulación y transparencia en el mismo<sup>7</sup>.

De este modo, la Bolsa de Valores se muestra como el paradigma de mercado natural y perfecto, donde la transparencia y reducción de poder de los intermediarios están garantizadas por su propia naturaleza organizativa; pero a la vez como fruto de una evolución institucional que tiende al oligopolio de estos intermediarios y en el cual la asimetría informativa y técnica, implica relaciones de cambio desiguales. En definitiva, el actuar de los intermediarios determina la función efectiva de la bolsa, pero a su vez se hallan sometidos a la actividad regulatoria de los estados.

### 2.2.2. La Bolsa como problema político y cultural

El concepto de bolsa, como mercado organizado, institucionalizado y de naturaleza pública, parte de un sistema capitalista, entra dentro de la noción más amplia de mercado financiero, siendo en todo caso condición necesaria de su existencia. Es en este punto entra en juego la contradicción entre la naturaleza cuasi estatal de las instituciones y regulaciones del mercado bursátil y la actividad de los intermediarios, que marcan la evolución del mismo.

Siguiendo a North, D. (1990), la misma queda resuelta reconociendo una concurrencia de intereses entre intermediarios y autoridades públicas en pos de la eficiencia, que sólo se logra mediante la concentración oligopolística de los ingresos derivados de la intermediación, lo que a su vez da lugar a las distintas formas organizativas de las diferentes Bolsas. De esta forma, los intermediarios no sólo compiten entre ellos en su actividad, sino también para “capturar” la regulación estatal a su favor.

---

<sup>7</sup> Esta caracterización, válida para un mercado capitalista en general, se muestra de forma aún más marcada en los mercados bursátiles.

Por otra parte, sólo en la Bolsa puede producirse la actividad especulativa sobre los títulos, fundamento de la liquidez de las inversiones, a la vez que es este mismo mercado bursátil el que fija los precios de tales valores. La solución al problema de inestabilidad que provoca la concurrencia de estas funciones ha estado a la base del pensamiento económico y los múltiples intentos de reforma de las bolsas producidos desde finales del S. XIX.

Como conclusión a lo hasta hora expuesto, cabe decir que “la institucionalización de la Bolsa como mercado estable y público es resultado de un pacto entre poderes públicos e intermediarios<sup>8</sup>”. No obstante, este pacto es frágil y da lugar a equilibrios inestables por todas las contradicciones y conflictos de interés que se suceden, y que hacen muy complicado el establecimiento de una regulación adecuada y bastante.

### **3. CARACTERES ORIGINARIOS DE LA BOLSA MILANESA**

#### **3.1. La identidad originaria de la Bolsa de Milán**

La constitución de la Bolsa Milanese<sup>9</sup> trae causa del intento de Napoleón en 1800 de crear un sistema financiero continental que rivalice con el inglés a través de Bolsas públicas, buscando controlar los intercambios y garantizar transparencia, publicidad y oficialidad a los mismos mediante los agentes de bolsa: un grupo profesional capacitado cuyo único cometido es la intermediación y que se hallan sometidos a un control público en su actividad. Como contraparte, estos desempeñan su actividad en régimen de monopolio.

Fruto de esta tentativa, nace en enero de 1808 la Bolsa de Milán como bolsa periférica, definida en el primer reglamento de la Cámara de Comercio como “un lugar público en el que empresarios, banqueros [...] acuerdan el precio de las mercancías, las rutas, los títulos públicos y las materias primas<sup>10</sup>”. La Bolsa se sitúa a partir de 1809 en el Palacio de los Jurisconsultos.

Sin embargo, como detallamos en el siguiente epígrafe, durante sus primeros 40 años de vida no fue capaz de acoger las contrataciones entre

---

<sup>8</sup> Baia Curioni, S., *Op.Cit.* 1995, p. 31

<sup>9</sup> Milán en 1797 era capital de la República Cisalpina, estado satélite de la Primera República Francesa.

<sup>10</sup> Archivo Histórico de la Cámara de Comercio de Milán, c. 70.

empresarios y banqueros, que tenían lugar mayormente en los estudios privados de estos últimos. Ni siquiera el aumento del tejido económico lombardo durante los años 30 la sacó del olvido en el que se encontraba.

A pesar de esta falta de actividad, la Bolsa milanesa logró arraigarse, si bien el proyecto inicial iba a sufrir entre 1808 y 1848 un complejo proceso de adaptación a la economía local, que presentaba un carácter eminentemente agrario. Tal proceso de modificación de la institución se va gestando a través del “pacto” entre las autoridades públicas y el mundo de las finanzas privadas.

Muy relacionado con la cuestión bursátil estaba el vacío institucional provocado por el cierre, anterior a la creación de la Bolsa, del Monte de S. Teresa y el Monte Sete<sup>11</sup>, dedicadas a realizar operaciones de descuento comercial. Como respuesta, el Ministro de Finanzas, Giuseppe Prina, intentó en varias ocasiones entre 1802 y 1806 crear una Banca central de descuento, lo cual fue siempre rechazado por las autoridades francesas.

Ante estas negativas, Prina, buscó fundar un mercado de títulos públicos controlado por el Gobierno y cuyas normas de contratación fueran elaboradas por banqueros y empresarios. Esto es, pretendía la creación de una Bolsa que a la vez pudiera servir como institución de descuento. No obstante, estos problemas se mantuvieron sin solución hasta 1848, pues había un conflicto de intereses entre las autoridades, que buscaban hacer pública y transparente la intermediación, limitando la especulación; y el gremio mercantil y bancario, que pretendía potenciar sus actividades financieras a través de un mejor empleo del líquido disponible mediante las actividades de descuento. A esto se le debe añadir el hecho ya mencionado de que la mayoría de intercambios se producían de forma privada.

En definitiva, la institucionalización del mercado de valores por medio de la Bolsa suponía la transición del Antiguo Régimen a la modernidad<sup>12</sup>, la cual exigía la adaptación del sistema financiero local a las políticas expansivas de deuda pública, al creciente comercio internacional y a un sistema monetario

---

<sup>11</sup> Dos de las principales entidades bancarias de la realidad milanesa del momento.

<sup>12</sup> La institucionalización del mercado de valores fue parte de una serie de proyectos de reforma financiera entre los que destaca controlar la paridad de moneda o crear un banco central dedicado a las operaciones de descuento.

que pasó a estar basado en el valor oro. En este nuevo sistema, el Estado dejaba progresivamente su posición central dejando paso al juego de mercado.

### **3.2. La estructura jerárquica del mercado de Bolsa**

Dentro de este mercado institucionalizado podemos encontrar poderes y funciones muy distintos:

#### **3.2.1. La Cámara de Comercio. Los intermediarios.**

La Bolsa no se funda como organismo autónomo, sino que es controlada y supervisada en su organización y funcionamiento por la Cámara de Comercio, además de responsabilizarse de su desarrollo infraestructural. También estaba encargada del nombramiento del síndico, sus adjuntos y los intermediarios. La relación jerárquica de la Cámara sobre la Bolsa era ejercida en la práctica, según el momento y la autonomía que presentaba la primera<sup>13</sup>, bien por el Estado, bien por el gremio de empresarios y banqueros locales.

Por otro lado, los intermediarios o agentes de bolsa sólo podían acceder al cargo a través de una licencia otorgada por la Cámara de Comercio. Su única función, que tenían en exclusiva como prerrogativa, era la de intermediar y dar publicidad a las contrataciones, sin poder actuar por cuenta propia, debiendo prestar una fianza y garantizar su profesionalidad y moralidad.

La colaboración entre ambos fue difícil desde un principio por múltiples razones: los agentes, responsables del funcionamiento del mercado, estaban sometidos a la autoridad de los banqueros, que a su vez eran clientes de los agentes y decidían sobre la regulación de la Bolsa. Además, los banqueros podían actuar como comisionistas en operaciones fuera del mercado oficial, siendo posible que compitieran dentro de la actividad de intermediación.

El resultado de estas relaciones fue un equilibrio inestable de tres elementos: el gremio mercantil, en una situación débil frente al Estado, los agentes de bolsa, dependientes de los anteriores y la autoridad estatal, en resumen, un equilibrio fruto de la debilidad de todos los actores implicados.

---

<sup>13</sup> Desde 1786, tenía reconocida absoluta autonomía, que fue minorada en sucesivas reformas.

### 3.2.2. El sistema organizativo de la Bolsa

Con la vuelta del gobierno austriaco, la Cámara de Comercio recupera sus privilegios de 1786, de forma que excluye del Sindicato de la Bolsa a los intermediarios, y reserva el nombramiento de agentes al gremio mercantil-bancario. Esto tuvo como resultado, por un lado, que los intercambios siguieran teniendo lugar en los despachos privados, provocando el abandono de la Bolsa, pero por otro y al mismo tiempo, que la Bolsa sobreviviera gracias a que formalmente la posición y privilegios de los agentes fueron respetados.

En resumen, lo que se logra en la primera mitad del S. XIX con la creación de la Bolsa de Milán es la construcción de la identidad definitoria de los agentes, como grupo restringido dedicado a garantizar la publicidad de los intercambios, constituyendo la primera forma de mercado institucionalizado, lo cual va a tener como consecuencia que en el período de 1825 a 1845 la Bolsa sienta las bases para desarrollar una función estable y de relevancia.

Respecto a las demás cuestiones, la Bolsa se caracteriza por sus carencias infraestructurales y de técnicas específicas de contratación. Por otra parte, hasta finales de siglo, se trataban en ella desde mercancías y títulos de deuda pública hasta letras de cambio. Destaca el reducido peso del capital flotante y del mercado secundario, provocado por la rigidez de la oferta de títulos, la primacía de otros mercados mobiliarios menos periféricos para operaciones importantes y la desconfianza hacia las actividades especulativas.

### 3.3. La precariedad de la Bolsa

El hecho de que la Bolsa fuera sentando sus bases no obsta para que, teniendo en cuenta las características y conflictos señalados, se hallara en una situación de precariedad total, incapaz responder a las necesidades del dinamismo productivo de los sectores tradicionales a partir de 1840, y más en general, a cualquier situación que requiriera de su mayor relevancia.

Los focos de la crítica se centran tanto en los privilegios de los agentes de cambio como en la costumbre de operar sólo al contado evitando la especulación. Surgen así opiniones doctrinales relativas a la liberalización del ejercicio de la mediación, permitiendo una impronta mucho más especulativa, a

las que cabe añadir el malestar generado en los corredores por la competencia de los mediadores abusivos o *marrons* – Cattaneo, C. (*apud* Baia Curioni, S.).

En respuesta a estas demandas, la Cámara de Comercio redacta un proyecto de reglamento en el que recoge algunas de ellas, como aumentar el número de agentes de cambio aun manteniendo controlada su actividad. No obstante, la autoridad austriaca no lo aprueba y todo permanece como al inicio.

A partir de 1848<sup>14</sup>, se inicia un período de profunda reorganización de la Bolsa. Si bien los intercambios siguen haciéndose prevalentemente de forma privada, la sala de contrataciones ve aumentar el número de operadores e intercambios que se cierran en ella, lo cual incrementa la relevancia de la función de los agentes. Amén de esto, entran más títulos a cotización.

Al mismo tiempo, vuelven a surgir los conflictos de interés en el plano regulatorio e institucional entre Cámara e intermediarios. El gremio de corredores logró arrebatarse a la Cámara el nombramiento del síndico y sus adjuntos, lo cual limitaba la influencia de esta sobre la Bolsa<sup>15</sup>.

Estos conflictos persistieron sin solución hasta que el gobierno asignó a un comisario neutral la función de mediar entre ambas partes en 1857, si bien la mediación tenía como objeto cuestiones menores como la custodia de las llaves del edificio de la Bolsa, o el modo de eliminar a los agentes sin licencia, dejando sin resolver el conflicto de fondo.

En definitiva, el modelo organizativo inicial de la Bolsa pone de relieve sus límites en cuanto aumentaba la necesidad de utilizarla, recogiendo en su interior el conflicto de intereses entre el gremio bancario, que actúa como *market maker*<sup>16</sup> y supervisa el funcionamiento de la Bolsa; y el de los intermediarios, grupo cerrado que garantiza el control público del mercado.

#### **4. ESTADO UNITARIO, LIBERALISMO Y LOCALISMO: EL EQUILIBRIO IMPOSIBLE**

En el período comprendido entre 1861 y 1886 cambia la dinámica de la oferta de títulos, alimentada por el incremento en el gasto público y las nuevas

---

<sup>14</sup> Año en el que se produce la revolución contra el gobierno austriaco.

<sup>15</sup> Los intentos de la Cámara por liberalizar el rol de intermediario continuaron siendo infructuosos.

<sup>16</sup> Es el encargado de introducir liquidez en el mercado financiero, y por tanto, es la contraparte para los compradores y vendedores en el mercado.

emisiones destinadas a financiar las emergentes infraestructuras ferroviarias. Todo esto vino acompañado de un cambio en la política monetaria, que fomentó la actividad especulativa, tan temida hasta el momento.

Dicho de otro modo, tras del período de latencia en el que se encontraba la Bolsa, el incremento de la actividad exige de ella un crecimiento organizativo e institucional. Sin embargo, el resultado será la confirmación de la incompatibilidad entre la impronta liberal del Gobierno y las instancias reguladoras locales; y la decadencia de los agentes como grupo profesional.

Sin perjuicio de lo ahora expuesto, en los primeros años los agentes ven reforzada su posición, llegando a introducirse el agente Alessandro Lattes en el Consejo de la Cámara de Comercio. Sin embargo, a pesar de la oposición de cierta parte del gremio bancario, su elección es anulada porque como agente, carecía de la condición de empresario. Al menos, esta oposición abrió las puertas a una mayor colaboración entre ambos grupos.

#### **4.1. El desafío liberal: 1865-1870**

La promulgación en 1865 del Código de Comercio supone un giro radical que ataca los cimientos del tejido institucional y organizativo de las bolsas nacionales, exigiendo su convergencia hacia los principios liberales.

El cambio más radical que viene impuesto al mercado de valores milanés es la libertad de intermediación, que implica acabar con las prerrogativas de los agentes, suprimiendo las barreras de entrada a la actividad y estableciendo la Bolsa como lugar de libre acceso. Como consecuencia, crece el número de mediadores no oficiales, sin que sea posible su expulsión<sup>17</sup>.

Por lo menos, el texto legal reconocía a los agentes como mediadores públicos, destacando su relevancia para el buen funcionamiento de los mercados de valores.

Paradójicamente, la tarea de fijar los reglamentos y de vigilar el mercado y la actividad de los agentes, es encomendada a las autoridades locales, lo cual incrementaba considerablemente el poder de la Cámara, que no tenía intención de defender los intereses de los mediadores de bolsa.

---

<sup>17</sup> Si bien los estafadores no podían entrar en la Bolsa, debían ser pillados *in fraganti* para ser acusados, lo cual era imposible habida cuenta de las técnicas de contratación.

A pesar de ello, debido a la pérdida de confianza en la actividad de los agentes por el creciente número de *marrons*, la Cámara emite en 1870 un reglamento en el que a pesar de eliminarse el número cerrado del grupo de agentes, establece mayores controles a la hora de acceder al cuerpo.

#### **4.2. El período de actividad especulativa y de inestabilidad demográfica en el gremio de agentes: 1870-1876**

Entre 1870 y 1873 se produce un gran aumento tanto de la actividad financiera a nivel nacional como del entramado económico local, creando, al fin, la primera base industrial milanese. De ello se deriva una fuerte alza tanto de la actividad especulativa como de las cotizaciones. Atraídos por ella, crece el número de agentes, tanto oficiales como no, volviendo más precarias aún las condiciones en las que les había dejado el Código liberal de 1865, pues a ello hay que añadir el enorme desarrollo de las entidades bancarias de inversión.

Toda esta efervescencia frena en seco cuando a finales de 1873 se produce una gran caída de los precios y de los intercambios, que trae consigo un elevado número de dimisiones y una reducción de la esperanza de vida profesional de los corredores.

Cabe destacar que el aumento de la actividad especulativa no supuso un aumento dimensional de las empresas dedicadas a la intermediación mobiliaria, pues los agentes no dejaban de ser mediadores públicos y oficiales, que tenían prohibido delegar funciones, y así generar un sector propio.

En resumen, el resultado de estos episodios es una reducción de la capacidad de control y un aumento de la inestabilidad organizativa de la Bolsa, producida por la clara incompatibilidad entre una regulación liberal y nacional de los mercados financieros, y las instituciones y poderes locales, que se ven claramente sobrepasados en las funciones que les son asignadas, llegando al punto definido por Baia Curioni, S (1995) como “localismo imposible”.

#### **4.3. El debate legislativo: 1874-1886**

Estas vicisitudes ponen de manifiesto que la decadencia de la Bolsa y del grupo de agentes no vienen solamente provocadas por las carencias

organizativas y reguladoras sino también por una cultura económica que aún no está preparada para el funcionamiento especulativo del mercado. Por ello, se inicia una sucesión de normativas de diverso signo que tratan de poner solución a estas cuestiones, aunque con resultados bien distintos.

#### 4.3.1. El manifiesto del localismo

La primera línea de intervención consiste en un informe elaborado por la Comisión Villapernice<sup>18</sup>, que busca mitigar los efectos liberales del Código de 1865 mediante la armonización de la regulación de las diversas plazas nacionales. Este se basaba en tres puntos: definir de forma más amplia las competencias de los agentes de cambio, asignándoles una función de comisionista; aumentar el control público sobre la Bolsa a través de dotar de mayores poderes a las autoridades locales en lo relativo a la admisión de nuevos agentes; y el apostar por la validez de los contratos a término o futuros (opciones de compra, repos<sup>19</sup>, etc.), permitiendo así una mayor especulación.

Dicho de otra manera, lejos de ser una regulación vanguardista, era una forma de atraer la regulación nacional a favor de los poderes locales, cuya única novedad fue la de permitir los contratos a término, tratando de controlar el mercado, pero haciéndolo compatible con su desarrollo. Por lo que respecta a los corredores de bolsa, aunque sus competencias aumentaron, no se estableció un sistema de barreras de entrada que permitiera una maduración del sector, de modo que el conflicto de fondo siguió sin resolverse.

#### 4.3.2. Las medidas fiscales y el Código de Comercio de 1882

Puesto que queda demostrado que el mercado no puede renunciar a los contratos a plazo, el Gobierno decide someterlos en 1874 a una tasa para acrecentar los ingresos del fisco, con un tipo de gravamen muy elevado. Si la Bolsa se encontraba ya en una gran depresión, la disposición termina por vaciarla. Las Cámaras de Comercio de las diferentes ciudades se reúnen para hacer frente a la situación y solicitan una reforma general del Código de 1865.

---

<sup>18</sup> Angelo Villapernice era uno de los miembros más prestigiosos del Consejo de la Cámara.

<sup>19</sup> También llamados reportos, son operaciones de recompra en las que una entidad financiera vende a un inversor un activo garantizándole comprarlo en una fecha posterior a un precio acordado.

En 1877 Vittorio Elena presenta otro informe haciendo hincapié en la libertad de intermediación, sosteniendo que reforzar los poderes de las autoridades locales poniendo límites a la misma no es la solución, sino que había que centrarse en la naturaleza de la propia actividad, es decir: “la actividad del agente es mercantil, y como tal está obligado a tener en orden sus libros de cuentas y se halla sometido a la responsabilidad por insolvencia”. En otras palabras, pasar de un control público a una autodisciplina del gremio de agentes basada en la confianza del cliente y en la responsabilidad personal.

Si bien supone el primer paso de acercamiento del sistema bursátil italiano a un modelo anglosajón, alejándose del modelo continental francés, cae en un inicio en saco roto por dos razones: no se modifica la distribución de poderes entre autoridades locales y Gobierno Central, y el poder judicial priva de eficacia a estos contratos especulativos en reiteradas sentencias.

Por esta razón, en 1881 el MAIC<sup>20</sup> presenta un proyecto de Código de Comercio basado en la libertad de mediación, estableciendo a los mediadores como comerciantes, y cuyos principales puntos eran: número ilimitado de agentes y eliminación de la fianza que debían prestar, siendo personalmente responsables; limitación de las injerencias por parte de las autoridades locales; establecimiento de la autodisciplina del mercado bursátil y creación libre de los mismos; y admisión en el Sindicato de Agentes de autoridades bancarias, lo cual tuvo como resultado que esta autorregulación del mercado en realidad estuviera confiada a los grandes bancos<sup>21</sup>. Paradójicamente, al lado del Código de 1882, se mantienen en vigor los reglamentos de las bolsas nacionales.

Fruto de su redacción, se crea junto al Sindicato de Agentes la Delegación de Bolsa, a la que corresponde expresar su parecer sobre el nombramiento de nuevos mediadores y la admisión al listado de títulos. Además, en el propio texto no se niega la existencia de “mediadores públicos”, contrariamente a cuanto ahora explicado, y aún más, también en contradicción con la limitación de la injerencia de los poderes locales, en muchas cuestiones se remite a los reglamentos por ellos elaborados.

---

<sup>20</sup> Ministerio de Agricultura, Industria y Comercio

<sup>21</sup> Esta autodisciplina, o abandono a su suerte, es resultado de la percepción que en aquella época se tenía de la Bolsa, que se consideraba de poca relevancia económica, si no llegaba a considerarse un mal.

En resumen, se acentúa la mezcla entre liberalismo y localismo a consecuencia de la desidia del Gobierno en lo que respecta a las bolsas de valores, cuyo funcionamiento queda encargado a los operadores.

#### 4.3.3. Consecuencias

La regulación del Código de 1882, unida a la opuesta aplicación de los reglamentos locales, provocó un profundo malestar en el grupo de agentes: incluso la propia Cámara reconocía que la situación era insostenible. Lejos de solucionarlo, el Gobierno aprobó un reglamento entre 1882 y 1883 en el que pretendía que las autoridades locales se amoldaran a los principios liberales y mantenía el acceso libre a la Bolsa, también para los *marrons*, por lo que, nada más aprobarse, el Sindicato de agentes dimitió en bloque y las funciones de la Delegación tuvieron que ser ejercidas por la Cámara.

Año y medio después algunos agentes aceptan constituir el Sindicato a cambio de impedir el acceso a la Bolsa de los mediadores abusivos. Sin embargo, se encuentran con la oposición de otros agentes, que habían obtenido beneficios de su colaboración con estos últimos: se rompe el que había sido tradicionalmente uno de los principales pilares de unión del gremio.

Concluyendo, la autorregulación del mercado emanada del Código de 1882 fue un fracaso absoluto, por la imposibilidad de aunar los diferentes intereses en juego y la incapacidad de gestionar del gobierno local.

Por otro lado, la estructura demográfica de los agentes se mantiene muy similar a la que provenía del período 1865-1875, sólo que con un ritmo de entradas y salidas espectacular. El gremio de los agentes, condición de existencia de la Bolsa en la primera época, había pasado a ser un grupo poco relevante, con nula cohesión, y con una función apenas destacada en comparación con la desarrollada por los grandes bancos de inversión creados desde 1870.

## 5. HACIA LA CREACIÓN DE UNA BOLSA ITALIANA

Partiendo de la situación de “localismo imposible”, Italia se encamina hacia la crisis financiera y política que tiene lugar entre finales de los 80 y

principios de los 90. Paradójicamente, dentro del desastre organizativo y durante el pico de la crisis, la Bolsa comienza a mostrar señales de recuperación en este mismo plano, gracias a las conexiones telegráficas y la intervención de la banca mixta<sup>22</sup>. Comienza así una profunda e irreversible reestructuración del sistema de intermediación que transforma la fisonomía de la Bolsa, si bien sobre fundamentos inadecuados e inestables.

## **5.1. La Bolsa de Milán durante la crisis**

### **5.1.1. El impacto de la crisis: antecedentes y efectos**

Al mismo tiempo que la Bolsa trataba de recuperarse del golpe asestado por la reforma de 1882, empieza a soportar la presión ejercida por las necesidades de financiación del sistema industrial, que se manifiesta en un alza de las emisiones de acciones y obligaciones privadas entre 1882 y 1888. Esta componente accionaria de la *security industry* se encuentra dominada por los sectores del transporte, bancario y textil<sup>23</sup>, teniendo una amplia representatividad en los mismos (60-80% sobre el capital total).

Ello viene acompañado de un incremento gradual en el listado de títulos. Además, las relaciones entre los mercados italianos e internacionales están en auge, cotizando algunos títulos como las acciones de Ferrovie Meridionali en París y Londres; y el nivel de precios de las acciones se mantiene exento de episodios de crisis.

Sin embargo, las condiciones operativas del mercado no muestran un cuadro tan positivo. En primer lugar, las Bolsas nacionales, lejos de representar un sistema integrado, son un conjunto de mercados locales apenas conectados a través de las actividades de arbitraje<sup>24</sup> realizadas por la banca. Esta falta de un mercado nacional comienza a ser percibida como un impedimento para el

---

<sup>22</sup> Tipo de banca que opera tanto en la banca comercial o al consumo como en la banca mayorista o industrial

<sup>23</sup> Estos tres sectores acaparan el 73,1% del capital cotizado total y el 63,8% de las emisiones.

<sup>24</sup> “Consiste en comprar y vender acciones de una misma sociedad que se negocian en dos o más mercados distintos, cuando existe alguna diferencia en sus precios y permite obtener un beneficio por la diferencia entre los mismos comprando en uno de ellos y vendiendo, inmediatamente después, en el otro mercado, y siempre que compense los costes de transacción”. Expansión (2019): “El arbitraje sobre acciones”.

desarrollo de la actividad bursátil: en 1886 sólo siete títulos accionariales cotizan en más de dos bolsas distintas. Esto provoca que cada bolsa dependa por entero de la economía local. En segundo lugar, la inestabilidad que mostraban las autoridades de control y el desorden normativo, aunadas a una baja calidad de la información, hacían surgir operaciones fraudulentas.

En otro orden de cosas, existía una diferencia radical entre la amplitud formal del listado de títulos y lo reducido de la actividad real de intercambio sobre estos, pues, como se observa a través de los “precios efectivos” (jornadas en las que un valor resulta intercambiado), sólo siete títulos copaban el 64% de los mismos (con prevalencia del sector del transporte). Esto supone que tras un listado accionarial de fachada, se escondía un mercado secundario reducido, local y operativo sobre pocos valores, donde los no intercambiados mantenían precios con pocas pero pronunciadas variaciones en el mismo momento (véanse los Anexos 3 y 4 relativos al número de intercambios efectivamente realizados sobre las acciones de Banca Generale y Banca di Credito Italiano en el período enero-septiembre de 1888).

Entre 1888 y 1891, durante la primera fase de la crisis, contrariamente a cuanto cabría esperar, aumenta la actividad de intercambio en el mercado secundario debido a la presión ejercida por la banca de crédito mobiliario, que trataba de buscar liquidez a través del incremento en la utilización de reportos. Paralelamente a este incremento de los intercambios, que estaban igualmente concentrados sobre pocos valores, se producía una paralización de las emisiones y una reducción tanto de la representatividad del listado como de las cotizaciones.

Durante el punto álgido de la crisis (1891-1894), con la caída de la Banca Generale y del Credito Mobiliare, continúa la tendencia descendente de la representatividad del listado sobre el capital total y disminuyen los intercambios, que, en línea con lo anterior, tienden aún más a concentrarse sobre pocos valores del sector del transporte que resisten mejor el impacto.

#### 5.1.2. El nuevo orden para el gremio de la Bolsa

Desde 1886 y mientras el mercado se halla sumido en la crisis, la clase bursátil experimenta señales de reorganización: frente a la anterior dualidad entre agentes de bolsa individuales y banqueros, ahora existe por un lado un

núcleo reducido, compuesto por entidades bancarias o personas relacionadas con ellas, que actúa en nombre y por cuenta propia y acapara las operaciones más importantes; y por otro lado, un grupo muy amplio sobre todo de intermediarios puros que realiza operaciones poco relevantes.

Esta nueva polarización viene de la mano de la recomposición del Sindicato de Agentes de la mano de Francesco Luini y su equipo, muy ligados a la banca local, lo cual permite que la Cámara de Comercio asigne al Sindicato mayores poderes, incluidos los de la Delegación de Bolsa. Como consecuencia, se empieza a solucionar el caos organizativo provocado por la regulación de 1882 y se puede aprovechar la oportunidad que permite tal normativa de crear empresas en torno a la intermediación especializada, de forma que se tiende a una cierta concentración oligopolística del sector a la vez que se genera una pequeña capacidad de autorregulación del mercado.

Pasando a analizar lo relativo a las dinámicas profesionales y demográficas de los agentes de cambio, el colapso financiero parece fomentar los factores evolutivos y de estabilización. En la fase de crecimiento de la actividad (1891-1892), aumentan las inscripciones a la función; pero, al contrario que en la crisis de 1873, la fase de depresión posterior no provoca demasiadas dimisiones o insolvencias. Bien es cierto que las circunstancias del entorno han cambiado, pues en la fase de efervescencia especulativa no se producen muchas inscripciones oportunistas, la recuperación no tarda en llegar y existe ya una base más o menos potente de industrialización.

Así, comienza a vislumbrarse una evolución interna dentro del gremio, facilitada por la cambiante estructura institucional y normativa, que a través de la ampliación de sus competencias (dándose en una misma persona o entidad actividades tanto de mediación como de banca) y las nuevas condiciones de competencia, había inducido procesos de crecimiento empresarial en el sector y derivado de ello, la creación de barreras no legales a la entrada y el alargamiento de la vida profesional de las mismas.

En fin, la superposición entre todas las actividades de intermediación y el crecimiento a través de sociedades supusieron una mayor implicación de la comunidad financiera en el funcionamiento de la Bolsa, otorgándole mayores posibilidades de autorregularse. A pesar de ello, esto no debe entenderse

como que se solucionaron los problemas organizativos derivados de la norma de 1882 o los relacionados con las técnicas de contratación.

Además, aparece un nuevo problema provocado por la concurrencia de funciones en una misma persona y el auge de la actividad especulativa por cuenta propia: la garantía de terceros. El problema era que la fianza que prestaban los agentes en realidad la ponía un tercero, de forma que a causa del Derecho de la época, en muchas ocasiones era inexigible, sin que el cliente defraudado pudiera hacer nada.

## **5.2. Las señales de recuperación**

### **5.2.1. El desarrollo de las infraestructuras**

En pleno epicentro de la crisis no sólo se produjo una reorganización del gremio bursátil, sino que además tienen lugar dos iniciativas de mucha relevancia, promovidas por la Cámara de Comercio, que permiten a la Bolsa dejar atrás el atraso infraestructural y de equipamientos en el que se hallaba.

La primera consiste en la activación de la Cámara de Compensación de Milán, que proporcionaba una cuya mayor transparencia y eficiencia en los intercambios a través de la liquidación de las operaciones, asumiendo un rol clave en las actividades mercantiles y bancarias.

La segunda tiene que ver con la introducción del telégrafo en 1894 para conectar las diferentes bolsas nacionales, de importancia capital para que funcionen como un sistema integrado<sup>25</sup>, lo cual exigía una normativa y organización armonizada, y por ende, una modificación de la normativa de 1882 y la orientación localista. Así, las conexiones ya no dependen de las actividades de arbitraje, que estaban en manos de unas pocas entidades bancarias, sino de un medio accesible a todos.

Como consecuencia de estas innovaciones, se reduce la independencia entre los diversos mercados, logrando una mayor eficiencia, pero a cambio se reduce la flexibilidad, de manera que la inestabilidad de un mercado puede transmitirse a los otros con mayor facilidad. Por otra parte, dentro de este

---

<sup>25</sup> Desde este año es posible hablar de un mercado de valores nacional.

sistema integrado pueden darse relaciones de complementariedad, como ocurre en Reino Unido, o de competencia, como puede suceder en un sistema de bolsas públicas, pues en ellas cualquier valor admitido en un listado es cotizable. Este problema de jerarquización de la Bolsa, conducirá, a largo plazo, a la integración de los listados con la supresión de las especificidades locales y a poner a Milán como centro del sistema.

### 5.2.2. El ciclo "giolittiano" y la banca mixta

En el plano operativo la recuperación se produce entre 1896 y 1897, cuando aumenta la emisión de títulos públicos, seguida en 1898 de un leve incremento en las emisiones obligacionales, pero sobre todo, en las accionariales (ver Anexo 5). Si bien la distribución sectorial del capital accionario sigue dominada por los transportes, la banca y el textil, la distribución por sectores de las nuevas emisiones permite entrever la aparición de nuevos sectores, destacando el alimentario y el eléctrico. Aparte de esto, algunos de estos nuevos valores son cualitativamente muy importantes<sup>26</sup>

También los intercambios muestran un gran repunte, alcanzando un máximo en 1898, como demuestran tanto los precios efectivos como la actividad de la Cámara de Compensación. En estos negocios cogen peso los sectores bancario, eléctrico y alimentario en perjuicio del textil y el transporte.

Por otra parte, este auge suscita una gran expansión especulativa, que hace saltar las alarmas. La cuestión provoca las críticas de Ferraris, quien sostiene que la política monetaria, basada en un incremento de la base monetaria y de atracción de capitales extranjeros, es inadecuada para aguantar la producción interna, aunando a ello los muy reducidos tipos de descuento. Empero, Ferraris infravalora la estabilidad derivada de la reducción de la deuda pública colocada en mercados extranjeros gracias a la afluencia de capitales del exterior, y además, su perspectiva es limitada, en cuanto a que no ve esta dinámica como parte de un cambio profundo en la estructura del mercado.

Continuando con el análisis contable, la expansión del listado es coherente con la representatividad que alcanza respecto al capital accionario total (47,4% en 1900, como en niveles pre-crisis). Es destacable que a pesar

---

<sup>26</sup> Destacan por su importancia futura las acciones de la Credit, la Edison, la Comit...

de la modificación de la estructura sectorial de los intercambios, estos continúan concentrándose prevalentemente en algunos títulos de referencia. Dentro de estos, surgen algunos nuevos que antes hemos indicado que eran cualitativamente muy importantes: la razón es que contribuyen a modificar de manera estable la estructura profunda del mercado, que se mide a través de la volatilidad de los rendimientos, y que en 1983 experimenta una fuerte subida y se mantienen en esos niveles hasta 1905, prueba del mayor desarrollo e integración del mercado (ver Anexo 6).

En resumen, a partir de 1984, el mercado gana en profundidad y el riesgo se vincula con más intensidad a la ya habitual actividad especulativa, en la cual las variaciones de precios son frecuentes e incluso muy marcadas.

En otro orden de cosas, esta profundización del mercado viene, desde 1896, de la mano de unos nuevos intermediarios: la banca mixta. Dentro de esta destaca la Credit, pero también la Comit y la Società Bancaria Milanese. Su intervención en el mercado está basada en tres ejes fundamentales: el desarrollo de la *security industry* mediante las actividades de inversión o *merchant banking*, que aumentan la oferta de valores; el sostenimiento de la especulación a través del empleo de reportos; y su particular manipulación de la demanda de títulos, por medio de la gestión de las carteras de los clientes y la influencia en las expectativas de los especuladores.

Conviene detenernos en este punto para determinar los efectos de la acción de la banca mixta sobre los títulos en los que recaía su actividad, que sólo suponen un 20% de la capitalización total, por lo que está claro que no afecta particularmente a la estructura sectorial del listado. Tampoco implica una disparidad respecto al resto sobre el nivel de precios.

De esta forma, el hecho diferencial se encuentra en que, aun teniendo sólo una representatividad del 20%, estos valores acaparan el 44% de los precios efectivos y el 67% de las acciones compensadas en la Cámara. Esto es, existe una diferencia cualitativa en el nivel de liquidez que presentan, concentrándose en ellos los intercambios realizados en la Bolsa.

A esto debe sumarse, como anticipación del desarrollo venidero, el giro, también cualitativo, en la política de repos desarrollado por la Comit, que buscaba favorecer la expansión de las actividades bancarias permitiendo un

uso finalista y complementario del mercado bursátil<sup>27</sup>. La mayor y mejor utilización de los contratos de reporto probó ser condición necesaria para el aumento de la liquidez, beneficiando al compartimento accionarial y las actividades de *corporate banking*, y en los años siguientes, también el desarrollo general del mercado.

### 5.2.3. La reapertura del conflicto legislativo

Tras el comienzo de la recuperación, a partir de 1894, la Cámara de Comercio centró sus esfuerzos en recuperar el control sobre los intermediarios intentando reconducir las funciones de los agentes a la mera intermediación, sin que pudieran operar por cuenta propia. Sin embargo, esto había pasado a ser una condición básica para operar, por lo que encuentra la dura oposición de los agentes, y más bien, de los pequeños intermediarios<sup>28</sup>.

A pesar de ello, en 1895 la Cámara reactiva la Delegación, asignándole las competencias de control previstas por la normativa de 1882, que venían siendo realizadas por el Sindicato de Agentes, cuyos miembros, dirigidos por Alberto Weill Schott, eran todos antiguos agentes vinculados a la banca local y, por tanto, a la Cámara<sup>29</sup>.

Esta contraposición entre las entidades bancarias y los pequeños intermediarios especializados está marcada por la debilidad de los últimos, que no entran en las operaciones más importantes a pesar de ser, formalmente, los que garantizan la existencia del mercado. Por ello, continúa la exigencia de redefinir el pacto originario y las condiciones operativas.

## 5.3. El debate entre la liquidez y la estabilidad

Tras la revisión del sistema bursátil en Alemania, en el cual acabó primando la restricción a la especulación, la tutela del ahorro y la separación entre actividades de intermediación y bancarias, se abre la discusión en Italia.

---

<sup>27</sup> Confalonieri, A. (1974): *Banca e Industria in Italia (1894-1906)*. Banca Commerciale Italiana, Milán, pp. 147-152.

<sup>28</sup> Archivo Histórico de la Cámara de Comercio de Milán, c. 311.

<sup>29</sup> Así, invierten en la construcción de una nueva sede de la Bolsa al lado de la Cámara.

Según Einaudi, L (1896) los resultados del debate son, primeramente, la aceptación general de los contratos a término; la focalización de la controversia sobre la relación entre especulación, estabilidad y asignación eficiente de los recursos; y por último, el triunfo de una visión más liberal relativa a la especulación y sus medios de contratación, a los que viene asignada la función de estabilizar los precios.

Camilo Supino distinguía entre un capital productivo (alimenta iniciativas que crean riqueza) y otro improductivo, cuando se dedica a juegos de bolsa o proyectos que fracasan: es esto lo que ocurre en el mercado bursátil cuando el objetivo de los intercambios es obtener un rendimiento de las oscilaciones en los precios, es decir, cuando entra en juego la especulación. Según Supino, cuyo pensamiento era predominante en Italia, la función de liquidez permitida por la actividad especulativa es una fuente de caos, por lo que abogaba por limitarla en pos del objetivo de la estabilidad.

Cabe apuntar la postura de Max Weber quien sostenía que la especulación era necesaria, pues los futuros permitían repartir el riesgo de las inversiones, y que la función de liquidez se hallaba en la base del sistema. Weber, al igual que Crump, culpaba de la inestabilidad a los pequeños operadores, faltos de recursos y habilidad, y defendía una libertad absoluta que permitiera alcanzar el oligopolio de los intermediarios, que debían tener una regulación autoimpuesta y estar sometidos sólo a un control externo por parte del Gobierno.

Debajo de este debate se encontraba la respuesta que Italia daba tanto al problema de la regulación de los mercados públicos de valores como al de la estabilidad de la acumulación del capital. La corriente de pensamiento de Weber, propia de la doctrina alemana, muestra la estrechez de miras que presentaba el debate en Italia, vinculado a posiciones extremas, y que provocó que las contradicciones impuestas por las características del mercado siguieran sin resolverse.

## **6. LA CRISIS DE 1907 Y LA LEY DE 1913**

El S. XX comienza con la inauguración del Palacio de la Bolsa en *piazza Cordusio*, lo cual ratifica el crecimiento institucional del mercado bursátil, que se prepara para la fase de gran desarrollo que vendrá entre 1903 y 1906, pero

que terminará con la crisis de 1907: una depresión que hará temblar los cimientos de la organización y regulación bursátil a través la Ley de 1913.

Este crecimiento de la actividad estará marcado por la banca mixta; y la puesta en cuestión del pacto que rige el mercado, esta vez no sólo por los intermediarios sino también por las autoridades locales y los poderes centrales.

### **6.1. Del conflicto silencioso al conflicto abierto**

En 1903 aparecen ya señales claras un aumento en el ritmo de intercambios en el mercado secundario: el volumen de liquidaciones en la Bolsa aumenta un 19% y el número de precios efectivos realizados lo hace en un 167%, aumentando consecuentemente el nivel de utilización efectiva del mercado. Estas expectativas favorables del mercado secundario terminan por arrastrar también al mercado primario.

Así, quitando una breve caída de las cotizaciones en febrero de 1904 que provocó algunas insolvencias y dificultades en la liquidación, en 1905, se mantiene el volumen de actividad dentro del mercado secundario y cotizan en la Bolsa milanesa 137 valores accionariales<sup>30</sup>, más del doble que en 1903. No obstante, bajo este crecimiento, la crisis institucional estaba preparada para estallar en pleno apogeo.

#### **6.1.1. El movimiento de los agentes de cambio**

Tras las dificultades sufridas en la breve crisis de de 1904, se reúnen los Sindicatos de las distintas Bolsas para elaborar un manifiesto, en el cual solicitaban la recuperación del monopolio en la contratación de futuros y en el mercado de corros; que fueran ellos quienes admitieran nuevos agentes y solicitaran la aplicación del derecho de descuento, asignando al Sindicato la ejecución coactiva de los contratos en caso de insolvencia; más presencia en la Delegación, y la prohibición de contratar por cuenta propia.

Resumiendo, pretendían reforzar su posición en el parqué y en los órganos de control, pero a través de la modificación de los reglamentos de las Cámaras de Comercio sobre la Bolsa, esto es, sin alterar la ley. La proposición,

---

<sup>30</sup> Para hacernos una idea, en el mercado milanés cotizaba el 50% del capital total nacional, y su capitalización equivalía al 19% de la Renta Nacional Bruta.

amén de reanudar los conflictos entre operadores, sobre todo con la Cámara, provoca también la crítica de muchos académicos como Angelo Sraffa, dirigida tanto al modo en que se pretenden realizar las modificaciones – sin modificar la ley –, como al hecho de que otorgarles la ejecución forzosa de los intercambios supondría privar al poder judicial del procedimiento ejecutivo.

Por otro lado, tras la muerte en 1904 del presidente del Sindicato, Eugenio Cortés, sale elegido Alessandro Cattaneo, lo cual pone de manifiesto la creciente interacción entre la profesión de agente y la actividad bancaria.

#### 6.1.2. Las contramedidas de la Cámara de Comercio: las secuelas

En 1905 el MAIC solicita a las Cámaras de Comercio su parecer sobre el proyecto de ley que se está preparando para la reforma de la Bolsa. El debate sigue fielmente los comentarios realizados por Sraffa, salvo en lo concerniente a la autonomía de los poderes locales, que era criticada por el autor.

El resultado fue un documento oficial en el que se rechazaban las principales propuestas realizadas por los agentes y en el que se defendía a ultranza la autonomía local. Además se proponía una unión entre Delegación y Sindicato para responder a las necesidades de autodisciplina del mercado.

En resumen, en plena fase alcista el conflicto institucional se vuelve mucho más agresivo, en el tentativo de cada uno de los bandos de obtener una regulación favorable a sus intereses. El resultado de esta batalla será, como en ocasiones anteriores, una desestabilización organizativa del mercado, justo en la fase en la que parece que la Bolsa puede ocupar una posición relevante en el sistema financiero nacional.

### **6.2. La estrategia de los grandes bancos**

Mientras se desarrolla este conflicto que ha caracterizado la Bolsa desde sus orígenes, la alta banca sigue una estrategia dividida en dos líneas de presión para obtener el control regulatorio del mercado.

La primera se basa en actuar a través de las Cámaras de Comercio, cuyo parecer sobre el diseño legal ya respondía a los intereses bancarios. Yendo más allá, en 1905 se establece una medida que ratifica la presencia simultánea en el *parterre* de bancas comisionistas y agentes con los mismos derechos y que aumenta la fianza a prestar por los agentes. Esta confluencia de intereses no se manifiesta en lo relativo a la autonomía local, pues la banca necesita un tejido normativo nacional, como lo es ahora el mercado, y estable.

La segunda incide a nivel gubernativo-nacional, mediante la obra de Emilio Maraini<sup>31</sup>, que fue el encargado en 1906 de elaborar un proyecto para la reorganización del sistema bursátil, contrapuesto a las peticiones de Cámara y agentes.

En lo relativo a la autonomía local, para evitar la confrontación con las Cámaras, cede sobre sus pretensiones, pero al mismo tiempo, altera la composición de la Delegación de Bolsa, que pasa a estar compuesta por delegados del Tesoro, Institutos de Emisión, banca mixta e industria, y sólo dos puestos para las Cámaras. Así, formalmente la Bolsa sigue dependiendo de la Cámara, pero en la práctica el organismo de control depende del Gobierno, los Institutos de Emisión, y por supuesto, las grandes entidades bancarias.

En cuanto a la disciplina de la actividad de mediación e intercambio, nuevamente en el plano formal concede a los agentes el monopolio del mercado de corros, pero en lo sustancial les es negado el monopolio de la contratación a plazo, el actuar por cuenta propia o ser socios de la pequeña banca, etc., en otras palabras, se los quiere reconducir a una actividad de mera intermediación (especializada) al servicio de la banca (desespecializada), eliminando la competencia de la pequeña banca y desautorizando a las Cámaras.

### **6.3. El camino hacia el desastre**

Entre guerrillas por el control del mercado y el ciclo desarrollista, la fase expansiva iniciada en 1903 toma entre 1904 y 1905 una dimensión y velocidad nunca vistas, gracias a la expansión del compartimento accionario, cuyas

---

<sup>31</sup> Emilio Maraini fue un magnate de la industria azucarera, financiero y diputado, que tenía unas relaciones muy fuertes con la banca mixta (particularmente la Comit y la Credit).

tasas de crecimiento duplican a las de los títulos públicos, un hecho no reconocible en otros momentos de su historia (ver Anexo 7).

En cuanto a su distribución sectorial, si bien entre 1900 y 1905 los sectores tradicionales (banca, transporte y textil) mantienen un elevado peso, siguen viendo erosionada su posición por la dinámica de las emisiones de los nuevos sectores, como el eléctrico, alimentario o siderúrgico. Esto supone que la expansión de la oferta de títulos se debe a la utilización, como nunca antes, de la Bolsa como instrumento donde obtener financiación frente al crédito.

Pese a las cuestiones que la agitan, parece que las Bolsas italianas pueden catalizar los grandes aumentos de capital que se suceden en el mercado primario<sup>32</sup> (el 67% en 1905). Además, sin perjuicio de la distribución sectorial expuesta, tanto los aumentos de capital o entradas a cotización de nuevas sociedades como el incremento de los precios efectivos realizados se producen en todos los sectores, enriqueciendo el listado accionario.

Otro resultado de estos eventos es que en lo atinente a los repos, los títulos sujetos a esta actividad pasan de 40 a 118 entre 1903 y 1906, sumándose al cambio cualitativo anterior. Es importante señalar que a esta expansión ha contribuido, en gran medida, la acción de la banca mixta.

Contrario a todas estas luces, existen amplias zonas de sombra: el aumento de la actividad induce a la gran banca a acumular capital de riesgo a través del incremento en los reportos sobre sus propios títulos por el alza en los precios y un tipo de descuento muy favorable, haciendo crecer de nuevo tendencias especulativas, que, dada la integración del mercado, pueden generar inestabilidad a nivel nacional. Además, el refuerzo de la acción de los grandes intermediarios hace emerger un grupo de operadores privilegiados, informados y vinculados a la gran banca, que se contraponen a los nuevos especuladores, inexpertos y menos informados, crecientes en número, y que serán caldo de cultivo para la gran crisis de 1907 y el subsiguiente desarrollo de la normativa de Bolsa.

Por supuesto, al incremento del número de agentes se corresponde una reducción de la vida profesional y un aumento de las insolvencias, reduciendo

---

<sup>32</sup> Monzilli, A. (1906): "Le società anonime e le speculazioni in Italia", *La Riforma Sociale*, 16, pp. 555-564.

la fiabilidad del parqué, como tantas otras veces. En medio de esta polarización, vuelve a aparecer, como sendero de crecimiento empresarial, la pequeña y mediana banca orientada a la intermediación especializada.

#### **6.4. La gran crisis de 1907**

En el otoño de 1905 ocurre la primera inversión de tendencia sobre los rendimientos de los principales títulos del listado (Comit, Terni, etc.). Esta caída viene acompañada de una enorme variabilidad de los rendimientos que vuelve a poner sobre la mesa el problema de la estabilidad del mercado, culpándose, según el grupo de interés, a la connivencia de la gran banca o a la desregulación de la pequeña especulación y los agentes de cambio.

##### **6.4.1. El preámbulo de la crisis**

La distancia interna y los conflictos dentro del gremio bursátil derivan en una absoluta falta de asunción de responsabilidad por parte de ambos grupos, lo cual acentúa la inestabilidad. A esto cabe aunar que la comisión encargada de la reforma de la normativa de sociedades por acciones y los instrumentos de tutela de los inversores no llega a culminar su labor porque la atención es absorbida por entero por el problema de la Bolsa.

El descenso en los rendimientos produce un giro en la política de la banca mixta, que reduce progresivamente su intervención en el mercado de valores, tanto por la parte de las inversiones en títulos como por la de los repos. Este declive también se deja sentir en el peso e las actividades bursátiles en la liquidación de la Cámara de Compensación (que pasa del 49% al 24% en 1907).

El crecimiento en el número de títulos que entran a cotización no se ve apoyado por un correlativo incremento de los intercambios, sino que los precios efectivos se reducen, y muchos de los nuevos títulos no llegan siquiera a ser intercambiados. La constante caída libre de los rendimientos certifica el final de la fase expansiva a finales de 1906 (ver Anexo 8).

Las razones del desinterés en el mercado son diversas, si bien todas persiguen del objetivo de la estabilidad: la banca mixta frena sus operaciones

en el mercado con la intención de reducir su posición de riesgo frente a la caída de las cotizaciones; la Banca d'Italia aumenta el tipo de descuento para reducir la actividad especulativa, etc. Por otra parte, con la indiferencia hacia el mercado de valores se entrevé la posibilidad por la alta banca tanto de "purgar" a los pequeños operadores, que tendrán más dificultades para soportar la crisis, como de desplazar a la plaza de Génova como mercado principal a favor de Milán, pues la primera sufrió el golpe de manera más intensa.

#### 6.4.2. La crisis de Génova

Tras la insolvencia declarada de algunos agentes en 1906, en mayo de 1907 se produce, también en Génova, la quiebra de un importante especulador. Ante ello, el Sindicato de agentes decide posponer la liquidación de fin de mes para permitir a algunos agentes cubrir sus posiciones de liquidez. Esta actitud caldea los ánimos y suscita la crítica contra las autoridades locales, incapaces de cumplir las tareas de control que tienen encomendadas. Frente a esta situación, la actuación del Gobierno consistió en una modificación del reglamento de Bolsa, estableciendo límites a la cotización de nuevos títulos y la reserva del mercado de corros a los agentes de cambio, sin correlativas responsabilidades.

Esto generó una dura oposición por parte de la gran banca y las Cámaras de Comercio, así como un aumento del tipo de descuento por parte de la Banca de Italia. Sin embargo, lo que realmente preocupaba era el destinar demasiados recursos en apoyo de la especulación, que pudiera ir en detrimento de la asignación de recursos al sistema industrial.

De esta forma, la crisis de 1907 cataliza los conflictos entre operadores, el caos organizativo interno y la caída de las cotizaciones hacia el deseo de una estabilidad que permita mantener las posiciones alcanzadas, castigando a los culpables, que no son otros que los propios operadores: desde la conducta de excesivo fomento de la actividad de la banca hasta la composición y el operar de los pequeños especuladores. Por si no fuera suficiente, en octubre de 1907 la crisis se superpone a la recesión internacional.

El cúmulo situacional obliga al Gobierno a tomar medidas estabilizadoras<sup>33</sup>, mientras el ministro Cocco Ortu elabora las bases de la ley de reforma bursátil. Si bien estas son positivas, no logran evitar el abandono de la Bolsa y esta pierde su oportunidad de tener un rol en el sistema financiero.

### **6.5. El proyecto de Ley Cocco Ortu (1908-1909)**

Ante la incesante caída en las cotizaciones y el estancamiento de la actividad, se hace necesario actuar en dos frentes: el de las sociedades por acciones y su transparencia y el de los agentes. El proyecto, presentado en 1908 y marcado por la presión de las Cámaras y la alta banca<sup>34</sup>, termina por reconocer al Estado central la competencia regulatoria y de gestión de los mercados, terminando con la orientación libero-localista de 1882.

En lo concerniente a los agentes, cuyo nombramiento será tripartito (Cámara, Delegación y Sindicato), les concede el privilegio en el mercado de corros, junto con los bancos que ya estuvieran presentes antes de 1908, pero les prohíbe actuar por cuenta propia y ser socios de bancos, además de exigirles un aumento de la fianza. Por último, se consideran actos comerciales todos los contratos a plazo.

Como era de esperar, tanto las Cámaras de Comercio como los agentes de cambio se oponen al proyecto, aunque dada su debilidad, sin ningún resultado. Similares frutos obtienen los intentos de modificar el proyecto durante el debate para su aprobación, que a pesar de pasar sin apenas cambios no llega a ser aprobado por la caída del Gobierno y se pospone el asunto hasta 1912, por las sucesivas inestabilidades gubernativas.

### **6.6. El restablecimiento de las negociaciones entre intermediarios**

Durante 1909 las Bolsas siguen sin dar señales de vida: se ralentiza el desarrollo de la *security industry* y de las emisiones accionariales, cae el número de títulos cotizados<sup>35</sup>.... Los intercambios en Bolsa vuelven a concentrarse en los títulos de deuda pública garantizados por el Estado y en el

---

<sup>33</sup> Entre otras cosas, la Banca d'Italia vuelve a subir el tipo de descuento.

<sup>34</sup> En este sentido, muchas ideas son retomadas del proyecto de Maraini.

<sup>35</sup> A pesar de estos hechos, el material cotizado es muy importante cuantitativamente.

capital privado reina la desconfianza en la utilización del mercado de valores. Por otro lado, el ahorro busca canales seguros como los depósitos, y todo esto deriva en un desinterés por parte del legislador que pospone la cuestión.

Entretanto, en 1910, se reúne la élite de los agentes, las Cámaras de Comercio y la Banca para tratar de llegar a un acuerdo y modificar el proyecto legislativo. No obstante, las líneas rojas de cada uno hacen imposible el pacto: en otras palabras, otra vuelta de tuerca a la ya citada “captura” de la regulación.

Habida cuenta de la imposibilidad de acordar, la competición se traslada al Parlamento, pero dado el desequilibrio de fuerzas (ver Anexo 9), el resultado será una normativa muy favorable a las grandes entidades bancarias, que, junto con los sectores vinculados a ella, absorberán hasta el 93% de las nuevas emisiones de capital y sentarán el ocaso definitivo de la era del localismo y de la pequeña banca especializada.

### **6.7. La Ley 272 del 20 de marzo de 1913**

El proyecto de ley para la reforma de las Bolsas vuelve al Parlamento en diciembre de 1912, acuciado por la necesidad de crear instrumentos que refuercen el sistema económico del país y mejorar su posición internacional. El conflicto, que llega a su culmen antes del debate parlamentario, se da entre aquellos que abogan por una orientación más liberal, o más bien, contraria a la centralización (agentes y Cámaras de Comercio), que culpan a la crisis no de la organización interna sino de factores externos; y los que defienden la centralización y la estabilidad del mercado, culpando a la operativa y calidad de los agentes (Banca d'Italia e Governo).

Sin embargo, como ya ocurriera en 1908, la decisión está predeterminada y el proyecto se aprueba en la cámara sin muchas variaciones. Por lo que respecta a las relaciones entre poderes centrales y autoridades locales, tenemos algún cambio tendente a blindar el principio de vigilancia central sobre la Bolsa y reducir cualquier tipo de discrecionalidad local. También se reconoce la validez de los contratos a término como actos de comercio en todas sus variantes formales.

Finalmente, en lo atinente a la ordenación de las actividades de intermediación, se confirma lo expuesto en el proyecto: monopolio del mercado de corros, excepto para los bancos que ya se encontraban allí antes de 1908, que tienen un derecho de permanencia con una caducidad de 5 años prorrogables por otros 5, prohibición de actuar por cuenta propia o ser socio de entidades bancarias y aumento de la fianza.

El proyecto también se aprueba sin problemas en el Senado gracias a Rolandi Ricci, *longa manus* de la gran banca y supervisor del texto legal, que aduce que el objeto de la ley es la Bolsa y no la relación banca-Bolsa, pues en ella la banca es un operador más<sup>36</sup>. Concluyendo, la aprobación de la Ley de 1913 supone la consignar la Bolsa en las manos de la banca sin una correspondiente atribución de pública responsabilidad por su funcionamiento.

#### **6.8. Reacciones y consecuencias**

El texto legal viene a provocar el descontento de casi todos los operadores. El enojo de los agentes termina con la dimisión de todos los Sindicatos de Bolsa, y con ellos, de las respectivas Delegaciones, además de con el cese voluntario de otros 26 agentes, que ya no podían compatibilizar su actividad bancaria con la pura mediación. Dicho de otro modo, la ley perjudicó a los agentes más cualificados y estructurados<sup>37</sup>, comportando el fin de la intermediación especializada a favor de la banca universal. Si bien esta última no toma una postura oficial, es claramente la vencedora a la hora de atraer a su favor la regulación.

Los principales resultados de la reforma de la Bolsa, que vuelve a un sistema similar al alemán y contrapuesto al anglosajón, son la eliminación de la competencia entre intermediación especializada y desespecializada, del localismo y de la diversidad de normativas entre las diferentes plazas. El pacto entre Estado e intermediarios queda redefinido a favor de la banca mixta, que acapara las funciones de controlador y controlado, sin apenas responsabilidades.

---

<sup>36</sup> Lo cual es totalmente falso, porque concentra en ella la función de *market maker* y de regulador a través de la Delegación de Bolsa.

<sup>37</sup> No en cambio a los nuevos especuladores, que se vieron protegidos de la competencia y de la posibilidad de insolvencia.

Cabe resaltar que a este resultado ha contribuido una cultura económica que prima la estabilidad y que es incapaz de pensar en la coexistencia entre la estabilidad y la función de liquidez que permite la especulación, clave para la acumulación de capital.

## **7. CENTRALIZACIÓN Y CRISIS DE LOS GRANDES INTERMEDIARIOS**

El inicio de la I Guerra Mundial y la clausura de los mercados impidieron a la Ley de 1907 encontrar aplicación, siendo pospuesta a los años de paz. Sin embargo, los cambios provocados por el conflicto a nivel mundial requirieron rediseñar el sistema financiero y comercial internacional. En Italia había que volver a encontrar el equilibrio entre finanzas, economía política y sociedad.

Entre 1918 y 1935 la historia institucional de la Bolsa conoce una espectacular evolución, sucediéndose cambios drásticos en todos los niveles y en un breve espacio de tiempo, pero cuyo impacto perdurará hasta la reforma de 1991. Esta aceleración de las transformaciones está vinculada a reconstruir un equilibrio político (Gobierno – gran banca) más que económico.

El resultado de esta brusca metamorfosis, que se puede dividir en varias etapas, será la centralización de la competencia reguladora en manos del Gobierno y la caída de la banca mixta, volviéndose a un mercado público de valores, en muchos aspectos similar al Napoleónico, acorde con la estabilidad, pero que terminará por asumir un rol marginal en el sistema financiero nacional.

### **7.1. El asalto a la banca mixta (1918-1921)**

Durante los últimos meses de la guerra, a pesar del cierre oficial, las Bolsas estaban operativas incentivadas por la liquidez surgida para financiar el conflicto, orquestadas por las grandes instituciones de crédito.

En lo concerniente al listado, comparando el de 1920 con el de 1910, se observa una reducción del número de sociedades cotizadas, y una decidida asimetría entre sectores a la hora de utilizar el mercado. Los principales aumentos de capital e intercambios, influenciados por la acción de los grandes

bancos, se dan en el sector minero-metalúrgico, el eléctrico y el bancario, es decir, aquellos atraídos por la economía de guerra<sup>38</sup>.

En marzo de 1918 los valores de Credit y Comit sufren una fuerte tensión especulativa, cuyo origen reside en el mundo industrial, donde los grandes grupos inician una larga guerra en la Bolsa para tomar el poder de la banca mixta. Esto pone de manifiesto que controlando la alta banca se controla el mercado, y que en consecuencia es necesaria una mayor supervisión central tanto de la especulación como del poder de los intermediarios.

Para evitar la concentración del poder en manos de pocos grupos, el Ministerio de Comercio decide establecer un control a los aumentos de capital. Además, Nitti, ministro del Tesoro, propuso abandonar la desespecialización de los intermediarios a favor de instituciones de crédito especializadas.

## **7.2. La crisis del mercado de cambio y la organización de Bolsa**

En 1919 surge un nuevo problema que tendrá consecuencias en el tejido institucional de la Bolsa: el tipo de cambio está muy deteriorado y a ello acompaña que la inflación es superior a la de otros países. El Gobierno culpa de la devaluación de la lira al comportamiento de los intermediarios, por lo que comienza a preparar un proyecto para recuperar el poder sobre el mercado. Mientras tanto, elabora una serie de medidas que regulan de forma rígida el comercio exterior, y que restringen los intercambios a un grupo reducido de grandes bancos, bajo la mirada del propio Gobierno. Esto ocasiona un nuevo conflicto entre agentes y banca, que termina, como en 1913, con la regulación a favor de la parte fuerte<sup>39</sup>.

## **7.3. Expansión, especulación y estabilización**

En 1922 la recuperación de la actividad productiva permite un realzo de las cotizaciones, si bien este aumento también trae causa del aumento de las expectativas inflacionistas, esto es, factores externos. Dejando esto aparte, entre 1920 y 1925 el ritmo de emisiones acelera a precios crecientes y la

---

<sup>38</sup> Sólo estos tres sectores absorben el 70% de las nuevas emisiones.

<sup>39</sup> Si bien el acceso al mercado de corros se mantiene formalmente como en 1913 (agentes y bancos ya presentes en 1908), en la práctica la Delegación permite un acceso generalizado.

capitalización total aumenta en un 303%. El reparto sectorial tiende a favorecer a los sectores eléctrico y textil, en detrimento del siderúrgico. Así, hasta 1925, con la llegada de la intervención estabilizadora, la Bolsa vuelve a coger fuerza en el sistema financiero.

### 7.3.1. La organización de los corros y la inestabilidad de los intermediarios

Haciendo memoria, en 1923 caducaba el derecho de los bancos ya presentes en 1908 a estar en el mercado de corros. Como no podía ser de otro modo, vuelve el habitual conflicto entre agentes y banca. El sindicato de agentes decidió actuar en tres frentes: la tutela del gremio a través del nombramiento de nuevos agentes<sup>40</sup> por ellos mismos, exigiendo una cierta capacidad profesional; la constitución de la Federación Nacional de Agentes; y la protección de sus prerrogativas, solicitando que el acceso al mercado de corros se limitara a ellos y a los bancos ya autorizados.

No obstante, dada su dependencia fáctica (por la potestad ejercida por la Delegación) de la banca, el trato al que se llega no les es favorable, pues permite acceder al recinto a la práctica totalidad de los bancos cumpliendo ciertos requisitos. No obstante, el acuerdo es ignorado por el Gobierno y la cuestión, en 1924, sigue sin resolverse.

Con el alza de las cotizaciones en 1925, justo cuando más es necesario restringir la posibilidad de nombrar agentes, su número vuelve a crecer de manera descontrolada, favorecido por la tolerancia del Sindicato. Ante el temor fomentado por la creciente especulación, los líderes de la banca mixta fuerzan a los Sindicatos de agentes a controlar las entradas y no tolerar operaciones arriesgadas, si bien no se obtiene resultado. Por otro lado, tenemos que grandes operadores se dedicaban a comprar importantes paquetes de títulos, muy por encima de sus recursos, para tomar el control de ciertas compañías.

---

<sup>40</sup> La anterior cooptación provocó introducir en el gremio a agentes que en realidad eran funcionarios de banca, o al menos, favorables a sus intereses.

### 7.3.2. Las intervenciones estabilizadoras de 1925

Stringher y De Stefani, en febrero de 1925, deciden poner fin a la situación por medio de un decreto que somete al control del Instituto Italiano de Cambio los intercambios de la Bolsa e impone una garantía a prestar por los agentes de cambio del 25% del importe sobre todos los contratos de compra a plazo, con un objetivo deflacionista y de revaluación de la moneda.

Sin tiempo para las objeciones, en marzo, un segundo decreto del Gobierno reorganiza la Bolsa y la situación de los agentes de cambio: estos son oficiales públicos dedicados exclusivamente a la mediación pura, con el privilegio exclusivo en el mercado de corros. Se exige un nuevo aumento de la fianza y los nombramientos habidos hasta el momento son nulos, debiendo ser seleccionados de nuevo por el Ministerio de Finanzas.

Este giro de 360 grados en el mercado mobiliario provoca a corto plazo una caída en las cotizaciones, ventas sin contrapartida, dificultades en la liquidación, etc. La dura oposición de todos los operadores hace que Stringher acepte posponer unos meses la aplicación de la garantía y la Banca d'Italia, favorable a la intervención, garantiza la liquidación. No obstante, ambas medidas hacen difícil colocar los aumentos de capital en bolsa, por lo que, para placar los ánimos se concede a los agentes un aumento del número de admitidos permitido y elegir el momento y la forma en la que prestar la garantía.

. De nuevo insuficiente, por primera vez, agentes y banca, unidos, aducen que los decretos son inútiles porque la especulación no tiene ninguna relación con el tipo de cambio, y el tiempo parece darles la razón.

En cualquier caso, las consecuencias principales de esta secuencia arrojan tanto luces como sombras. Si por un lado la garantía no llega a ser operativa por decisión del Sindicato y el tipo de cambio sigue sin mejorar; por otro los decretos acaban con la elevada especulación al alza y terminan por fin con la disputa por el mercado de corros a favor de los agentes, sometidos a disciplina formal. Además, confirman la tendencia a la centralización de los poderes de vigilancia sobre la Bolsa, asumidos por el Ministerio de Finanzas.

Dicho de otro modo, pese a no lograr sus objetivos en el mercado de cambios, tiene serias consecuencias sobre la organización del mercado de

Bolsa, que vuelve a ser público, y redefine el equilibrio de poder entre Gobierno e intermediarios a favor del primero.

#### **7.4. Un largo epílogo: 1925-1935**

En este período ya no se producen apenas cambios en el tejido organizativo e institucional de la Bolsa, pues las peticiones de los operadores son ignoradas. En lo relativo a su función, hasta 1930 el mercado primario se muestra activo, por la preferencia de las empresas de financiarse sin endeudarse, pero a partir de ahí, tanto el mercado primario como el secundario quedan en una posición secundaria que caracterizará el mercado de valores hasta la reforma de 1991.

Contrario a la existencia de un cierto desorden organizativo, es posible identificar algunas señales positivas en lo atinente a la definición de la función de los intermediarios y la modernización de las infraestructuras del mercado:

La responsabilización de los agentes de cambio: en contraprestación por el otorgamiento del monopolio de la mediación a los agentes, encargados de la ejecución coactiva de los contratos, se les impone una responsabilidad solidaria por sus actuaciones, que resulta en un funcionamiento más riguroso del Sindicato y la consolidación institucional de su categoría. Por otro lado, finaliza la construcción del Palacio de la Bolsa en la Piazza Affari, con buen equipamiento y conexiones (teléfonos), y mejor organizada.

También tiene lugar la exclusión de toda competencia normativa y consultiva sobre la Bolsa de las Cámaras de Comercio, debido a la centralización de poderes. Fruto también de esta concentración, en 1931 el Ministerio de Finanzas impone definitivamente la garantía del 25% sobre los futuros. Esta tendencia fascista de agrupar el poder en el Estado central presenta una serie de rasgos: control público sobre la contratación a través de los agentes, a quienes se exige prestigio y disciplina, vigilancia permanente a todos los operadores, ampliación de las competencias del ministro....

No menos importante es la caída de la banca mixta: el desinterés de los grandes bancos en la Bolsa termina por convertirse en una lucha por su autonomía, debido a la nacionalización de la banca realizada por el régimen fascista. La desaparición como tal de la banca mixta significaba que el mercado

de valores perdía a la vez al principal *market maker* y al baricentro regulatorio, y por ende, la desaparición práctica de la Bolsa.

La cuestión se intentó solucionar con la Ley Bancaria de 1936, pero debido a la guerra, no entró en vigor, con graves consecuencias: la separación, pero a la vez superposición, de la regulación de Bolsa y la bancaria deterioraban la seguridad jurídica; el principio de especialización, al que pretendía dar cumplimiento la creación de instituciones que hicieran de creadores de mercado, se pospone. En definitiva, la falta de intermediarios capaces de garantizar la operatividad de la Bolsa, relegan a esta última a una esquina frente a las formas alternativas de intermediación financiera.

Los efectos del Crash de 1929 se unieron a la ya precaria situación, haciendo caer las cotizaciones en 1933 y exigiendo un rescate por parte de la banca, ya nacionalizada. Esto permitió un corto período de recuperación, que se interrumpe definitivamente en 1935 con el bloqueo de la actividad y el listado, y con ellos el fin definitivo de la funcionalidad del mercado público de valores.

## **8. CONCLUSIONES FINALES**

Antes de emitir una valoración personal sobre lo hasta ahora expuesto, creemos conveniente hacer en estas líneas una breve referencia a los factores económicos e institucionales que han condicionado a lo largo de su historia el proceso de desarrollo del mercado mobiliario italiano:

- a) Las circunstancias de atraso que presentaba el sistema financiero y social italiano, eminentemente agrícola y local, terminan por acentuar la relevancia de la banca mixta a la hora de activar el capital de riesgo.
  
- b) La dependencia permanente de la economía italiana del ciclo internacional, tanto desde la parte financiero como desde la parte industrial, sumada al sucederse de fases muy breves pero de intenso desarrollo, han derivado en que la necesidad de capital a largo plazo sea satisfecha a través del crédito, en detrimento del instrumento bursátil.

- c) Lo anterior también ha supuesto la creación de un sistema financiero orientado a los intermediarios, con prevalencia de los bancos. Esta preponderancia ha traído consigo que la concentración oligopolística de los sectores intensivos en capital se haya vinculado a las actividades bancarias, formando una especie de alianzas que desviaban la financiación a fuentes independientes del mercado de valores.
- d) Por último, las actividades de apoyo a la industria promovidas por el sector público a través de la banca mixta, y la consiguiente superposición de las funciones regulador y operador en la emisión de títulos públicos para financiar esta actividad, han canalizado el ahorro hacia los títulos públicos en perjuicio del compartimento accionario del mercado secundario.

El producto de la confluencia de estas condiciones ha sido la marginalización del mercado bursátil italiano en comparación con otros instrumentos de intermediación financiera. No obstante, el gran problema de la Bolsa, como hemos ido señalando, no se refiere sólo a su escaso desarrollo y a sus efectos en la economía nacional. Atañe, primordialmente, a la manera en que esa precariedad se ha producido, es decir, a la evolución del pacto originario o contrato social entre poderes públicos e intermediarios, y a los equilibrios inestables que se alcanzan en la competición entre estos últimos, pues ambos van amoldando la fisonomía y la propia existencia de la Bolsa. Y esto es importante por la gran importancia que tiene en toda economía capitalista la función de liquidez que proporciona el mercado de valores a las inversiones de los operadores.

Además, identificar este dato permite observar uno de los ya mencionados elementos invariables: la reiteración constante en la aplicación de soluciones fallidas por olvido de sus consecuencias. Así, la historia de la Bolsa italiana es una historia en la que se encadenan, de forma sistemática, errores ya cometidos en el pasado. El análisis realizado permite concluir que a la hora de enfrentarse a las situaciones que desafiaban el mercado de Bolsa, primaban siempre los intereses en juego de cada uno de los actores sobre la búsqueda de una solución o equilibrio que permitiera una estabilidad sostenible a largo

plazo. Ciertamente es que la estrechez de miras demostrada por la cultura económica nacional, casi siempre vinculada a alguna de las posiciones de los operadores, no ayudó a salir de este problema sistémico.

De esta prevalencia continua de los intereses privados se deriva la histórica configuración del tejido organizativo de la Bolsa, de forma que el camino recorrido por cada uno de los actores intervinientes en el mercado es fiel reflejo de este interés particular en atraer la regulación del mercado a su favor, esto es, para obtener ventajas competitivas en su ámbito de actividad.

Partiendo de esta conclusión central, pasamos a analizar los resultados obtenidos para cada grupo de operadores y, consiguientemente, para la propia regulación:

a) Los agentes de cambio: la historia de los agentes de cambio resulta cuanto menos paradójica. Durante más de un siglo han mantenido una intensa lucha, siempre en posición de inferioridad, contra las Cámaras de Comercio y la banca para afirmarse como el núcleo de la Bolsa, como garantes de la dimensión pública del mercado, y extraer beneficios de ello. Cuando por fin los decretos de 1925 eliminan la competencia, el mercado ha quedado apartado en un rincón del sistema financiero. En suma, una biografía muy completa en el aspecto formal, pero con muchos altibajos en lo sustancial.

A nuestros ojos, el principal error cometido por los agentes estuvo precisamente en su falta de control sobre el propio gremio: en las crisis que se iban sucediendo, uno de los factores que contribuía a ellas era el creciente número de pequeños operadores inexpertos durante las fases alcistas, por el fomento de una especulación descontrolada, de forma que a la hora de pedir responsabilidades, siempre estaban en primera fila.

b) Las autoridades locales y los poderes centrales: durante la práctica totalidad del S. XIX, dado el desinterés del Gobierno en lo que al mercado de valores se refiere, la Cámara de Comercio asumía la tarea de velar por su organización y funcionamiento; pero por supuesto utilizándolo a favor de la banca local, influyendo para ello sobre la legislación, y descuidando lo que en realidad requería el sistema económico.

Cuando, a principios del S. XX el mercado toma carácter nacional, se hace evidente su imposibilidad de hacer frente a los cambios en el escenario económico y el Gobierno decide centralizar las competencias sobre la Bolsa, dejando de lado el desinterés que había mostrado en los primeros 100 años para lograr la tan ansiada estabilidad.

El problema aquí residió en la desidia mostrada por el Gobierno y su falta de comprensión de la cuestión bursátil. El Estado central no supo ver que la función de liquidez que proporciona el mercado a las inversiones tiene una importancia primordial en una economía capitalista, y que sí es posible encontrar un equilibrio relativamente duradero entre especulación y estabilidad. Su actitud condenó al mercado de valores a un puesto marginal que terminó por lastrar el desarrollo económico general. Además, de cuanto presentado es fácil observar que cuando la Bolsa se encontraba delegada, ya fuera en la banca o en las Cámaras, nunca estableció responsabilidades adecuadas para los poderes que la controlaban.

- c) El papel de la banca mixta tuvo luces y sombras: por un lado su constante alimento a la especulación alcista a través de los futuros tuvo un papel relevante en las crisis. Por otro, fue la encargada de reactivar el mercado a la salida de las recesiones. En definitiva, su actuación, con puntos completamente reprochables, también fue clave para la actividad bursátil, como demuestra el estado de la Bolsa tras su nacionalización.

En definitiva, absolutamente todos los cambios que se han producido en la regulación responden al resultado de los conflictos surgidos en el seno de las relaciones entre operadores, es decir, a sus intereses personales. A su vez, esta precariedad normativa, favorecía aún más la inestabilidad, entrando en un círculo vicioso que impidió sentar unas bases fuertes para la actividad bursátil.

Resumiendo, la historia del mercado de valores italiano es un relato sin resolver acerca del contrato social entre función pública e intermediarios que debiera haber consentido su pleno desarrollo, pero que nunca llegó a asentarse por el egoísmo de todas las partes implicadas en la Bolsa.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

Baia Curioni, S. (1995): *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*. Il Mulino, Bologna.

Braudel F. (1979): *Civilisation materielle, économie et capitalisme*, vol. II: *Les jeux de l'échange*. Armand Colin, París.

Confalonieri, A. (1974): *Banca e Industria in Italia (1894-1906)*. Banca Commerciale Italiana, Milán

Einaudi, L. (1896): *A favore dei contratti differenziali*, in *La Riforma Sociale*. Milán. Disponible en: <http://www.luigieinaudi.it/doc/a-favore-dei-contratti-differenziali/>

Monzilli, A. (1906): "Le società anonime e le speculazioni in Italia", *La Riforma Sociale*, 16, pp. 555-564.

North, D. (1990): *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, Cambridge.

## 10. OTROS RECURSOS UTILIZADOS

Archivio Storico della Camera di Commercio di Milano

Banca dati storica della Borsa di valori di Milano

Borsa Italiana (2001): "Statistiche mensili della Borsa". Disponible en: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mediaitaliano/bitstat/2001/12bitstat6008.pdf>

Expansión (2019): "El arbitraje sobre acciones": Disponible en: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/arbitraje-sobre-acciones.html>

The Global Economy (2018): "Capitalización bursátil en relación con el PIB". Disponible en: [https://es.theglobaleconomy.com/rankings/Stock\\_market\\_capitalization/](https://es.theglobaleconomy.com/rankings/Stock_market_capitalization/)

Yebra, D. (10 de marzo de 2015): *Italia, Alemania y España son las bolsas con menos peso en su PIB de Europa*. *El Economista*. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/6540388/03/15/Italia-Alemania-y-Espana-las-bolsas-con-menos-peso-en-su-PIB-de-Europa-.html>

## RELACIÓN ANEXOS

1. Capitalización bursátil en relación con la capitalización total, el PIB mundial y el PIB nacional.....	49
2. Porcentaje de los dos principales sectores sobre la capitalización total de la Bolsa de Milán.....	49
3. Variación de los precios diarios de las acciones de la Banca Generale.....	49
4. Variación de los precios diarios de las acciones de la Banca di Credito Italiano.....	50
5. Estructura del listado de la Bolsa de Milán entre 1894 y 1900.....	50
6. Volatilidad media de los rendimientos y precios efectivos realizados.....	51
7. Mercado financiero italiano entre 1903 y 1907.....	51
8. Volatilidad de los rendimientos y rendimiento medio semestral de las acciones de la Terni durante 1906.....	52
9. Nivel de concentración de la actividad de los intermediarios en la Cámara de Compensación de Milán.....	52

ANEXO 1	Capitalización bursátil en relación con la capitalización total, el PIB mundial y el PIB nacional (*en millones de dólares)					
	Estados Unidos	Inglaterra	Alemania	Francia	Japón	Italia
Capitalización bursátil	2.457	705	238	223	3.848	134
Cuota sobre cap. total	28,51	8,18	2,76	2,59	44,65	1,55
Cuota sobre PIB mundial	37,06	6,36	9,13	7,17	15,44	6,34
Cuota sobre PIB nacional	53,09	78,18	17,9	21,88	123,35	17,1

\*Fuente: Prometeia – Morgan Stanley; The Global Economy; Borsa Italiana. 1988

ANEXO 2	Porcentaje de los dos principales sectores sobre la capitalización total de la Bolsa de Milán						
	1900	1905	1910	1920	1925	1930	1935
Transporte	46,5	27,8	23,2				
Bancario	25,6	22,5	27,9	31	16	19	
Metalurgia				17,4			10,6
Eléctrico					23,7	35	45,1
Total	72,1	50,3	51,1	48,4	39,7	54	55,7

\*Fuente: Baia Curioni, S. (1995): Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938). Il Mulino, Bologna, p. 12.

ANEXO 3	Variación de los precios diarios de las acciones de la Banca Generale
---------	-----------------------------------------------------------------------



\*Fuente: Banca dati storica della Borsa di valori di Milano7

ANEXO 4	Variación de los precios diarios de las acciones de la Banca di Credito Italiano
---------	----------------------------------------------------------------------------------

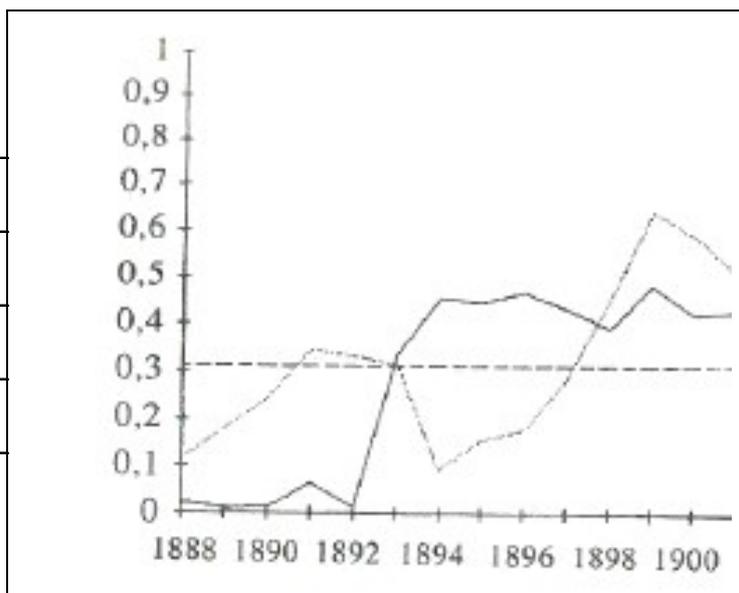


\*Fuente: Banca dati storica della Borsa di valori di Milano

ANEXO 5	Estructura del listado de la Bolsa de Milán entre 1894 y 1900		
	Títulos públicos	Obligaciones privadas	Acciones
1894	21	31	25
1895	24	22	21
1896	26	23	25
1897	28	23	27
1898	19	30	32
1899	19	28	42
1900	19	30	57

\*Fuente: Banca dati storica della Borsa di valori di Milano

ANEXO 6	
Media listado	—————
Media período	-----
"Precios efectivos"	.....

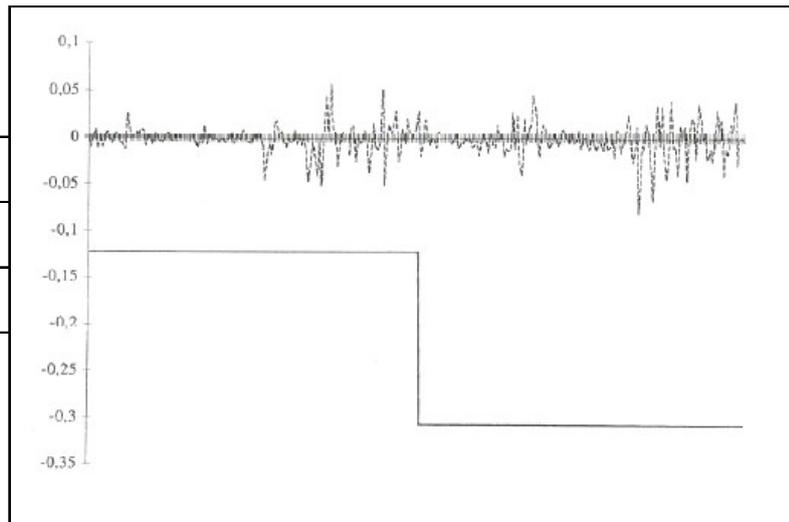


\*Fuente: Banca dati storica della Borsa di valori di Milano

ANEXO 7	Mercado financiero italiano entre 1903 y 1907			
	Capital accionarial	Títulos estatales	Obligaciones	Total
1903	2.466	11.698	1.346	15.510
1904	2.696	11.861	1.399	15.956
1905	3.483	12.024	1.420	16.927
1906	4.176	12.186	1.435	17.797
1907	4.699	12.349	1.483	18.531

\*Fuente: De Mattia (*apud* Baia Curioni, S.).

ANEXO 8	
Rendimiento medio semestral	—————
Volatilidad de los rendimientos	-----



Acciones de la Terni durante 1906

\*Fuente: Banca dati Borsa valori

ANEXO 9	Nivel de concentración de la actividad de los intermediarios en la Cámara de Compensación de Milán		
	1910	1911	1912
Instituciones de crédito	0,48	0,51	0,56
Banca ordinaria	0,13	0,13	0,11
Banca privada de Milán	0,25	0,23	0,20
Agentes de cambio	0,03	0,02	0,02

\*Fuente: Archivio della Banca d'Italia: verbali della Stanza di Compensazione di Milano