

## CAPITOLO I

### IMPRESA E FINANZA NELL'EUROPA PRE-INDUSTRIALE

#### **1. Le innovazioni istituzionali del grande commercio medievale e le nuove forme di impresa**

Attorno all'XI-XII secolo, cioè verso il 1100-1200, ci fu un tale sviluppo economico nell'Europa mediterranea e nord-occidentale grazie a una serie di innovazioni che portarono una serie di miglioramenti, momentaneamente arrestati nel XIV a causa della peste nera e del crollo demografico e dell'arresto momentaneo delle reti commerciali.

Eppure, è proprio in questa fase che prendono forma le nuove organizzazioni societarie moderne e complesse, simbolo di una serie di innovazioni istituzionali che hanno rafforzato lo sviluppo degli affari, degli scambi e migliorato i rischi collegati all'esercizio delle attività economiche, compensando la ristrettezza e le imperfezioni del mercato.

Tali cambiamenti si sono verificati nel settore giuridico, monetario, del credito e naturalmente delle imprese.

In questo periodo si parla di **CONCETTO DI MERCATO** in senso lato perché si suddivide in due forme di scambio:

**SEMPLICE E TRASPARENTE**, tipica dei mercati urbani e rurali e dunque locali.

**COMPLESSA**, legata ai traffici a lunga gittata, dominata dalla separazione tra la sfera della produzione e quella del consumo.

**TRAFFICO A LUNGA GITTATA** significa a lunga distanza. È un'espressione che deriva dalla balistica, inteso come un proiettile lanciato da un'arma.

**REGOLE E SCAMBI: SETTORE GIURIDICO.**

Nell'ambito del settore giuridico sorgono il NOTARIATO e l'elaborazione del cosiddetto IUS MERCATORUM, ovvero l'embrione del diritto commerciale di oggi. L'espressione latina **IUS MERCATORUM** è di origine medievale, e indica l'insieme delle leggi e delle consuetudini vigenti nel commercio nazionale e internazionale<sup>1</sup>.

Tutto inizia nell'Europa medievale centro-meridionale dove si era fatto strada un gruppo di professionisti esperti del diritto romano, i notai, capaci di garantire l'efficacia dei contratti che sancivano la trasmissione e l'acquisizione di diritti di proprietà grazie alla certificazione giuridica detta PUBLICA FIDES, che attribuiva validità pubblica agli atti privati.

LA MONETA: non vi è più solo un'economia a baratto naturale. Il regime monetario dell'epoca era dicotomico, cioè da una parte si basava sulla moneta metallica (coniazione dell'argento, rame e oro) definita in base al peso e alla lega. Il sistema si basava su un'unità monetaria di conto detta lira o libra e si trattava di un sistema monetario monometallico (solo argento), compatibile con un livello limitato degli scambi, alcuni dei quali assumevano le sembianze del baratto.

Questo sistema inizia ad essere insufficiente a causa dell'intensificarsi dei commerci interni ed esterni all'area europea. La moltiplicazione in Europa, tra X e XII secolo, delle zecche, i luoghi dove si coniarono le monete, aveva causato un crescente frazionamento monetario: i denarii coniate dalle signorie territoriali o da altri poteri minori avevano una circolazione geograficamente limitata e tendevano a indebolirsi di peso.

Anche le città-stato coinvolte nei traffici commerciali ottennero l'autorizzazione da parte dell'autorità sovrana ad istituire proprie officine monetarie: la loro attività doveva assecondare la crescente domanda di moneta come mezzo di scambio e circolazione. Nelle città mercantili e portuali della penisola italiana, dove questo processo fu particolarmente intenso, esso si accompagnò all'esigenza di disporre di monete stabili e di peso non calante. A Venezia e Genova, ad esempio, si avvertì precocemente la necessità di disporre di una moneta forte, non soggetta a

---

<sup>1</sup><http://www.brocardi.it/I/ius-mercatorum.html>

svalutazioni, accettata negli scambi internazionali.

Alla metà del Duecento, Firenze coniò il fiorino d'oro, Genova il genoino e Venezia il ducato.

La coniazione di grossi d'argento e poi di monete d'oro ebbe due conseguenze:

- 1) Il ritorno a un regime monetario bimetallico (oro e argento).
- 2) La formazione di due ambiti monetari interni scarsamente coesi, caratterizzati l'uno dalla circolazione di **specie monetarie pregiate** (monete d'oro e d'argento) che per la loro stabilità venivano impiegate dai mercanti a livello internazionale (la cosiddetta **moneta alta**), l'altro da **specie monetarie di scarso pregio**, come monete di rame o biglione, che servivano per gli scambi quotidiani sui mercati locali e il cui valore e capacità di acquisto si riducevano progressivamente. Questo sistema monetario non solo risultava estremamente complesso, ma implicava anche più di un elemento di squilibrio sociale, nella misura in cui alla relativa stabilità della **moneta alta o moneta dei ricchi** corrispondeva l'instabilità della **moneta bassa o moneta dei poveri**.

**IL SETTORE DEL CREDITO:** anche nel mondo economico medievale il credito e le pratiche creditizie apparivano di straordinaria importanza, sebbene fossero vittima dei pregiudizi della Chiesa, che condannava come usuraia qualsiasi forma di prestito ad interesse, indipendentemente dal tasso al quale veniva effettuata. Il divieto derivava dal precetto evangelico che invitava a concedere prestiti senza nulla pretendere in cambio.

Persino Tommaso d'Aquino (1225-1274) affermava che, sulla base dei testi aristotelici, il denaro non può e non deve di per sé produrre altro denaro. Celebre è infatti la citazione *pecunia pecuniam non parit* che si origina dal concetto secondo il quale la moneta non ha un valore intrinseco, ma solo un valore convenzionale imposto dal principe (*impositus*); in altre parole, la moneta non è considerata un bene capitale durevole quindi non può dar luogo a diritti d'uso (*pecunia pecuniam non*

*parit*). Da ciò la condanna dell'usura<sup>2</sup>.

Tommaso d'Aquino è il principale esponente della scolastica ed è anche una delle principali figure della filosofia medievale e ha profondamente influenzato tutta la filosofia del suo tempo sia cristiana che europea perché il suo pensiero mette in relazione ragione e fede, mette in un unico sistema filosofia e teologia<sup>3</sup>.

Nel medioevo la filosofia scolastica attua una grandiosa opera di assimilazione dell'aristotelismo alla tradizione cristiano-romana. Protagonisti di tale operazione intellettuale furono Alberto Magno e il suo allievo Tommaso d'Aquino (1225-1274). Giusto prezzo e valore dei beni (valore intrinseco e valore impositus), valore della moneta, l'uso del denaro (condanna del prestito ad interesse).

Nonostante tutto, riescono a prendere forma le basi della banca moderna. Ciò avvenne in 2 modi:

- 1) Mercanti dotati di elevata liquidità, che differenziarono le loro attività con operazioni di cambio manuale tra le varie monete nelle fiere, accettando depositi da investire nell'attività commerciale, trasferendo somme di denaro tra i diversi clienti e così via.
- 2) Credito commerciale. Esempio: il mercante-imprenditore che doveva acquistare la materia prima per avviare le sue manifatture, poteva ricorrere al credito.

### **La lettera di cambio o cambio traiettizio:**

Per mezzo della lettera di cambio i mercanti potevano effettuare pagamenti su piazze diverse da quelle di tradizionale residenza.

Che cos'è una lettera di cambio?

Prima forma rudimentale di cambiale propria, che apparve verso la metà del 12° sec., come atto notarile da cui risultava la confessione di un debito verso il prestatore.

Oggi si chiama l. di c. la cambiale tratta, cioè il titolo che contiene l'ordine dato dal traente al trattario di pagare la somma indicata; il termine può anche indicare 'titoli di

---

<sup>2</sup>[www.dfpp.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid282824.ppt](http://www.dfpp.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid282824.ppt)

<sup>3</sup><http://www.oilproject.org/lezione/san-tommaso-vita-opere-alberto-magno-filosofia-tomista-16886.html>

credito' qual *traveler's checks*, ordini di trasferimento di denaro via mail ecc<sup>4</sup>.

## Nuove forme di impresa

Il primo tipo di impresa, già contemplata dal diritto bizantino, appare tipica dei grandi centri portuali, in particolare della penisola italiana come Genova e Venezia e, a seconda dei luoghi di diffusione, assunse il nome di **commenda, collegantia o societas maris**.

La *Commenda* (come veniva chiamata a Genova) e la *Colleganza* (come veniva chiamata a Venezia e a Ragusa) rappresentavano le prime forme di superamento della Compagnia individuale, perché erano un accordo tra due soggetti economici: uno apportava il capitale, e l'altro il lavoro per la realizzazione di un singolo affare, o di più affari, o, addirittura, per la gestione di attività più complesse. Alla conclusione dell'affare o degli affari, al primo veniva restituito il capitale e gli eventuali utili distribuiti tra i due nella proporzione prevista dall'accordo (ad esempio la *Commenda bilaterale* o *societas maris*). Nella colleganza bilaterale la ripartizione dei profitti era dunque esattamente uguale a quella unilaterale. Nella forma bilaterale il mercante viaggiatore accettava di amministrare in modo unitario un fondo cui egli aveva contribuito per un terzo, e di rendere conto come unità. Doveva impegnare parte dei propri fondi negli stessi acquisti o rischi, iscrivendo le spese nella contabilità comune. Inoltre, dai contratti rimasti risulta che agli inizi del XII secolo la colleganza unilaterale spodestò quasi totalmente sia il prestito marittimo che la colleganza bilaterale<sup>5</sup>.

La commenda era composta da due elementi: *stans* e *tractator*.

Il funzionamento della commenda, costituita per finanziare i commerci marittimi che si svolgevano attraverso la Spagna, l'Africa, il Levante o la Provenza, prevedeva che un mercante o un gruppo di mercanti o persone dotate di liquidità, chiamate nei documenti *stans* (stanziali) fornissero il capitale necessario ad avviare un singolo viaggio ad un altro mercante attivo, il *tractator*.

---

<sup>4</sup><http://www.treccani.it/enciclopedia/lettera-di-cambio/>

<sup>5</sup><http://www.rivista.ssef.it/www.rivista.ssef.it/sitefcf0.html?page=20040929110823393&edition=2010-02-01>

Un secondo tipo di impresa che associava più persone al proprio funzionamento era la compagnia, frutto di un'evoluzione della tradizionale società a partecipazione o *societas*, costituita dai membri di una medesima famiglia e volta a sostenere finanziariamente la produzione e il commercio per via terrestre e si può definire come un precursore del capitalismo familiare.

Questa forma di impresa era molto diffusa nelle città mercantili dell'Italia centro-settentrionale, ma era nota persino nell'area germanica e a provarlo sono le vicende dei mercanti-banchieri Fugger di Augusta. La compagnia anticipava la società in nome collettivo, caratterizzato dalla responsabilità illimitata e solidale dei soci nei riguardi di terzi.

Dalla compagnia si passò alla COMPAGNIA DI NEGOZIO perché, in vista dei cambiamenti dovuti all'aumentare degli affari e alla necessità di non mettere in pericolo, nell'attività commerciale, l'intero patrimonio familiare, questa forma di società si aprì anche a parenti meno stretti o investitori estranei al nucleo familiare.

LA COMPAGNIA DI NEGOZIO veniva consacrata da un atto di fondazione che designava i soci, precisava il CORPO DELLA COMPAGNIA e cioè l'entità del capitale, l'organizzazione interna e l'oggetto sociale. Questa è la fase anche dei cosiddetti DEPOSITI A DISCREZIONE, somme di denaro raccolte presso il pubblico in virtù del fatto che la compagnia mercantile spesso esercitava anche l'attività bancaria. In questa fase primordiale, l'impresa acquisisce anche personalità giuridica distinta, con un proprio patrimonio aziendale distinto in CORPO E SOVRACCORPO.

Alla metà del Trecento, questo rapido sviluppo si arresta, influenzando le più grandi imprese commerciali e bancarie italiane, organizzate in forma di compagnia di negozio, che avevano fatto ampio ricorso alla leva finanziaria. Questa circostanza agì da stimolo per una maggiore espansione delle forme societarie e di impresa, soprattutto per le società in accomandita.

La società in accomandita semplice si distingue dagli altri due tipi di società di persone per la presenza di due categorie distinte di soci:

Accomandatari; Accomandanti. La distinzione è importante in quanto agli accomandatari spetta l'amministrazione della società, mentre gli accomandanti si limitano alla percezione degli utili. Una simile disparità di poteri non è però senza conseguenze; più potere vuol dire, infatti, maggiori responsabilità, mentre chi ha impegnato il suo capitale nella società senza averne l'amministrazione è necessariamente sollevato da parte delle responsabilità<sup>6</sup>.

Durante il Trecento, alla società in accomandita gli operatori economici ricorsero sempre più spesso, tanto da trovare posto nella codificazione commerciale di molte città italiane come Firenze, Lucca e Bologna.

Un caso esemplare è dato dal Banco Medici di Firenze, precursore del modello di *merchant banking*, tipico dell'ascesa politica della famiglia, che si distingue per i rapporti commerciali stabiliti dal fondatore Giovanni di Bicci de' Medici (1360-1429), abile uomo d'affaritano da diventare uno dei banchieri più ricchi di Italia. Iniziò affiancando lo zio Vieri nella direzione del banco, prima come apprendista, poi come fattore e infine come socio minore<sup>7</sup>, e dal figlio Cosimo il Vecchio (1389-1464) con la curia pontificia e con Baldassarre Cossa, l'antipapa che assunse il titolo di Giovanni XIII. Grazie a queste relazioni commerciali, i Medici riuscirono ad elevarsi come depositari della Camera Apostolica e monopolizzando le transazioni finanziarie a livello europeo durante lo svolgimento del Concilio di Costanza che pose fine al Grande Scisma d'Occidente.

Con Scisma d'Occidente o Grande Scisma si intende la crisi dell'autorità papale che per quasi quarant'anni, dal 1377 al 1417, lacerò la Chiesa occidentale sulla scia dello scontro fra papi e antipapi per il controllo del soglio pontificio<sup>8</sup>.

I Medici furono molto scaltri tanto che, tre decenni più tardi, raggiunsero il vertice dello Stato fiorentino. Un'altra figura di spicco nella famiglia dei Medici fu Lorenzo il Magnifico (1449-1492) che si distinse per la capacità di svolgere una funzione di mediazione politica a livello peninsulare, nonostante il disinteresse per gli affari del

---

6TRATTO DA: <http://www.dirittoprivatoinrete.it/societa/societaaccomandita.htm>

7TRATTO DA: [http://www.palazzo-medici.it/mediateca/it/Scheda\\_Giovanni\\_di\\_Bicci](http://www.palazzo-medici.it/mediateca/it/Scheda_Giovanni_di_Bicci)

8TRATTO DA: [https://it.wikipedia.org/wiki/Scisma\\_d%27Occidente](https://it.wikipedia.org/wiki/Scisma_d%27Occidente)

Banco decretassero nel 1494 il suo fallimento, sul quale pesò anche il mutamento delle prospettive politiche in Italia.

Un passo in avanti per la compagnia Medici fu la fondazione di filiali, agenzie e succursali nei principali centri commerciali europei come Ginevra, Londra, Avignone, Bruges, Pisa, Venezia, Milano, Roma e Napoli. Queste filiali erano gestite da familiari o agenti, detti FATTORI, del proprietario dell'impresa, in modo da evitare che il fallimento di una sola impresa compromettesse la totale attività della compagnia; inoltre, queste filiali erano giuridicamente autonome, anche se partecipate in modo maggioritario dall'impresa madre, che aveva le fattezze di quella che oggi chiamiamo HOLDING.

SI definisce HOLDING società finanziaria (capogruppo o madre) che detiene una parte, o la totalità, del capitale di altre imprese (che possono avere per oggetto settori economici diversi oppure distinte fasi dello stesso processo produttivo), al fine di controllarne la gestione finanziaria, industriale e commerciale<sup>9</sup>.

Durante il Cinquecento la società in accomandita cominciò a diffondersi in tutta Europa: nel ducato di Milano, dove essa divenne lo strumento societario privilegiato da banchieri e operatori commerciali per finanziare l'industria serica lombarda.

## **2. Nell'età del mercantilismo: compagnie commerciali, mercati finanziari e banchi pubblici**

Quando parliamo di mercato del credito nell'Europa pre-industriale, è impossibile non parlare dell'età del Mercantilismo, una fase storica che viene attraversata da una fiumana arginata di pensatori, di studiosi dell'economia, secondo i quali la moneta era il fulcro principale, il mezzo al di sopra di tutti gli altri per favorire le transazioni commerciali. Tra l'altro, è questa la fase in cui si inizia a respirare l'aria di modernità ed è il momento in cui, contemporaneamente alla diffusione europea della società in accomandita, sorge la JOINT STOCK COMPANY o società per azioni, che si distingueva da quella familiare e quella in accomandita per due motivi:

---

<sup>9</sup>TRATTO DA: <http://www.treccani.it/enciclopedia/holding/>



- 1) Era una società di persone a differenza di quella familiare.
- 2) Era una società di soli capitali e non una società mista di persone e capitali come quella in accomandita.

È chiaro che si tratta ancora di una forma embrionale di società per azioni, giacché solo verso la fine del Cinquecento iniziano a definirsi ed operare società dichiaratamente per azioni, quando le potenze emergenti di Olanda, Inghilterra e Francia si avviarono alla formazione dei propri imperi coloniali nelle Indie Orientali e Occidentali attraverso le grandi Compagnie per il Commercio estero.

Centrali del tardo Cinquecento sono le grandi compagnie commerciali che vedono protagoniste Olanda, Inghilterra e Francia. A partire dal XVII secolo, il ruolo di *leadership* nell'ambito del settore commerciale e finanziario fosse stato assunto dagli operatori di quei paesi che si affacciavano sul Mare del Nord, come Olanda e Inghilterra, molto forti nel corso del secolo di epocali cambiamenti politico istituzionali:

- 1) L'Olanda, dopo la ribellione e la rottura dei rapporti con la Spagna nel 1579, si affermò come una potente repubblica mercantile.
- 2) L'Inghilterra passò attraverso una drammatica guerra civile che oppose le forze realiste a quelle parlamentari, al termine della quale emerse una nuova forma di Stato: la monarchia costituzionale.

Nel 1597 fu fondata la Compagnie inglese delle Indie Occidentali per il commercio col Nuovo Mondo e nel 1600 la potentissima compagnia delle Indie Orientali o *East India Company*, che tra il 1698 e il 1708 tornò ad essere una compagnia regolamentata.

Nel 1602, in Olanda, le numerose compagnie per il commercio con l'estero vennero unificate nella potente compagnia delle Indie Orientali, la VOC o Verenigde Oostindische Compagnie, che sarebbe divenuta la grande rivale dell'omonima Compagnia inglese, mentre nel 1621 venne fondata la Compagnia delle Indie Occidentali, che ottenne la gestione dei traffici commerciali tra il tropico del Cancro e lo stretto di Magellano, cercando di dar vita a colonie di popolamento nelle Antille, nella Guyana, in Brasile e alla foce del fiume Hudson, dove venne fondata la colonia

Nuova Olanda.

Nel corso del Seicento vennero create più di duecento compagnie commerciali, alle quali partecipavano non solo i mercanti direttamente impegnati nei traffici coloniali, ma tutti coloro che intendevano investire il proprio denaro nel commercio transoceanico; ecco perché le maggiori compagnie cominciarono a raccogliere il denaro dei risparmiatori emettendo azioni. Questa tipologia societaria permetteva agli investitori di ripartire il rischio dell'investimento acquistando quote di capitale sociale di imprese diverse, che potevano essere negoziate e scambiate all'interno dei nascenti mercati finanziari.

**LE COMPAGNIE PRIVILEGIATE:** Nel corso del Seicento le compagnie commerciali si consolidarono mediante un patto concluso tra esponenti di rilievo del mondo mercantile, disposti ad intraprendere iniziative rischiose dal punto di vista economico, come la colonizzazione delle terre d'oltre oceano, e il sovrano che da tali iniziative si attendeva l'accrescimento della potenza economica e finanziaria dello Stato.

Come compensazione dei rischi assunti, i mercanti ricevevano una delega di sovranità, esercitata attraverso una serie di privilegi, come quello della responsabilità limitata estesa a tutti i soci della compagnia. Tale privilegio era, in realtà, un forte incentivo per l'investimento nelle attività commerciali e produttive e da esso discendeva il principio della separazione tra chi gestiva gli affari e i semplici detentori di azioni. Si inizia così a parlare di compagnie privilegiate perché i sovrani concedevano ad essere privilegi che conferivano il monopolio del commercio in un dato settore e il diritto di condurre operazioni militari, di battere moneta, di stipulare trattati con i sovrani locali, di amministrare le colonie, diventando una sorta di **STATO NELLO STATO**. Per tale ragione, è complicato distinguere tra imprese commerciali e Stati, poiché combinavano caratteristiche sia statali sia imprenditoriali, come la **COMPAGNIE DELLE INDIE ORIENTALI** o **EAST INDIA COMPANY** che, a partire dalle roccaforti commerciali e amministrative di Calcutta, Bombay e Madras, organizzò la penetrazione inglese in India, governandola in nome della corona fino alla metà dell'ottocento.

Meritevole di attenzione è l'organizzazione amministrativa della EAST INDIA COMPANY composta dall' ASSEMBLEA GENERALE DEGLI AZIONISTI che esercitava il controllo sugli agenti di oltremare, nominava 24 membri del consiglio direttivo, responsabili della conduzione strategica, al cui interno venivano scelti un Governatore e un Vice Governatore:

- 1) I componenti della General Court o Assemblea Generale degli Azionisti era composta dagli azionisti, possessori di un numero di azioni tale da attribuire il diritto di voto da 500 a 2.000 sterline;
- 2) 24 membri del consiglio direttivo che erano responsabili della gestione strategica.
- 3) Vicegovernatore e governatore divisi in 7 uffici di contabilità, acquisti, rapporti di corrispondenza, armamento, finanza, magazzinaggio, commercio con privato.

Altrettanto complessa era l'organizzazione della VOC o Compagnia delle Indie Orientali Olandese, affidata a sei Camere in rappresentanza delle antiche compagnie dette VOORCOMPAGNIEEN, unificate nel 1602 grazie all'iniziativa del Gran Pensionario d'Olanda, Johan van Oldenbarnevelt: le Camere di Amsterdam, Zelanda, Rotterdam, Delft, Hoorn Enkuizen.

La Compagnia delle Indie Orientali era governata da un consiglio di 17 presidenti (Heeren XVII), nominati dai membri degli Stati Generali, in rappresentanza delle sei Camere. Dal punto di vista funzionale l'aspetto innovativo fu rappresentato dalla decisione, assunta all'atto della sua fondazione, di congelare il capitale sociale della VOC per un decennio. La Compagnia prometteva il pagamento di dividendi annui, che nel corso del XVII secolo non risultarono mediamente mai inferiori al 15%: esso avveniva in concomitanza con la vendita delle merci importate dalle colonie asiatiche: spezie, pepe, tessuti.

**BORSE E TECNICHE DI BORSA:** la diffusione presso il pubblico delle azioni delle

compagnie commerciali e delle obbligazioni statali determinò la nascita di mercati finanziari pubblici. Alla base del consolidamento di questi mercati, nel corso dell'età moderna, vi fu anche la crescita di comportamenti economici improntati all'azzardo e alla speculazione.

In ambito urbano la borsa, *stock exchange* nella terminologia anglosassone, occupava una posizione centrale anche da un punto di vista fisico. La centralità dei luoghi di incontro degli operatori finanziari, riconosciuti ufficialmente come sede principale delle transazioni commerciali, si rendeva necessaria nella vita economica di tutti i principali Stati e centri urbani sin da tempi remoti, ancor prima che le transazioni venissero ospitate in palazzi costruiti appositamente.

Le contrattazioni avvenivano in due modi:

- 1) Per contanti o mediante il rilascio di lettere di cambio contro la consegna di beni;
- 2) Per mezzo dei FUTURES o contratti a termine, che prevedevano l'acquisto o la vendita di una certa quantità di un bene ad un prezzo stabilito e a una data prefissata.

La prima borsa moderna fu quella di ANVERSA. Fondata nel 1531, essa era un nuovo e grande edificio, luogo di convegno per i mercanti di tutte le nazioni. Il nome è ispirato al palazzo di Bruges nelle Fiandre, appartenente alla famiglia di origine italiana, esattamente di Venezia, che in quella zona fu ribattezzata Famiglia Van der Burse. Essa era il punto terminale della redistribuzione dei prodotti coloniali portoghesi in Europa. Questo perché aveva una posizione strategica tra l'Oceano Atlantico e il Mare del Nord, tale da renderla il principale emporio commerciale e finanziario dell'economia europea per buona parte del XVI secolo, di divenire il simbolo stesso dell'affermarsi del ceto mercantile.

La borsa di Anversa fungeva anche da mercato monetario e finanziario dove venivano quotati i cambi delle monete, negoziate lettere di cambio e obbligazioni. Inoltre, la borsa di Anversa rappresentò il modello di borsa cui si ispirarono, anche dal punto di vista architettonico, i principali mercati finanziari successivi: a Tolosa fu

aperta la borsa nel 1549, a Francoforte nel 1585, a Londra il Royal Exchange iniziò a funzionare dal 1571, grazie al finanziere e collaboratore della Corona Sir Thomas Gresham. Altri importanti mercati borsistici furono creati nel corso dei secoli successivi ad Amsterdam, Amburgo e Parigi. Nel 1792 un gruppo di 24 uomini d'affari dette vita ad una società, dalla quale sarebbe sorta la borsa di New York, in Wall Street.

La BORSA DI AMSTERDAM si specializzò nella contrattazione di azioni, opzioni e contratti a termine detti FUTURES. Il suo funzionamento fu stabilito dalla provincia di Olanda e coinvolgeva ampi strati sociali. Nel corso del tempo le prestigiose azioni della Compagnia delle Indie Orientali poterono essere acquistate anche attraverso la partecipazione a veri e propri fondi di investimento, autorizzati dagli Stati Generali.

Gli anni Ottanta del Seicento furono decisivi per l'Inghilterra: quasi verso la fine del 1688, la rivoluzione gloriosa depose la dinastia cattolica degli Stuart e instaurò una nuova dinastia regnante, chiamando dall'Olanda lo Statolder o capitano generale Guglielmo d'Orange il cui motto era: per la religione protestante e per il Parlamento. Nel 1689 fu emanato il BILL OF RIGHTS che confermò le prerogative del Parlamento e stabilì la distinzione dei poteri: esecutivo, affidato alla Corona, e legislativo, affidato al Parlamento, nella sua articolazione in Camera alta e in Camera Bassa.

Tali cambiamenti fecero dell'Inghilterra la prima monarchia costituzionale d'Europa e finanza e attività commerciale si svilupparono in maniera rilevante, avvantaggiate dall'espansione del credito e dalla accresciuta flessibilità contrattuale resa possibile grazie alla COMMON LAW.

Era in atto una RIVOLUZIONE FINANZIARIA che interessò sia la finanza pubblica sia la finanza privata:

- 1) NAZIONALIZZAZIONE DELLE FINANZE
- 2) MERCATO AZIONARIO DI LONDRA
- 3) BILANCIO DELLO SCACCHIERE – MINISTERO DEL TESORO INGLESE 1696
- 4) PROMISORY NOTES ACT nel 1704, che rese negoziabili e trasferibili le

obbligazioni pubbliche.

- 5) 1694 -BANCA DI INGHILTERRA, dotata dal Parlamento del Privilegio di emettere moneta cartacea.

## CREDITO E STATI: LA FORMAZIONE DEI BANCHI PUBBLICI

Pochi sanno che l'Inghilterra non creò la sua evoluzione dal nulla, ma, a quanto pare, imitò con successo innovazioni generate altrove. In particolare, la fondazione della CORPORATION OF ENGLAND, da parte di un gruppo di privati guidati dal finanziere scozzese William Paterson che, nel 1694, anticipò alla Corona un grosso quantitativo di denaro in cambio del privilegio di emettere carta-moneta convertibile, che culminò un lungo processo di sviluppo dei cosiddetti banche pubbliche, di quegli istituti, di proprietà sia pubblica che privata fondati con l'approvazione formale delle autorità di governo centrali e periferiche.

La funzione dei banche pubblici fu duplice:

- 1) Diedero continuità al sistema di compensazione dei pagamenti, introdotto dai banchieri privati;
- 2) Contribuirono al finanziamento, alla gestione e al contenimento del debito pubblico dello Stato.

In verità, era un processo che aveva preso piede a partire dal XV secolo con il Banco di Barcellona nel 1401 e del Banco di San Giorgio di Genova nel 1407; nel 1553, fu la volta della Tavola della città di Palermo e nel 1586 venne rifondato il Banco di San Giorgio a Genova; l'anno successivo vennero creati il Banco della piazza di Rialto a Venezia e la Tavola della città di Messina, seguiti nel 1593 dal Banco di S. Ambrogio a Milano e nel 1605 quello di S. Spirito a Roma.

Una simile diffusione di banche pubblici si verificò anche nel Regno di Napoli dove al Monte di Pietà, creato nel 1539, si affiancarono i banche dei luoghi pii: Monte e Banco dei Poveri (1563); Banco della Ss. Annunziata (1587); Banco di S. Maria del Popolo (1589); il Banco dello Spirito Santo (1590); il Banco S. Eligio (1592); il

Banco di S. Giacomo e Vittoria (1597) e il Banco del Ss. Salvatore (1640).

Il modello dei banchi pubblici italiani venne imitato in altre parti d'Europa, come Amsterdam, dove nel 1609, contemporaneamente all'apertura della borsa cittadina, il governo olandese istituì la Banca dei cambi o Wisselbank che accettava depositi fruttiferi, trasferiva somme di denaro da un conto all'altro, accreditava e compensava lettere di cambio ai propri clienti, cambiava monete metalliche, emetteva certificati di deposito che circolavano liberamente.

Il ruolo di finanziatore dello Stato, una delle caratteristiche dei banchi pubblici, è evidente nel caso del Banco Giro di Venezia che, creato dal Senato della Serenissima nel 1619, assorbì il precedente banco di Rialto: sembra che l'istituto veneziano rappresentò il modello al quale si ispirarono i fondatori della Banca di Inghilterra. Tra l'altro, prima del 1690, in Inghilterra non esisteva un mercato organizzato per commerciare in titoli e azioni: quelle della Compagnia delle Indie Orientali erano vendute all'asta insieme alle merci.

Al termine del Seicento il mercato azionario si impose nelle COFFEE HOUSES di Exchange Alley, soppiantando il ruolo svolto dal Royal Exchange. Responsabile della nuova ubicazione del mercato londinese fu il GREAT FIRE del 1666, l'incendio che aveva distrutto gran parte del centro antico della città.

La crescita della borsa londinese era collegata alle esigenze finanziarie del governo inglese, create dalla rivalità militare con la Francia. La formazione di un ampio mercato del debito pubblico fu sostenuta dal collocamento di titoli all'estero, ad Amsterdam soprattutto: così facendo, si legavano gli interessi economici degli investitori esteri a quelli della Corona inglese.

Va detto anche che la continua lievitazione del debito pubblico, connessa all'espansione della spesa pubblica a fini militari, determinò la PRATICA DELL'INNESTO, intesa come il tentativo di convertire i titoli del debito pubblico in azioni, inaugurato dalla Banca di Inghilterra. La PRATICA DELL'INNESTO aveva come obiettivo quello di attrarre nell'orbita dello Stato le grandi compagnie commerciali, giudicate come potenti alleate nel tentativo di impedire che la sovranità statale fosse alla mercè dei creditori esteri nelle congiunture avverse.

La PRATICA DELL'INNESTO degenerò nella Bolla della South Sea Company, la Compagnia commerciale fondata nel 1711, alla quale, dopo la guerra di secessione spagnola nel 1713, era stato attribuito il monopolio del commercio degli schiavi neri con l'America latina. In seguito, nel 1720, il dissesto della Compagnia e il successivo crack borsistico, acuito dal fallimento di decine di società formatesi durante l'euforia della bolla speculativa, interruppero la prima fase di crescita del mercato finanziario inglese avviata nel 1688.

La bolla della Compagnia dei Mari del Sud fu amplificata dal crollo avvenuto in Francia del sistema di John Law, che confermò i drammatici limiti della conversione in azioni societarie di titoli statali come mezzo per ridurre gli elevati livelli di indebitamento pubblico e rappresentò il primo clamoroso esempio della crescente integrazione dei mercati finanziari. Il sistema di John Low poggiava su tre basi:

- 1) UNA BANCA PRIVATA
- 2) UNA COMPAGNIA COMMERCIALE PER AZIONI
- 3) LA FERMA GENERALE DELLE IMPOSTE

La banca, che successivamente acquisì la qualifica di Reale, svolgeva tutte le funzioni di un banco pubblico: accettava depositi, scontava cambiali ed emetteva banconote convertibili, garantite dagli introiti fiscali. A loro volta, le azioni della Compagnia erano acquistabili o con banconote emesse dalla Banca o in cambio dei titoli del debito della Corona. In virtù dell'elevato indebitamento dello Stato, i titoli del debito circolavano al di sotto del loro valore nominale, ma venivano accettati dagli amministratori della Compagnia a tale valore. In pochi anni, la Compagnia allargò la propria influenza ed attività, acquisendo il monopolio del tabacco, la gestione delle miniere reali e concentrando numerose compagnie commerciali preesistenti alla sua fondazione.

Contemporaneamente, le azioni della compagnia della Louisiana, che dal 1719 assunse la nuova denominazione di Compagnia delle Indie, mostrarono una tendenza costante al rialzo, rafforzata dagli elevati dividendi pagati inizialmente. Da ciò ne derivò una massiccia domanda di azioni sul mercato mobiliare che contribuì a



rafforzare ulteriormente il loro corso. Successivamente, quanto i dividendi distribuiti iniziarono a risultare inferiori alle aspettative, la tendenza si rovesciò: molti cercavano di vendere le azioni, il cui valore iniziò a flettere. Il collasso fu accelerato nell'agosto del 1719, dall'offerta della Compagnia al governo di un costante prestito del 3% destinato all'estinzione dell'intero debito pubblico nazionale.

Il forte default della Compagnia dei Mari del Sud in Inghilterra e l'implosione del sistema di Law in Francia limitarono per molto tempo la fiducia nelle società per azioni nei due paesi, lasciando irrisolto il problema del contenimento del debito pubblico che sarà una costante durante il Settecento. In Inghilterra classe politica e operatori economici seppero tuttavia trarre utili indicazioni dal crollo del 1720, tanto che la restaurata fiducia nella finanza pubblica inglese, sostenuta anche dalla Banca di Inghilterra, incoraggiò e dette certezza agli stessi investimenti privati.

In Francia le cose andarono diversamente poiché il fallimento del sistema Law generò tra il pubblico una vera e propria avversione verso la carta moneta e le banche di emissione, facendo emergere in posizione dominante, nell'ambito del mercato monetario, il notariato; soprattutto quello parigino svolse tra Sette e Ottocento un ruolo parziale di supplenza del sistema bancario.

## **Capitolo II**

### **Società per azioni e industrializzazione inglese**

Il processo di industrializzazione inglese fu graduale. Il modo di procedere della prima nazione industriale fu lento e progressivo. L'utilizzo di beni capitali di dimensioni modeste e poco costosi, la produzione su scala limitata, la riconversione a uso industriale di vecchi edifici rurali, i cottages. I capitali richiesti nel settore tessile, siderurgico e minerario furono relativamente scarsi. Sebbene alcuni di essi si fosse manifestata la tendenza all'accrescimento del capitale fisso, il costo delle attrezzature industriali rimase basso fino a quando la rivoluzione industriale non cominciò ad

evolvere verso gli anni Venti e Trenta dell'Ottocento contemporaneamente all'avvio delle costruzioni ferroviarie.

Settore forte dell'industrializzazione inglese era quello tessile, con gli innovativi tessuti di cotone e di processo con la meccanizzazione delle operazioni di filatura e tessitura. Basta solo ricordare che nei due decenni a cavallo tra '700 e '800, i macchinari impiegati nel processo produttivo avevano costi davvero bassi: una JENNY, una macchina filatrice, costava attorno alle 5 sterline; un filatoio intermittente, una MULE-JENNY, 30 e così via.

Il graduale sviluppo di questo processo fecero sì che le necessità di finanziamento fossero assicurate da tre fattori:

- 1) Risorse familiari.
- 2) Autofinanziamento, mediante il reinvestimento dei profitti operato dagli investitori.
- 3) Affitto dei mezzi di produzione.

Quattro sono gli imprenditori simbolo di questo processo di sviluppo industriale:

- 1) Richard Arkwright (1732-1792) che ideò il filatoio idraulico, dando inizio alla propria attività con denaro preso in prestito da un amico; in seguito, Jedediah Strutt, un imprenditore tessile del Derbyshire, lo coinvolse in una comune impresa.
- 2) James Watt (1736-1819) che inventò la macchina a vapore e fece impresa con denaro preso in prestito dall'amico chimico Joseph Black, dando vita ad una società con Matthew Boulton, un ingegnere di Birmingham che aveva ereditato dal padre l'attività commerciale.
- 3) John Marshall (1765-1845), che nel 1790, creò THE TEMPLE MILL, un'impresa per la filatura del lino a Leeds. Il capitale iniziale lo racimolò cedendo il vecchio negozio di tessuti, contraendo prestiti con amici, facendosi anticipare denaro da un banchiere discendente di una famiglia di imprenditori che operavano nella candeggiatura di filati di lino.
- 4) Robert Owen (1771-1858), che unì alle doti di riformatore sociale quelle di imprenditore cotoniero, avviando la propria attività tramite un prestito che

accese con suo fratello e creando una società con David Dale, che aveva edificato la fabbrica di New Lanark, dotandola di moderne attrezzature industriali.

Nella fase di avvio dell'industrializzazione inglese, l'unità produttiva più diffusa era l'impresa familiare e, inizialmente, gli imprenditori finanziari e il mercato dei capitali svolsero un ruolo complessivamente modesto nel finanziamento delle imprese.

Le COUNTRY BANKS o banche provinciali operavano nell'ambito del credito a breve termine, oppure facilitavano le transazioni monetarie tra i membri delle comunità locali, sopperendo alla scarsità di numerario. Il ruolo della banche di provincia fu importante perché permise di avviare i circuiti finanziari in grado di stabilire nessi tra il centro londinese e le periferie: le COUNTRY BANKS raccoglievano i risparmi della popolazione rurale rilasciando in cambio ricevute o note di debito che circolavano come moneta.

Un ruolo lo giocò anche il mercato azionario, pur se in modo marginale. Continuava ad essere dominato dalla contrattazione dei titoli del debito pubblico, dilatata ulteriormente durante gli anni delle guerre napoleoniche per le esigenze di finanziamento bellico. Inoltre, il mercato azionario inglese non era perfetto: tale imperfezione era legata alla presenza di ostacoli di natura istituzionale, come la legislazione restrittiva in materia di formazione di società per azioni, riconducibile al BUBBLE ACT DEL 1720, abolito poi nel 1825, permettendo di liberalizzare parzialmente la costituzione di società per azioni, favorendo l'insorgere di JOINT STOCKS BANKS o banche commerciali costituite in forma di società per azioni e permettendo una più ampia mobilitazione di capitali a sostegno delle imprese industriali.

Sino alle soglie del XX secolo la capacità di raccogliere capitali emettendo azioni continuò ad essere limitata dalla poca capacità di raccogliere informazioni e dalla percezione da parte dei potenziali investitori degli elevati rischi connessi all'esercizio delle attività industriali. Questi disincentivi apparivano più deboli nel settore della costruzione dei canali e delle ferrovie, che rappresentò un modello di finanziamento

imitato successivamente da altri settori industriali.

Lo sviluppo delle costruzioni ferroviarie divenne un fatto memorabile, ma va detto che, all'inizio dell'Ottocento, in realtà, le ferrovie non erano un fatto davvero nuovo. Infatti, sino ai primi anni Venti del secolo, la costruzione di strade ferrate si era limitata ad ambiti locali o a tratti più brevi realizzati all'interno delle gallerie delle miniere o in loro prossimità, funzionanti a trazione animale.

Nel 1825, nel Regno Unito circa 400 miglia di strade ferrate erano il simbolo di un investimento di capitale valutabile in meno di 2 milioni di sterline. La ferrovia più lunga era la Stockton-Darlington, aperta nel 1825 e lunga 25 miglia, la prima ad essere stata progettata per la trazione a motore e il trasporto dei passeggeri. Al di là di tutto, ci vollero altri dieci anni per raggiungere il successo della locomotiva a vapore.

La maggior parte del capitale investito nell'industria ferroviaria proveniva dai ceti commerciali, dagli uomini d'affari locali, molti dei quali avevano partecipazioni in numerose società ed erano personalmente coinvolti nella realizzazione dei progetti di nuove linee ferroviarie. La Bristol Corporation, formata da businessmen locali e una delle più importanti compagnie ferroviarie inglesi, si fece promotrice nel 1833 della GREAT WESTERN RAILWAY, che avrebbe unito Bristol a Londra e sarebbe diventata una delle principali linee dell'isola.

Il ritmo delle speculazioni aumentò, accompagnando il boom del 1836-37, con il conseguente calo del valore delle azioni. Fu soprattutto il boom ferroviario del 1844-47 a causare una gigantesca distruzione di denaro, bruciato dalla speculazione della borsa, con la comparsa sul mercato mobiliare di una consistente massa di capitali speculativi. Quando il boom fu all'apice, quote crescenti di investitori cominciarono a speculare sulle prospettive di ulteriori rialzi dei titoli azionari. Il tracollo finanziario fu inevitabile.

Dopo il crollo della metà degli anni Quaranta, venne introdotta una serie molto ampia di correttivi, identificabili come ulteriori innovazioni tecnologiche e istituzionali, che avrebbero dovuto ridurre le asimmetrie emerse nel corso della crisi. Anche la riforma della Banca di Inghilterra, approvata nel 1844 dal governo di Sir Robert Peel, rispondeva ad una avvertita esigenza di perfezionamento del mercato monetario. Il

provvedimento, che limitava l'emissione di carta-moneta convertibile al quantitativo di riserve auree della Banca, attribuiva il monopolio dell'emissione a quest'ultima, rafforzando il ruolo di custode del sistema aureo. Le innovazioni riguardarono cinque elementi:

- 1) La legislazione commerciale e societaria: introduzione della responsabilità limitata nel 1856, facilitando il drenaggio di capitali a favore delle iniziative industriali. Inoltre, i fallimenti dei principali istituti bancari britannici, come quelli della Overend, Gurney & Co. Ltd del 1866 e della City of Glasgow Bank del 1878, estesero l'obbligo della certificazione contabile anche al settore del credito, mentre nel 1900 a tutte le società registrata in base ai COMPANIES ACT venne richiesto di depositare annualmente bilanci certificati presso il ministero del commercio o BOARD OF TRADE.
- 2) La *corporate governance* delle imprese ferroviarie: contemporaneamente alla riforma della legislazione societaria si svilupparono nuove e più moderne forme di conduzione manageriale delle società ferroviarie con l'avvento di sistemi di direzione professionali, imperniati su un più efficace controllo e coordinamento delle diverse iniziative, resi possibili dalla crescente gerarchizzazione del governo di impresa e dalla messa a punto dei nuovi criteri amministrativi.
- 3) L'intervento di investitori specializzati detti sottoscrittori o underwriters.
- 4) La tecnologia della comunicazione a distanza con innovazioni come il telegrafo senza fili, il telefono, i cavi transoceanici, che consentirono un rapido trasferimento di informazioni relative agli affari finanziari delle società.
- 5) I mezzi informativi a disposizione del pubblico: alla metà dell'Ottocento iniziarono ad apparire pubblicazioni economiche specializzate che riflettevano il crescente interesse per gli investimenti mobiliari e concorsero alla formazione di mercati dei capitali più ampi. Nel 1844, il RAILWAY MONITOR avviò la pubblicazione quotidiana di un listino di azioni ferroviarie con l'indicazione dei loro prezzi: l'Economist, fondato nel 1843, assorbì il periodico, iniziando a fornire sistematicamente notizie di carattere finanziario

sulle società ferroviarie.

Il caso delle società ferroviarie inglesi appare paradigmatico di una fase della FINANZA DI IMPRESA che coincide con la progressiva estensione del processo di industrializzazione. Alla metà dell'Ottocento le ferrovie apparivano il simbolo di un mondo nuovo, in rapida trasformazione. In Gran Bretagna svolsero un ruolo complementare nel processo di industrializzazione in atto, mentre nei principali paesi europei e negli USA trainarono il settore secondario, favorendo l'emergere di economie di scala e la creazione di strutture amministrative gerarchizzate.

La vicenda delle imprese ferroviarie investe anche il rapporto tra istituzioni ed economia, caratterizzato in generale dal mutato atteggiamento dello Stato verso gli affari societari. Il declino, temporaneo, delle politiche mercantilistiche e il rapido incremento del numero delle società industriali e commerciali appaiono i due fattori più rilevanti:

- 1) Il primo aspetto si manifesta in maniera più evidente in Inghilterra, dove alla metà dell'Ottocento, dopo la vittoria della Lega di Manchester e l'abrogazione dei NAVIGATION ACTS, il liberismo si affermò pienamente, imponendo alle istituzioni pubbliche una visione più neutra delle politiche industriali.
- 2) Il secondo aspetto impedì allo Stato di mantenere quei contatti anche informali con le principali imprese, che avevano caratterizzato l'età del mercantilismo.

L'Inghilterra ha commesso l'errore di non aggiornarsi costantemente durante la rivoluzione industriale. Infatti, sebbene avesse fornito al mondo occidentale il modello di funzionamento del capitalismo industriale e delle istituzioni ad esso collegate, al termine dell'Ottocento la sua leadership si era però appannata a causa di nuovi competitori a causa di alcuni fattori che influenzarono tale ripiegamento:

- 1) Il precoce avvio dell'industrializzazione, gli elevati costi di mantenimento del primato, la scarsa propensione al rinnovamento da parte delle istituzioni

britanniche e lo scarso dinamismo del ceto imprenditoriale.

- 2) La scarsa trasparenza del mercato mobiliare, nonostante i tentativi di innovare la legislazione commerciale e societaria e il successivo boom di fine Ottocento, manteneva lontano i potenziali investitori, che preferivano i rassicuranti titoli di debito pubblico.
- 3) La borsa aveva difficoltà a quotare imprese che operavano in settori diversi da quelli tradizionali, come il chimico o l'elettrico.

Tale inadeguatezza venne ribadita nel 1931 dalla commissione parlamentare sulla finanza e l'industria presieduta da Lord MacMillan. Il MACMILLAN COMMITTEE denunciò la sua inefficienza per quanto riguardava il finanziamento delle componenti minori e medie del settore industriale. Le difficoltà perdurarono anche nei periodi successivi: la struttura inglese rimase debole, nonostante il processo di cartellizzazione avviato nel periodo interbellico, che in alcuni settori consentì l'introduzione di significative innovazioni organizzative e la nazionalizzazione del secondo dopoguerra, a partire da quella che riguardò la Banca di Inghilterra (1946).

Il legame delle imprese con la borsa o il sistema bancario continuò ad essere debole sino agli anni Ottanta, quando da un lato i rapporti tra banche e imprese si intensificarono e dall'altro anche la City svolse un ruolo più dinamico nel finanziamento delle imprese.

## **Capitolo III**

### **Il capitalismo manageriale e il mercato dei capitali**

Gli studi dell'economista americano Raymond W. Goldsmith sono i più attendibili per comprendere l'evoluzione delle moderne economie. Questo studioso ha individuato due indicatori per analizzare lo sviluppo dei sistemi finanziari:

- 1) Il FIR o FINANCIAL INTERRELATION RATIO, un indicatore del grado di diffusione degli strumenti finanziari e di finanziarizzazione di un sistema economico, espresso come rapporto tra ATTIVITÀ FINANZIARIE  
PIL A PREZZI CORRENTI
- 2) Il FIN o FINANCIAL INTERMEDIATION RATIO, un indicatore dell'importanza assunta dagli intermediari delle diverse tipologie, in un determinato sistema finanziario, espresso come rapporto tra: ATTIVITÀ DEGLI INTERMEDIARI  
PASSIVITÀ DEL SISTEMA

Secondo Goldsmith, questo processo di finanziarizzazione sarebbe stato influenzato da due diversi orientamenti, cui avrebbero corrisposto anche modi diversi di caratterizzarsi dalla finanza di impresa:

- 1) Sistemi finanziari opachi e BANK ORIENTED: i sistemi finanziari opachi, conservativi e caratterizzati da informazioni scarse, del Giappone, della Germania, dell'Italia, dove le istituzioni bancarie hanno storicamente dominato i mercati in base a rapporti informali di cooperazione.
- 2) Sistemi di mercati aperti o MARKET ORIENTED: un secondo orientamento che caratterizzò i sistemi statunitense e inglese, dove si consolidarono mercati aperti e concorrenziali, una relativa trasparenza negli affari societari e la legislazione sembrava meglio informare e proteggere gli investitori. Sul lungo periodo l'evoluzione dei sistemi finanziari avrebbe manifestato una progressiva convergenza verso sistemi di quest'ultimo tipo, giudicati più trasparenti e più efficienti.



Di questo secondo tipo, emblematico è il sistema finanziario statunitense, che possiamo comprendere considerando due fattori: la grande depressione e la seconda rivoluzione industriale.

Il sistema finanziario statunitense prende forma tra Ottocento e Novecento, a ridosso di un sistema economico internazionale influenzato dalla Grande Depressione, il lungo ciclo economico negativo iniziato nel 1873 e terminato nel 1896 e anche dalla seconda rivoluzione industriale.

Nel 1873 ci fu una crisi economica che per anni fu detta “la Grande Depressione”, fino a quando nella memoria collettiva essa fu soppiantata dalla crisi mondiale per antonomasia, quella del 1929. Un filo rosso collega le due ‘grandi’ crisi economiche con quella attuale, iniziata nel 2008 con il fallimento della Lehman Brothers Holdings Inc<sup>10</sup>.

Tra Ottocento e Novecento si ebbe una nuova ondata di innovazioni tecnologiche che favorirono l'avvio di nuovi settori di investimento e consentirono una ripresa del meccanismo accumulativo, manifestandosi come INNOVAZIONI DI PRODOTTO E DI PROCESSO:

- 1) SETTORE SIDERURGICO (1856): convertitore Bessemer, innovativo perché l'immissione di un getto d'aria entro il corpo del metallo fuso, provvedeva alla sua veloce decarburazione e nel 1864 l'introduzione del forno Martin-Siemens, che permetteva il raggiungimento di temperature più elevate e un sostanziale risparmio di combustibile. Entrambe queste innovazioni consentirono il passaggio dalla produzione della ghisa e del ferro, fucinabile a quella dell'acciaio.
- 2) SETTORE CHIMICO: Ernst Solvay (1838-1922) introduce un metodo per la produzione del carbonato di sodio (soda), sostanza che trovò un crescente impiego nella produzione di saponi, detersivi, vetri e carta, e alla sintesi di

---

10TRATTO DA [http://www.treccani.it/export/sites/default/scuola/lezioni/storia/CRISI\\_1873\\_lezione.pdf](http://www.treccani.it/export/sites/default/scuola/lezioni/storia/CRISI_1873_lezione.pdf)

composti organici che riguardò la produzione di coloranti artificiali e si estese poi anche agli esplosivi, alle vernici, alle fibre sintetiche, alla plastica, ai fertilizzanti chimici.

I progressi tecnologici riguardarono anche le nuove fonti di energia come il petrolio estratto dai pozzi della Pennsylvania, definito come ORO NERO. La produzione dell'elettricità, la cui importanza risiede nella originale sintesi di due caratteristiche, TRASMISSIBILITÀ E FLESSIBILITÀ, conferma gli enormi progressi attuati in campo scientifico, ai quali vanno aggiunti anche gli esperimenti dell'americano Morse che, grazie a questa nuova forma di tecnologia riuscì a creare il telegrafo, affiancando la rivoluzione dei trasporti con una più rapida circolazione delle notizie che poteva rendere più veloci e certe le decisioni degli operatori economici.

Questa seconda fase dell'industrializzazione presentava caratteri diversi e innovativi composti da:

- 1) Scienze e tecnologie
- 2) Dimensione delle aziende e produzione.

Un altro aspetto da considerare nello sviluppo della grande impresa americana e dell'innovazione finanziaria è la formazione dei TRUST. Negli Stati Uniti d'America, dove ci fu la sanguinosa guerra civile (1861-65) che aveva impresso una forte accelerazione al processo di industrializzazione, sostenuto da una decisa politica protezionistica e dalla straordinaria espansione del settore delle costruzioni ferroviarie, l'evoluzione dei rapporti tra le imprese assunse una duplice direzione.

Una prima direzione, avviata negli anni Ottanta, portò alla formazione di particolari organismi societari, denominati TRUSTS: gli azionisti cedevano i propri diritti di controllo a un gruppo di fiduciari, che sarebbero divenuti i principali e unici responsabili della gestione delle imprese. Nascevano in questo modo le società fiduciarie o TRUSTES. Il primo esempio è la grande impresa petrolifera STANDAR OIL TRUST, fondata da John Rockefeller, nel 1882, che coordinava venti diverse società.

Anziché competere, le società cooperavano, fissando i prezzi e controllando la produzione: si trattava di una forma di integrazione orizzontale messa in atto tra le società facenti capo al TRUST. La grande diffusione di questa tipologia di società industriale indusse il Congresso americano ad emanare, nel 1890, LA PRIMA LEGISLAZIONE ANTITRUST: LO SHERMAN ACT, che ne proibiva la costituzione e vietava il monopolio e altre forme di contratto che potessero ostacolare la libertà di commercio.

Per quanto riguarda l'insorgere delle HOLDINGS, possiamo affermare che si tratta di una seconda direzione assunta dall'evoluzione dei rapporti interaziendali che coincide con l'espansione del movimento di fusione tra le imprese, non esplicitamente proibita dallo Sherman Act. In altre parole, il processo di fusione tra imprese comportò la nascita di società finanziarie dette HOLDINGS o società capogruppo che possedevano la maggioranza azionaria di numerose imprese. Queste ebbero una rapida espansione che moltiplicò con il boom borsistico degli anni Venti. Un esempio è il caso della AT&T, American Telephone and Telegraph Corporation, la grande impresa americana operante nell'ambito delle telecomunicazioni, che mantenne il monopolio nel settore sino alla metà degli anni Ottanta del Novecento.

I processi di formazione dei TRUSTS e di fusione tra imprese erano più diffusi nei settori del petrolio e dell'acciaio. Il processo di fusione si estese anche al settore dei trasporti, della chimica, dell'industria elettrica e alimentare, favorendo il consolidamento della grande impresa o LARGE CORPORATION o impresa moderna. Essa assunse inizialmente il carattere di impresa integrata e unidimensionale, U-FORM, affermatasi originariamente nel settore delle costruzioni ferroviarie.

I processi di fusione, concentrazione, intensificazione dei rapporti con il mercato azionario contribuirono a modificare anche la FORMA ORGANIZZATIVA DELLE IMPRESE, comportando una crescente differenziazione tra la proprietà azionaria e la loro gestione.

IL CAPITALISMO MANAGERIALE E IL MERCATO FINANZIARIO: i processi

di fusione e concentrazione richiedevano elevati investimenti, ma bisogna chiarire che durante la crisi degli anni Settanta e Ottanta c'erano molte difficoltà per l'allargamento del capitale di rischio delle aziende e, dunque, esse iniziarono a far ricorso a fonti esterne di finanziamento, dilatando il capitale di credito, attraverso la leva finanziaria e l'indebitamento. Due erano le dinamiche di questo processo:

- 1) il progressivo sviluppo di un mercato dei titoli industriali e l'ampia diffusione dell'azionariato;
- 2) un'ulteriore fase del processo di concentrazione e fusione tra aziende che portò alla formazione di HOLDINGS, società per azioni, che possedevano partecipazioni azionarie in molteplici imprese produttrici di beni e servizi diversi.

Va detto che, all'inizio del XX secolo, il mercato finanziario statunitense era fragile. Questo è il periodo dove Wall Street inizia a diventare conosciuta. Non nasce in questa fase, bensì si origina nel 1792, quando 24 importanti uomini d'affari di New York si incontrarono segretamente al Corre's Hotel, per mettere ordine al mercato finanziario cittadino. Questi uomini siglarono un accordo denominato THE BUTTONWOOD AGREEMENT, dal nome del luogo presso il quale erano soliti incontrarsi: un grande platano. Questo accordo impegnava i brokers del gruppo a cooperare finanziariamente e commercialmente tra loro, svincolandoli da altri mercati ed operatori e dando vita al NEW YORK ECHANGE.

La fragilità del mercato si può spiegare con le azioni che venivano considerate simili a quote di partecipazione e le s.p.a. costituite nel corso del XX secolo apparivano in genere autosufficienti in termini di capitale proprio. In realtà, per dar vita ai mercati azionari efficienti occorre soprattutto strumenti adeguati per stabilire il valore dell'impresa:

- 1) Ricorso al VALORE NOMINALE dell'impresa, cioè l'ammontare degli importi raccolti con la vendita delle azioni, come strumento di misurazione della solidità finanziaria.

- 2) Determinazione del VALORE DELL'IMPRESA rappresentato dalla formulazione e pubblicazione di dati finanziari più rigorosi, con la diffusione di periodici finanziari specializzati come il WALL STREET JOURNAL.

Dopo la Grande Guerra, le cose iniziarono a cambiare in quanto, contemporaneamente alla crescente diffusione di conoscenze sulla situazione finanziaria delle imprese e al perfezionamento qualitativo delle informazioni sulle loro attività, aumentò anche il numero di detentori di azioni ordinarie. Il parametro di calcolo che si diffuse in questo periodo fu quello dei DIVIDENDI DISTRIBUITI, un metro di affidabilità delle imprese e criterio di giudizio sulla loro solvibilità.

Fondamentali in questa fase sono stati anche tre fattori:

- 1) FONDI DI INVESTIMENTO o INVESTMENT TRUSTS che vendevano le proprie azioni sul mercato e impiegavano i guadagni nell'investimento in portafogli azionari (si stima che ne fossero 770 alla fine degli anni Venti).
- 2) Gli istituti controllati dalle banche commerciali operanti nel settore azionario, tra cui un ruolo di rilievo fu assunto dalla NATIONAL CITY COMPANY, svolgendo un'importante funzione come sottoscrittori e consulenti finanziari.
- 3) I BROKERS che traevano gran parte dei proventi dalle commissioni realizzate sul collocamento delle azioni.

SECURITIES ACTS: tra il 1933 e il 1934 furono emanati i SECURITIES ACTS, norme che affrontavano i problemi dell'informazione e del rischio, ridefinendo le responsabilità giuridiche degli operatori in tre diversi ambiti:

- 1) I SECURITIES ACT aggiornarono i rapporti tra le società e i loro azionisti: l'autorità di vigilanza sugli affari societari fu affidata a consigli d'amministrazione che svolgevano il compito di fiduciari degli investitori. La

direzione d'impresa e l'utilizzo delle sue capacità produttive e finanziarie vennero giudicate in base a periodici report informativi della situazione economico-finanziaria e dei risultati operativi;

- 2) Un secondo obiettivo dei SECURITIES ACT fu l'approvazione di norme che estesero le responsabilità in materia civile e penale a tutti quei professionisti dai quali dipendeva l'efficace funzionamento del mercato: BROKERS, UNDERWRITERS, contabili, ingegneri, periti.
- 3) Infine, i SECURITIES ACT inquadrarono i problemi del finanziamento delle imprese all'interno di un sistema di controllo largamente influenzato dal Congresso e dalla SEC – SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, fondata nel 1934 col compito di monitorare il mercato azionario.

## IL SECONDO DOPOGUERRA: DALLA REGOLAMENTAZIONE ALLA DEREGULATION

Facciamo un flashforward e andiamo agli anni Settanta, quando il capitalismo industriale americano del secondo dopoguerra fu caratterizzato dalla presenza delle CENTER FIRMS o imprese chiave e dalle LBO o Leverage Buy Outs. Le imprese chiave erano dotate di una struttura direzionale gerarchica che comportava un'accentuata integrazione verticale, dalla produzione al marketing alla distribuzione, e una tendenza all'oligopolio, si caratterizzavano per alcuni obiettivi di investimento per lo sviluppo industriale: la ricerca e lo sviluppo tecnologico, l'innovazione di prodotto, la produzione di beni strumentali.

L'importanza delle imprese chiave nella storia della finanza d'impresa è dipesa dalla loro attitudine a sviluppare economie di scala. Le imprese chiave si qualificavano come IMPRESE MULTIDIMENSIONALI, il cui top management, se concentrava autorità e direzione, delegava le attività relative alla produzione, al marketing, alla distribuzione, a divisioni decentrate, affidate a loro volta a general manager.

La crescita e il dinamismo delle imprese chiave furono favoriti da un quadro macroeconomico stabile sino al termine degli anni Sessanta, caratterizzato dalla presenza di fattori interni e internazionali, di cui esse beneficiarono ampiamente:

- 1) ACCORDI INTERNAZIONALI PER LA LIBERALIZZAZIONE DEL COMMERCIO E IL RIPRISTINO DELLA STABILITÀ MONETARIA.
- 2) LA RICOSTRUZIONE POST-BELLICA DEI PAESI EUROPEI E DEL GIAPPONE FINANZIATA DA AIUTI E PRESTITI AMERICANI, a partire da quelli erogati tramite l'EUROPEAN RECOVERY PROGRAM (1948-52), meglio noto come PIANO MARSHALL, che alimentarono una crescente domanda di beni capitali e di prodotti finiti indirizzata anche in questo caso alle grandi imprese americane.
- 3) ADOZIONE DI POLITICHE DI TIPO KEYNESIANO, sia negli USA sia in altri paesi ad economia di mercato, volte al raggiungimento del pieno impiego e caratterizzate da un ruolo dinamico dello Stato in ambito economico attraverso una crescente dilatazione della spesa pubblica a fini assistenziali e a supporto della difesa, dell'agricoltura, della pubblica istruzione e delle infrastrutture.

Le altre tipologie di impresa che caratterizzarono il capitalismo americano del secondo dopoguerra sono LE CONGLOMERATE e LBO – LEVERAGE BUY-OUTS. Le conglomerate erano società costituite da un complesso di imprese che producevano beni differenti, le LBO erano società di persone costituite con lo scopo di acquisire imprese attraverso l'emissione di debito.

La differenza rispetto alle imprese chiave è che le conglomerate e le LBO perseguivano l'efficienza mediante l'innovazione finanziaria piuttosto che organizzativa o tecnologica. Non caso le nuove tipologie di impresa si svilupparono in successione, tra la metà degli anni Sessanta e la fine degli anni Ottanta del Novecento, nel corso di un periodo storico interessato da numerosi e radicali mutamenti nell'economia americana e internazionale con un tramonto dell'ordine

economico stabilito come reazione alla crisi del 1929 e consolidato nel corso della ricostruzione post-bellica. Tale evoluzione fu accompagnata dalla crisi del Keynesismo e dal ritorno dell'ideologia liberale in economia.

L'ordine economico regolato venne sostituito con un nuovo sistema che favoriva più concorrenza sui mercati e una maggiore apertura alle influenze internazionali. La sostituzione fu avviata negli Stati Uniti come risposta alla crisi degli anni Settanta, che interruppe l'espansione post-bellica e fu preannunciata, nel 1971, dalla fine del sistema monetario stabilito a BRETTON WOODS.

A parte questo, in questo periodo avviene una innovazione finanziaria pari a quella Inglese tra '600 e '700. Basta pensare allo sviluppo di elettronica e informatica con i semiconduttori, la miniaturizzazione dei circuiti elettronici e alla creazione dei CHIPS nella Silicon Valley in California.

A trarre beneficio dalle innovazioni furono i mercati finanziari che si consolidarono nell'abolizione delle norme che avevano limitato la concorrenza. Si inizia così a parlare di DEREGULATION, una politica economica che ispirò il settore dei trasporti e delle comunicazioni, che vennero progressivamente liberalizzati. La DEREGULATION investì anche la politica fiscale, favorendo gli investimenti attraverso un'ampia detassazione degli utili delle imprese. La politica monetaria della FEDERAL RESERVE, guidata dal 1979 da Paul Volcker, contribuì a sostenere la ripresa borsistica e a consolidare il quadro macroeconomico, combattendo l'inflazione con l'innalzamento dei tassi di interesse e una rigorosa stretta creditizia.

Solo nel 1960, vennero create in USA ben 844 società conglomerate e, verso il 1967, il numero di nuove società conglomerate era pari a 3.000. Nel 1973, tra le 200 principali società manifatturiere americane, 15 appartenevano alla categoria dei conglomerati: le loro forme organizzative apparivano condizionate sia dai diversi modi utilizzati per finanziarne la creazione sia dalla tipologia di imprese che erano state già acquisite.

Con il ridimensionamento delle conglomerate le tendenze innovative in ambito finanziario furono ereditate da una nuova forma organizzativa, le società LBO, apparse per la prima volta al termine degli anni Settanta. Gli LBO erano società di



persone costituite al fine di acquisire una target company, una società bersaglio, temporaneamente in difficoltà, utilizzando la leva finanziaria, contraendo prestiti in terzi, garantiti dalle azioni o dal patrimonio della stessa società bersaglio.

Gli LBO si proponevano di rendere operative le nuove tendenze del governo di impresa, sfruttando anche la favorevole legislazione fiscale che deliberava la deducibilità degli interessi. Gli LBO si svilupparono in fasi successive:

- 1) Una prima fase coincise con l'acquisizione o di imprese relativamente piccole, operanti in settori tradizionali, la cui proprietà appariva disinteressata al prosieguo del loro controllo, oppure di società controllate da imprese più grandi, il cui andamento appariva però negativo.
- 2) Una seconda fase, avviata alla metà degli anni Ottanta, coincise con le MAXIACQUISIZIONI, che assunsero un carattere ostile, e fu caratterizzata dalla scalata a società di dimensioni assai maggiori, come la REVLON, le conglomerate Beatrice Foods e Nabisco o La National Can.

Per ottenere un andamento aziendale efficiente la struttura amministrativa della società acquisita veniva modificata profondamente: il controllo veniva assegnato ai principali partner dell'LBO e al suo management, mentre agli investitori esterni si attribuiva una funzione di semplici finanziatori.

A partire dagli anni Novanta la globalizzazione dei mercati dei capitali, il trionfo dell'ideologia liberista e l'esplosione della New Economy, con la creazione di centinaia di DOT.COM quotate al Nasdaq, il nuovo mercato tecnologico aperto nel 1971, se assicurarono all'economia americana una crescita che pareva inarrestabile, alimentarono anche movimenti speculativi sempre più ampi.

Al pari di quanto accaduto negli anni Venti, essi coinvolsero tutti gli strati sociali della popolazione americana: al termine di quel decennio il 60% delle famiglie aveva immobilizzato una parte dei propri risparmi in azioni. Alla fine del 1999 l'indice del NYSE era rimbalzato a quota 11.497 e quello del Nasdaq a quota 4.069.

La speculazione era sorretta dalla straordinaria diffusione di strumenti finanziari come i derivati o gli HEDGE FUNDS, nati nel clima della deregulation degli anni

Ottanta. La bolla è infine scoppiata nel 2000, evidenziando casi clamorosi di frode finanziaria e malversazione amministrativa: così come avvenne negli anni Trenta, al crollo seguì una lunga fase recessiva. Il rapporto tra efficienza economica, finanza e innovazioni istituzionali si dimostrava in grado di condizionare l'evoluzione dell'intero assetto economico.