

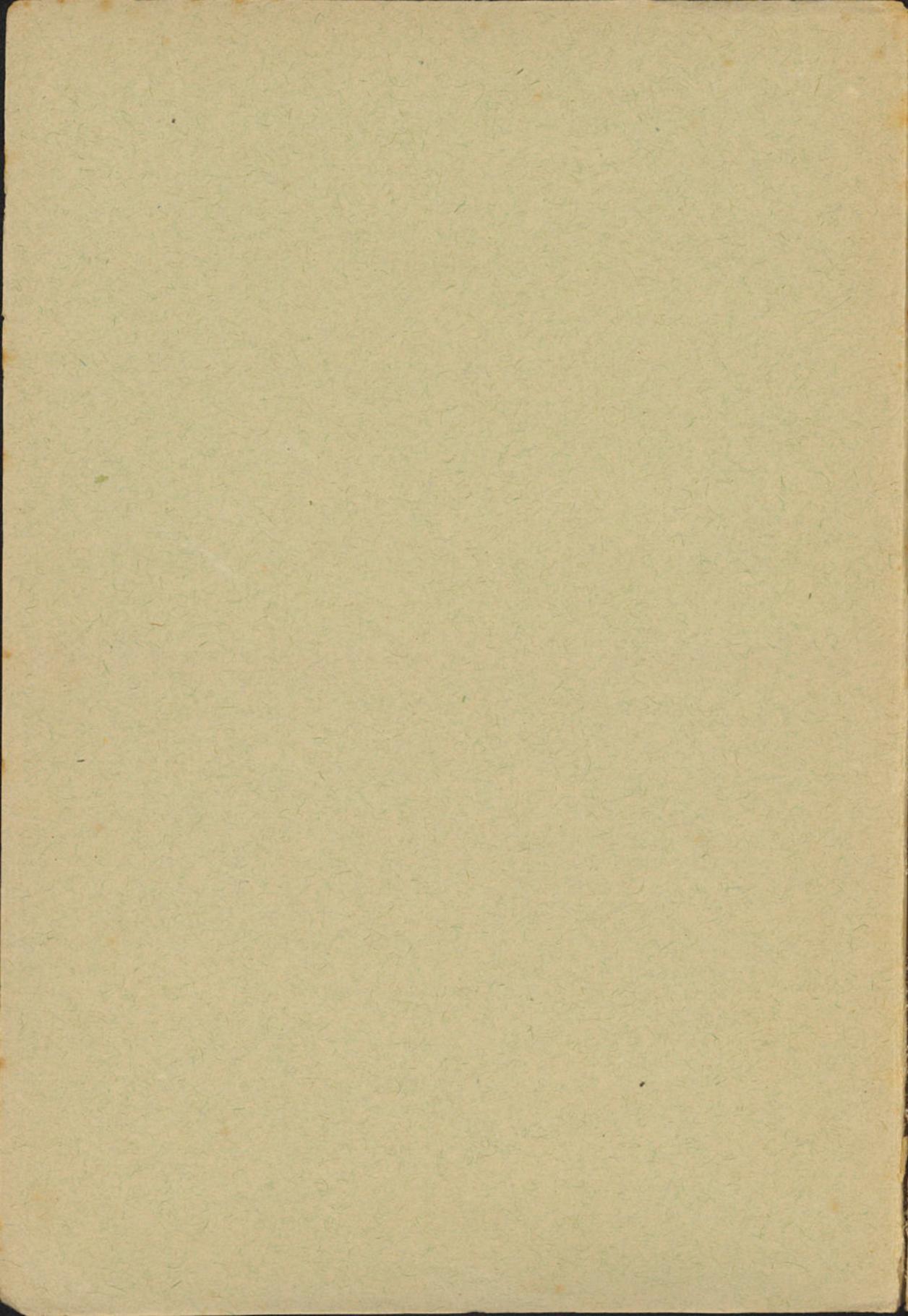
13

ALFONSO DE PIETRI - TONELLI
professore di Politica Commerciale
nel R. Istituto Superiore di Studi Commerciali
in Venezia

La speculazione di borsa

2^a Edizione
modificata ed estesa

INDUSTRIE GRAFICHE ITALIANE - ROVIGO
STABIL: BELLUNO - BOLOGNA - FERRARA - PADOVA
1921



Dono
De Pietri-Tonelli

ALFONSO DE PIETRI - TONELLI
professore di Politica Commerciale
nel R. Istituto Superiore di Studi Commerciali
in Venezia

La speculazione di borsa

2^a Edizione
modificata ed estesa

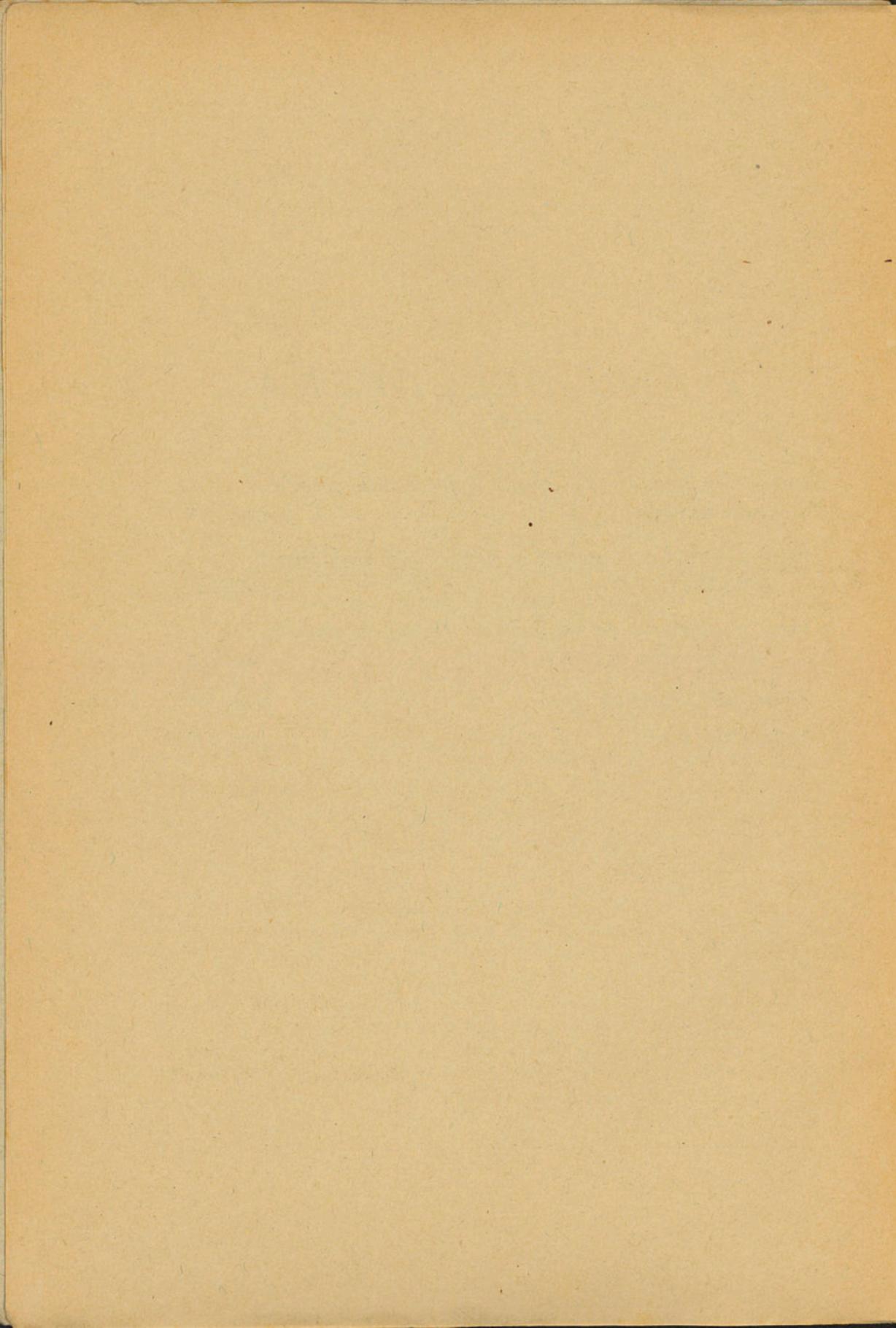
INDUSTRIE GRAFICHE ITALIANE - ROVIGO
STABIL: BELLUNO - BOLOGNA - FERRARA - PADOVA
1921

1911
Biblioteca

Tutti i diritti della proprietà letteraria sono riservati all' autore
e le copie devono essere firmate e numerate

PIANO DELL'OPERA

Parte 1 ^a descrittiva — <i>La borsa e le forme della speculazione di borsa</i>	pag. 1
Parte 2 ^a teorica — <i>Carattere economico della speculazione di borsa</i>	pag. 125
Parte 3 ^a politica — <i>La speculazione di borsa nei giudizi e nei provvedimenti pratici</i>	pag. 206
<i>Indice degli argomenti</i>	pag. 238
<i>Indice degli autori</i>	pag. 244



PARTE I.^a DESCRITTIVA

La borsa e le forme della speculazione di borsa

1. — Le operazioni di speculazione rientrano nel complesso di quelle operazioni commerciali che s'attuano allo scopo di difendersi e di trar lucro dalle variazioni di prezzi che avvengono principalmente nel tempo.

Il mercato sul quale la speculazione si esercita, nelle sue forme tipiche, è la borsa. Questo vocabolo, come è risaputo, si usa nella pratica degli affari anche per significare: le persone che compiono le operazioni di borsa, il luogo in cui tali persone sogliono radunarsi e il tempo delle adunanze (1).

Intesa come una specie di mercato, la borsa presenta all'osservatore caratteri particolarissimi: sia riguardo: (a) ai beni che in essa si scambiano (§ 2-§ 4); sia (b) riguardo all'organizzazione che ad essa vien data (§ 5); sia (c) riguardo alle persone che la frequentano,

(1) (1) **Alph. Courtois**, fils. *Traité élém. des opér. de B.* 4. e ed. Paris, 1882 p. 55. — **A. Tronci**. *Le oper. e la materia di B.* Torino, 1891, pag. XXIV. — **F. Piccinelli**. *Il capitalista*, Milano, 1906, p. 6. # (2) **C. Supino**. *Le op. di B. disp.* Univ. Bocc. Milano, 1909-10 p. 9-10. # (3) **L. Walras**. *Elem. d'éc. pol. pure*, Lausanne, 1900, p. 44, seg. — *Étud. d'éc. pol. appl.* Lausanne, 1898, p. 408, 482. — **A. Marshall**. *Princ. of Ec. vol. I. fifth ed.* London, 1907, p. 326. — **J. S. Nicholson**. *Princ. d'Ec. Pol. Bibl. dell'Ec. Va ser. dir. da P. Jannaccone*, vol. II. Torino, 1905 disp. 5.a, p. 374, 375. — **A. Ellis**, in: **R. H. I. Palgrave** *Dict. of Pol. Ec. vol. II.* London 1910, p. 697.

o : (1.º) come commercianti o : (2.º) come intermediari (§ 6); sia (d) riguardo alla sviluppo che vien dato : (1.º) a tutte le istituzioni e : (2.º) informazioni commerciali che ad un mercato possono recar sussidio (§ 7); sia infine : (e) riguardo alle operazioni che nella stessa borsa si compiono (§ 8-§ 30; § 32) ed ai modi coi quali quelle operazioni : (f) si prolungano (§ 31) e : (g) si liquidano (§ 33). La descrizione di tali caratteri, che fanno della borsa un mercato ben diverso dagli altri (2) e, più propriamente, un mercato perfezionato o tipico (3), costituisce la base ed il punto di partenza dello studio scientifico della speculazione.

2. — I beni economici, (§ 1-a) trattati nelle borse presentano : (α) un grado notevole di trasmissibilità economica : (1.º) nel tempo (1) e : (2.º) nello spazio ; presentano inoltre ; (β) una grande fungibilità (2), per cui basta a contraddistinguerli l'indicazione del nome (3) o, tutt'al più, del tipo o, qualche volta : la presentazione del campione. Inoltre i beni economici negoziati nelle borse devono esistere : (γ) in grandi quantità (4), vengono ad avere (δ) un mercato all'ingrosso pressochè unico, o, come si dice internazionale, sebbene prodotti in più paesi (5); e (ε) continuo (6) regolare.

Tali caratteri sono posseduti più o meno estesamente dalla maggior parte dei valori mobiliari e da talune categorie di prodotti.

(2) (1) **G. Prato.** *Gli insegn. d'una regolam. arbitr. di prezzi nelle borse del cot. amer. Riform. Soc. Luglio-Agosto, 1910, p. 490.* # (2) **J. Conrad.** *Grundr. zum Stud. der pol. Oek. Erst. T. viert. Aufl. Jena, 1902. p. 193.* — **W. S. Jevons.** (*Teor. dell'Econ. Pol. Bibl. dell'Ec. dir. da G. Boccardo, 3.ª serie, vol. II, p. 221*) rileva i vantaggi dell'uniformità della merce nella formazione del prezzo unico. # (3) **H. Lefèvre de Chateaudun.** *Le commerc. Paris, p. 109.* # (4) **E. Struck.** *Die Effektenbörse, Leipzig, 1891, p. 203.* # (5) **A. Graziani.** *Ist. di Ec. pol 2.ª ed. Torino, 1908, p. 222, 223.* # (6) **A. Cournot.** *Mathem. Princ. of Wealth ed. Fisher. N. York, 1897, ch. 1 § 2.* — **C. Menger.** *Princ. fond. d'Ec. pref. Pantaleoni. Imola, 1909, p. 213.* — **V. Pareto.** *Manuale d'ec. pol. Milano, 1906, cap. VIII. § 14, p. 422.* — *Manuel. d'éc. pol. trad. Bonnet. Paris. 1909, ch. VIII § 14 p. 443.* — **C. Gide.** *Princ. d'éc. pol. trad. Mortara. Milano. 1907 p. 187.*

3. I valori in generale presentano per loro natura i caratteri stabiliti in (§2- α) e (§2- β). Pei valori di borsa il carattere (§2- β) è accresciuto dall'uso di trattare nelle operazioni a termine, (§14-§32), che sono le operazioni tipiche di borsa, i titoli per quantità fisse e per multipli di tali quantità (¹). Inoltre i valori di borsa devono esistere

(3) (¹) Riguardo al carattere (2- α): **R. Auspitz** und **R. Lieben**. *Untersuch. über die Theor. des Preises*, Leipzig, 1889, p. 295. Pel carattere (2- β) va ricordato ad es. che allo *Stock Exchange* di Londra, un'offerta o domanda ad un dato prezzo è obbligatoria, quando si tratti di *marketable quantity*. Se non è fissata la quantità, s'intende quella stabilita dalle [1] *Rules and regulations of the Stock Exch. publ. under auth. by E. Satterthwaite, secret. to the Comm. for gen. purp. London, 3 Jan. 1911. Rule 92.* — Allo *Stock Exchange* di N. York le offerte d'acquisto odì vendita devono, come regola, comprendere almeno 100 azioni e un valore di 10.000 doll. d'obbligazioni. — **R. Taeuber**. *Die Börsen der Welt*. Leipzig, 1911, p. 527. — Alla Borsa di Parigi i contratti non possono riferirsi se non a quantità di titoli, senza indicazioni di numeri o altra [2] *Décret du 7 Octobre 1890 portant règlement d'administration publique pour l'exécution de l'art. 90 du Cod. de Comm. et de la Loi 28 Mars 1885 sur les marchés à terme, modifié par le Décret du 29 Juin 1898, art. 46.* I contratti a termine (art. 60) si fanno per le scadenze, le quantità e multipli stabiliti dalla Cam. sindacale [3] *Règlem. partic. de la Compagnie des Agents de change de Paris, 30 Janvier 1899, art. 48, 49, 51.* — Nelle borse tedesche, il *Börsenvorstand*, ammettendo un titolo al commercio a termine, stabilisce, secondo le precise norme della *Börsenordnung* le *Geschäftsbedingungen*: fra le quali sono anche da includersi i *Mindestbeträge zu handelnder Wertpapiere*. — **T. Hemptenmacher**. [4] *Börsengesetz*, Berlin 1908, commento al § 50, p. 173, n. 6. Le [5] *Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fonds-Börse, gültig von 1 April ab*, al § 16 si riferiscono agli *usancenmässigen Beträge*. Una decisione del *Börsen-Vorstand* del 15 Maggio 1908, ha stabilito, in nuovi capoversi da aggiungersi al § 16, che cosa s'intenda per *usancenmässige Beträge*. Anche le cambiali devono avere certi importi per essere negoziabili in date piazze. — **A. Schütze**. *Die B. u. die Börsengesch. in Saling's Börsen-Papiere. Erst (allg.) Teil, Elft. Aufl. Berlin, 1908, p. 251.* Le [6] *Allg. Bestimm. für den Handel mit Wertp. an der Hamburger Börse, gültig vom 1 Jan. 1910*, stabiliscono al cap. VIII gli *usancenmässigen Beträge bei Zeitgeschäften*. Le [7] *Bedingungen für den Handel in Effekten, Devisen und Valuten sowie für den Eskompte an der Wiener Börse gültig ab 1 Jun. 1909*, al § 15, stabiliscono l'importo d'un *Börseschluss*, a seconda che si tratta di titoli negoziati *nach den Nominale o per Stück*.

in quantità notevoli, ⁽²⁾, richieste talora dai regolamenti delle singole borse per l'ammissione alla quota (§7). I valori di borsa possono essere: (I') locali, cioè trattati in una o poche borse di un paese e: (II') internazionali, cioè trattati in più borse e di diversi Stati. I valori internazionali, che sono naturalmente i valori tipici di borsa, sod-

La [8] *Börsenordnung der Zürcher Effektenbörse*, § 10, stabilisce gl'importi delle partite di titoli da quotarsi. Analogam. fa il [9] *Regol. per la compilaz. del List. uffic. di Borsa (Trieste)*, art. 2. Mentre le [10] *Norme per la regolaz. delle operaz. di carte, valori ecc.* di quella borsa, stabiliscono, all'art. 15, l'importo dei lotti di valori da contrattarsi. — Il [11] *Règl. intér. de la Bourse des Valeurs d'Alexandrie, appr. par Arr. du Min. des Fin. en date du 27 Août 1910*, all'art. 28, stabilisce il *minimum de vente des titres*. — Alla borsa di Milano, per l'accertam. dei corsi, si tien conto degli importi stabiliti dall'art. 29, c. del [12] *Regolam. per le adunanze e la negoziazione dei valori appr. dalla Cam. di Com. 24 Magg. 18 Sett. 1883, modific. il 19 Luglio 1905*. #
 2) Allo *Stock Exch.* di Londra per stabilire uno *special settling day*, occorre che *sufficient Scrips or Bonds are ready for delivery and are in reasonable amount* ((3) (1) [1]) *Rules*, 149 (*Appendix 35*), 150. Per la *Quotation in the official list of any security* occorre una *sufficient magnitude and importance*. *Rule 151 (Appendix 36)*. — Alla Borsa di Parigi la *Cote officielle* comprende: i valori che la *Chambre syndicale* ha riconosciuto *donner lieu ou pouvoir donner lieu sur la place à un nombre suffisant de transactions* ((3) (1) [2]) *art. 80*. — Per l'ammissione dei titoli al comm. a term. occorre in Germania un valore nomin. minimo di 20 milioni di marchi ((3) (1) [4]) § 50. Per la emplace ammissione in borsa occorre un importo minore ((3) (1) [4]) § 44 e [1] *Bekanntmachung betr. die Zulassung von Wertpap. zum Börsenhand. vom 4 Juli 1910*, § 1, seg. — Un minimo più basso è richiesto dal [2] *Regl. über die Aufnahme von Wertpap. ns Kursblatt della Borsa di Zurigo (art. 4)*. — Per l'ammissione alla quota a term. della borsa dei valori d'Alessandria, occorre un ammontare di titoli emessi e liberati di 40.000 lire egiziane ((3) (1) [11]) *art. 24*. — In esecuzione all'art. 16 del [3] *Regol. per l'esecuzione del Cod. di Comm. appr. con R. Decr. 27 Dic. 1882*, ecc. l'art. 110 del [4] *Regol. ispec. della Borsa di Genova, appr. con Decr. Min. 22 Apr. 1908*, ecc. richiede pse l'ammissione alla quota, che i titoli abbiano dato luogo a frequenti contrattazioni. #r
 (3) **M. L. Bachelier**. *Théorie de la spéculation, Paris, 1900*, p. 43. — ((3) (1) [1]) *Rule 88*. — Al *Royal Exch.* di Manchester il *Master's office* compila e pubbl. il calendario di borsa. — A N. York, nel 1906 s'è fondata una banca giornaliera e notturna, continuamente aperta. A tale pratica hanno aderito gli uffici di cambio

disfano anche alla condizione (§ 2-è). Ma essi soddisfano pure alla condizione (§ 2-è), in quanto si trattano in ogni giorno di borsa a certe ore; e le borse hanno normalmente un calendario non molto più breve di quello civile (3).

Uno sguardo ai listini ufficiali delle più importanti borse

delle più antiche banche. — **Schütze**, Op. cit. pag. 346, seg. — [1] *Börsen - Ordnung für Berlin, am 2 Januar. 1909 in Kraft. Art. 37* — [2] *Hamburgische Börsenordnung gültig vom 1. Juni 1908, § 8, Börsenzeit* — [3] *Statut für die Wiener Börse, in Wirksamkeit 1 August 1906 § 14.* — [4] *Règlement de la Bourse d'Alexandrie, appr. par Décr. du 8 Nov. 1909, mod. par Décr. 25 Avr. 1910, art. 42 - ((3) (1) [11]) art. 3, 4, 5 - [5] Amendements à proposer au Gouvern. sur le Règlem. ecc. approuvés par les assemblées ec. p. 11 - (3) (1) [12] Art. 11 d.* Calendario e orario si pubblicano in appendice al *Boll. Uff.* della borsa — ((3) (4) [4] *Art. 2.* Calendario e orario in appendice al *List. Uffic.* della borsa. — Così fa anche la borsa di Firenze. ‡ (4) **P. J. Proudhon. Manuel du spéculateur à la B. 3.e ed. Paris, 1869** pag. 149. — **Courtois.** Op. cit. p. 62 seg. — **Ad. Ben. Nouveau Manuel de la Bourse de Paris, p. 62** seg. — **Tronci** Op. cit. p. 191 seg. — **Piccinelli.** Op. cit. p. 11 seg. — **F. Leardini, Tratt. di calcolo mercant. Bellinzona, 1908.** p. 437 seg. — **A. Barriol, Théor. et prat. des opérations financ. Paris, 1908,** p. 293 seg. ‡ (5) **O. Marinitsch, La Bourse, Paris, 1892,** p. 1 seg. ‡ (6) **Schütze.** Op. cit. p. 3 seg. ‡ (7) Intorno al dividendo si veggia **E. Schuster,** in: **Palgrave,** Op. cit. vol. I, p. 606 seg. ‡ (8) Per la storia del debito pubbl.: **A. Smith. Wealth of Nat. ed. E. B. Bax. London 1901, vol. II, chap. III,** p. 445 seg. — **Schütze.** Op. cit. p. 12 seg. Per la creazione, le forme del debito pub. la sua unificazione, le conversioni e l'ammortamento nei diversi paesi: **Schütze.** Op. cit. p. 6 seg. p. 196 seg. — **T. H. Elliot,** in: **Palgrave.** Op. cit. vol. I, p. 404 seg. I soliti trattati di Borsa ed anche di Scienza delle Finanze italiani, come quelli del **Ricca-Salerno,** del **Nitti,** del **Graziani,** del **Flora,** ecc.; stranieri, come il **Leroy-Beaulieu,** il **Wagner,** ecc. e le opere speciali. Per le leggi si veggia ad es.: *Testo unico delle leggi sul Deb. Pubbl. It. R. D. 17 luglio 1910.* ‡ (9) Per le origini del cambio e le sue forme, oltre i soliti trattati si veda: **Schütze.** Op. cit. p. 240 seg. il quale dà le opportune notizie giuridiche e pratiche. — ((3) (1) [3]) *art. 73.* — ((3) (2) [1] § 12 - ((3) (1) [5]) § 45 - ((3) (2) [2]) § 22 - ((3) (1) [7]) § 16 - ((3) (1) [10]) § 17. — ((3) (2) [3]) *art. 17* - ((3) (1) [12] *art. 24.* ‡ (10) Per l'origine storica, del resto abbastanza nota, delle azioni e delle loro forme, si veggia fra gli altri: **Alph. Courtois, fils. Histoire des Banques en France, deux. ed. Paris 1881,** p. 285 seg. Il

o alle quotazioni ed agli elenchi privati, per le borse che non pubblicano e pei casi in cui non si redigono le liste ufficiali (§ 7)⁽¹⁸⁾, mostra già la grande varietà dei titoli che si negoziano.

Nei trattati di borsa si soglion fare molte classificazioni⁽⁴⁾ dei titoli e sotto vari punti di vista. Anche le quote dispongono con diverso

Courtois ricorda la Camera di S. Giorgio di Genova, le Compagnie d'Olanda, di Inghilterra, ecc. A p. 14 della stessa op. si fan risalire all'epoca del **Law** le prime azioni al portatore. -- **R. Ehrenberg**. *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung*. Berlin 1883, p. 3 seg. -- Ogni trattato di Dir. Comm. s'occupa delle obbl. delle azioni e delle loro specie, come pure se ne occupano i codici e le leggi comm. dei vari paesi. Si vegga ad es. il *Cod. di Comm. ital. art.* 164-175. -- Intorno al regime giuridico delle obbligazioni, si vegga: **A Geisser**. *Il regime leg. e fisc. delle obbl.* in *Riform. Sociale*, Giug. 1911. Come pure si veggano: *Il Resoconto del Congr. delle Società per azioni tenutosi a Torino nel Giugno 1911* e le discussioni avvenute sulla *Rivista delle Società commerciali* di Roma ¶ (11) Per l'origine delle società anonime e la loro storia si può ancora consultare: **E. Worms**. *Sociétés par actions et opérat. de Bourse*, Paris, 1867. L'A. sostiene, nonostante i documenti del **Troplong**, che le azioni son sorte nelle imprese finanz. e comm. dalle quali si estesero alle imprese industr. (p. 131-132.) -- **Ehrenberg**. Op. cit. -- **Schuster**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III, p. 651 e seg. e la bibliografia ivi citata. -- **Schütze**. Op. cit. p. 86 e seg. E i soliti trattati. -- Anche delle società e loro specie s'occupano i trattati di Diritto Commerciale, i codici e le leggi commerciali e finanziarie dei diversi paesi. Si vegga ad es. il *Cod. di Comm. it. art. 76 seg.* Gli atti costitutivi di Società commerciali vanno registrati in Italia: [1] *N. T. U. delle leggi sulle Tasse di Registro appr. con R. D. 20 Maggio 1897*, [2] *Leg. 29 Apr. 1911 recante mod. ad alcune disposiz. delle leggi relative alle tasse di registro, ecc. art. 8.* [3] *Regolam. 11 Giugno 1911, art. 1.* [4] *Istruz. min. 30 Giugno 1911, art. 1.* -- In Germania la *Tantièmesteuer* colpisce i proventi spec. le medaglie di presenza, gl'indennizzi ai sindaci delle società, ecc. -- I dati statistici intorno alle società vanno crescendo. Dalla promulgaz. del *Companies Act* al 1901, si registrarono nel Regno Unito 60.000 soc. per. az. a resp. lim. 1300 con garanz. limit. 140 con gar. ill. Nel periodo 1901-6 rispettivam. 24.011; 430; 25. Cap. nom. delle Comp. registrate dal 1862 al 1909: Lst. 6.946.000.000. Cap. vers. delle Comp. esistenti nell'Apr. 1909: Lst. 2.163.133.000. -- **Geisser**. l. c. -- In Francia si costituirono nel 1910: 1.608 soc. in nom. coll. in confronto di 1.563 nel 1909; 724 in accom. sempl. in con-

ordine l'insieme dei valori di borsa ((7) ⁽¹³⁾). Pei nostri scopi basta accennare a qualcuna delle principali classificazioni.

Taluni scrittori sogliono da tempo ⁽⁵⁾ distinguere i titoli negoziati alla borsa in due grandi gruppi: (I'') titoli con interesse fisso, (II'') titoli con reddito variabile ⁽⁶⁾. I primi rappresen-

fronto di 635; 13 in acc. per az. in confronto di 17; 519 anonim. in confronto di 566; 47 anonime a cap. variab. in confronto di 56. In tutto 2.911 nel 1910, contro 2837 nel 1909. Gli apporti sociali sono stati di 1.332.611.160,50 nel 1910, contro 1.090.714.892,26 nel 1909. Il numero degli atti di dissoluzione depositati: 1.397 nel 1910, contro 1.456 nel 1909, — **H. Schühler**, in: **Arthur Raffalovich. Le marché financier 1910-11. Paris**, p. 322. — Al 31 Dic. 1910 in Germania c'erano 5295 soc. per az. attive con un cap. az. nom. di 15.446,3 milioni di M. dei quali circa 5 miliardi per aziende bancarie ed assicurative, gli altri 10 per le società industriali, in numero di 4500 circa; 595 società erano in liquid. al 31 Dic. 1910, con un cap. nom. di 335,6 mil. di M. e 71 in fallim. con 64,2 di cap. — **Raffalovich. Le marché financier 1910-11 p. 120** e i dati dell'*Ufficio Imper. di Stat.* riferiti dalla *Frankfurter Zeitung*, Dic. 1911 e riprodotti in: **A. Geisser. Le obbl. ind. in Germ. Riform. Soc. Marzo 1912**, p. 196. Dai dati pubbl. dall'*Ufficio imper. di statist.* riportati dall'*Econ. dell'It. Modern.* 6 Aprile 1912, risulta che nel 1911 furono fondate in Germ. 169 società anonim. con un cap. nom. di 235,83 milioni di marchi; nel 1910: 186 soc. con un cap. nom. di 250,09 milioni di marchi. — Secondo i dati dello *Handelsmuseum*, riferiti dall'*Econ. dell'Ital. Modern.* 23 Marzo 1912, in Austria si sono fondate 58 società anon. nel 1911, in confronto di 64 nel 1910; 483 società a garanzia limitata, in confronto di 369 nel 1910. — In Russia si son costituite nel 1910: 198 soc. anom. di cui 17 straniere autorizzate a funzionare in Russia. — **Apostol**, in: **Raffalovich. Le march. fin. 1910-11 p. 425**, seg. — Dai dati dell'*Annuario italiano del Capitalista* del 1911 redatto da **E. Papa**, ed. dal *Sole*, spogliati da **A. Necco (Riform. Soc. Giugno 1911)** risulta che al 15 Genn. 1911 esistevano in Italia meno di 2726 società, di cui 175 costituite nel 1910; nel quale anno ne scomparvero 106. Le soc. ital. per az. quotate in borsa dal 1906 al 1911 furono in media 240, di cui 17 banc. 28 di trasp. 37 metal lurg. 36 di tessit. e filatura, 18 saccarif. 15 autom., ec. — *La Finanza italiana* 10 Febr. 1912. # ⁽¹²⁾ **Proudhon**. Loc. cit. — **Tronci**. Op. cit. p. 594 seg. # ⁽¹³⁾ **Barriol**. Op. c. 293 seg. # ⁽¹⁴⁾ **Walras. Étud.** p. 403, seg. # ⁽¹⁵⁾ In Inghilterra l'*income tax* colpisce con tasso variabile, che le leggi finanziarie di **Asquith** hanno fissato a 1 sh. e 2 d. per Lst. (*Il Dir. comm.* di **Cogliolo e Supino**. Sett. 1911) tutti gli in-

tano crediti; i secondi parti sociali, alle quali spetta, quando c'è, un dividendo (7). In (1'') rientrano i fondi di Stato, (8) distinti in fluttuanti, consolidati e sottospecie, e redimibili; rientrano pure le obbligazioni delle Provincie, dei Comuni, delle imprese di trasporto, bancarie, industriali, ecc. Vanno aggiunte le cambiali,

teressi e dividendi di titoli inglesi o stranieri, posseduti da Inglesi o stranieri ab. in Inghilterra o Inglesi ab. all'estero. — **Schütze**. Op. cit. p. 190, seg. — **Raffalovich**. *Le marché fin.* 1909-10, p. 219, 220. — In Francia si colpisce in modo speciale il reddito dei valori. Provento nel 1909: 102.520.000 fr. nel 1910: 107.856.000. — **Schuhler**. Loc. cit. p. 296. — In Germania un *Urteil des Senats des preussischen Oberverwaltungsgerichts vom 25 Juni 1902*, riguardava il sovrapprezzo delle azioni come una messa di capitale degli acquirenti delle azioni medesime, non già come reddito della società. — in Austria si colpiscono gli interessi e le rendite, esentando taluni valori, che vanno poi all'estero. — In Ungheria, dal 1906, non si colpiscono i titoli all'estero. — In Russia c'è pure un'imposta sul reddito dei capitali, sui *coupons* dei valori priv. e pubbl. sui guadagni dei due prestiti russi a premio, sui dividendi; con esenz. di certi prestiti di Stato, certe obblig. ferrov. e certi dividendi dei sudditi non russi e non ab. in Russia. — **Schütze**. Op. cit. p. 95, seg. 187, seg. 193, seg. — In Russia l'imposta sui redditi dei val. mob. in generale ha dato nel 1909: 23.4 milioni di R. con un plusval. di 1.5 sul 1908. — In Italia sui redditi provenienti dai titoli del deb. pubbl. nominativi o al portatore, l'I. di R. M. si riscuote per trattenuta come dispongono: il [1] *T. U. per l'I. R. M. del 24 Agosto 1887, art. 11. b.* la [2] *Legge 22 Luglio 1894, articolo 2*, il [3] *Regolam. 3 Novembre 1894 tit. I.* Scomparso l'aggio sull'oro, nel 1903, si sospese l'*affidavit* a partire dal Gen. 1904. La questione del sovrapprezzo delle azioni è stata agitata anche in Italia, dove sembra che senza bisogno d'una interpretazione autentica del Parlamento, si vada facendo strada la tesi sostenuta dal fisco. Si veggia un sunto delle discussioni, cui parteciparono le maggiori riviste, in: **G. P. Chironi**, *L'imp. di ricch. mob. e il sovrapprezzo delle azioni*, in: *Rivista di Diritto Commerciale* dello **Sraffa** e del **Vivante**, Gen. 1910: un articolo del **Vivante** su *La imponib. del sovrapprezzo*, nel *N.o di Novembre 1910* della stessa rivista e la monografia **U. Manara**. *La pretesa imponibilità del sovrapprez. nelle azioni di nuova emissione*, Torino 1911. ‡ (16) Intorno alle difficoltà delle ricerche statistiche sui valori mobiliari, ha riferito **A. Neymarck** alla *Société d'Éc. politique*, nella riunione del 5 Gennaio 1912. Si veggia il resoconto del *Journ. des Éc.* 15 Janv. 1912. Secondo lo stesso **Neymarck**. nel 1908 l'insieme dei valori

rappresentanti un credito, sebbene non diano formalmente un interesse (9). In (II'') si mettono le azioni (10) delle varie specie di società, esercenti il credito o l'industria, principalmente sotto la forma d'anonime, che sono sottoposte a diverso trattamento giuridico e finanziario nei varî paesi (11). Il Proudhon ed altri trattatisti (12)

mobiliari negoziabili nel mondo, ammontava a 770 miliardi, dei quali da 523 a 550 appartenenti ai nazionali dei diversi paesi e negoziati in più luoghi. I prestiti di Stato delle Province e delle Città eran saliti a 5.499,8 milioni nel 1907; a 7.244,3 nel 1908; quelli di stabilim. di credito a 1.525,7 e 1.373,5; quelli di soc. ferr. e industr. a 8.090,9 e 12.252,2: in tutto 35.990, 4. Le conversioni effettuate nel 1907 eran state di 227 milioni, nel 1908 di 329. Nel 1907 e 1908 i prestiti di Stato dei Dipartim. e delle Città si sono elevati a 12 miliardi 744 milioni, quelli delle società industr. a 23 miliardi 246 milioni. Alla fine del 1910 l'insieme dei valori div. compresi i fondi di Stato negoziabili sui mercati del mondo, era di 815 miliardi, di cui 570-600 appartenenti ai nazionali dei diversi paesi. In due anni quindi s'eran avuti 45 miliardi circa di valori nuovi, non comprese le conversioni: e cioè prestiti di Stato, Prov. e Città 8.514,5 nel 1909; 9.046,2 nel 1910; stabilim. di cred. 2.286,7 e 2.710,2; ferrov. e soc. industr. 11.218,8 e 11.149,4: in tutto 45.025,8. Nel 1909 le conversioni raggiunsero 2 miliardi 456 milioni; nel 1910: 3.563 milioni. Nel 1909 e 1910 i prestiti di Stato, Prov. e Città si elevarono a 17.560 milioni e i prestiti degli stabilimenti di credito, ferrov. soc. ind. 27.465 milioni. — *Rapport à la treizième session de l'Inst. Int. de stat. 4 Sept. à la Haye in Journ. des Éc. 15 Sept. 1911.* Su 330-335 miliardi di valori mob. compresi i fondi di Stato, posseduti alla fine del 1910 dai nazionali della Gran Bretagna, della Francia e della Germania: la Gran Bretagna ne possedeva 85 in fondi stranieri e delle sue colonie, la Francia 40 e la Germania da 20 a 25. — **A. Raffalovich.** *La Sect. de l'Inst. Int. de statist. in Journ. des Éc. 15 Oct. 1911.* — L'Inghilterra, che nel 1888, all'epoca della convers. di **Goschen.** del 3% in 2³/₄ (e 2¹/₂ se si toglie l'*income tax*) aveva 610 milioni di sterline di consolidato; ne contava 620 nel 1911. — **A. Raffalovich.** *Le marché financier en 1911 in Journ. des Éc. 15 Janv. 1912.* Dei 733 milioni di sterline di debito totale, il 40% si trovava nelle casse dello Stato, il 60% presso i privati. Mentre prima del 1888 l'ammontare dei titoli garantiti dallo Stato, escluso il consolidato era di Lst. 700 milioni, si aveva nel 1912 un complesso di Lst. 1.800.000.000. — *La Finanz. it. 24 Febr. 1912.* Il valore globale dei titoli quotati a Londra era al 18 Dic. del 1907: 3500,2 milioni di sterline, cioè 102,2% del val. nomin. Alla stessa data del

tengono giustamente a parte i valori stranieri quotati nelle singole borse.

Com'è noto, a seconda della forma di trasmissione, i titoli possono essere: (I'') nominativi (II'') al portatore e (III'') misti (13) I. titoli nominativi usati in Inghilterra, forse più che altrove, importano formalità di cessione che ne impacciano talora la circolazione, ma si prestano a dare elementi al fisco per colpirne i proprietari, che altrimenti possono sfuggire.

1908: 3638; 106, 2‰; 1909: 3711,5: 108,4‰; 1910: 3634,8; 106‰; 20 Genn. 1911: 3678,8; 107,4‰; 18 Dic. 1911: 3610,8; 105,4‰. In generale in Inghilterra il corso dei consolidati e dei fondi coloniali è diminuito nel 1910 in confronto del 1909; è accresciuto invece il corso dei ferroviari inglesi, americani e coloniali, e di parte dei fondi stranieri, dei valori industriali e della gomma. È diminuito in generale pei valori delle miniere africane, del rame, delle miniere australiane. Alla fine del 1911 i consolidati erano a 77 1/8 contro 79 1/2 alla fine del 1910. — **Stone e Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11 p. 192, n. 8. — Il debito pubblico degli Stati Uniti che ammontava a 2.700 milioni di dollari nell'Agosto del 1865, per una popolazione di 34 milioni (**Raffalovich.** *Le march. fin.* 1909-10 p. 386) era al 31 Marzo 1911 di 1,304.678.033 dollari, compreso l'*encaisse* del tesoro, per una popolazione di 91.972 mila ab. — **P. Clerget.** *Rev. de Géogr. écon.* in: *Rev. gén. des Sciences*, 15 Avr. 1912. — **Dombasle e Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11, p. 573 seg. Nel 1910 si sono quotati 1.229.501.545 dollari di azioni allo *Stock Exch.* di N. York, contro 1.325.526 nel 1909. — Al corso del 31 Dic. 1910 l'insieme dei val. mob. francesi e stran. compresi i fondi di Stato quotati e negoziati nel merc. uffic. della borsa di Parigi, ammontava a 142.153 milioni; coi valori di banca e quelli quotati nelle borse dipartim. l'insieme dei titoli negoziabili in Francia saliva secondo il **Neymark**, (l. c.) a 168-170 miliardi, di cui 106-110 appartenenti ai Francesi, per 65-70 miliardi di fondi e titoli nazionali e 40 stranieri. — In Francia si è calcolato che le imposte sian cresciute dal 1870 al 1908 come 43:100, dei quali 18,5 vanno pel servizio del debito pubblico. Il deb. publ. consolid. 3‰ ammortizzab. compreso, che era in media 20,0 miliardi di fr. nel quinquennio 1873-77 a fr. 545‰ ab., era 25,9 miliardi nel 1903-07, a fr. 665‰ ab. nel 1908 a fr. 659‰ ab. — *Stat. Gén de la France. Annuaire stat.* 29 vol. 1909, p. 5, seg. Il perpetuo francese 3‰ era a 98,45 alla fine di Dic. 1909, a 97,15 alla fine di Dic 1910: a 94,35 il 31 Dic. 1911. Il 3‰ ammor-

Una classificazione che pure va ricordata, è quella già fatta dal Walras (14), che distingueva: (I''') i titoli nuovi o di speculazione dai (II''') titoli vecchi o di impiego.

tizzabile era a 99.50 alla fine Dic. 1909, a 97.90 alla fine Dic. 1910. — Coi dati raccolti sistematicamente dall' *Economiste européen*, si può costruire l'annessa tavola (Tav. I) dei principali valori francesi:

Indicazione dei valori	Num.	Valore nominale	Valore al 31 Dic. 1909	Valore al 31 Dic. 1910	Differenza
Rendite francesi	13	21.276	25.846	24.551	— 295
Obbl. Città di Parigi . .	10	1.981	1.960	1.929	— 31
Obbl. Cred. Fondiario . .	12	4.855	4.743	4.634	— 59
Obbl. fond. div.	5	1.317	793	773	— 20
Az. Soc. di cred. francesi .	15	1.415	3.202	3.397	+ 195
Az. ferr. francesi	11	1.404	3.617	3.397	— 220
Obbl. Fer. francesi	43	18.836	16.780	16.202	— 578
Az. Soc. ind. francesi . .	34	868	2.470	2.602	+ 132
Obbl. Soc. ind. francesi . .	22	789	720	702	— 18
Totale	163	57.731	60.131	59.237	— 894

TAVOLA I

Nel 1909 la differenza era + 1.482; nel 1908: + 1.243; nel 1907: — 496; nel 1906: — 2.102; nel 1905: + 1.184; nel 1904: + 591; nel 1903: — 1376; nel 1902: — 26; nel 1901: — 1.020; nel 1900: + 883. — **Schuhler**. Loco citato p. 244. Al 31 del mese di Dicembre 1911 il valore nominale delle rendite, alla borsa di Parigi, era di 26.224 milioni di franchi, il valore di borsa di 24.731, per le obbligazioni: 27.915 e 23.744 per le azioni 3.814 e 9.638. — *L'Econom. dell'It. Modern.* 27 Gen. 1912. — I fondi tedeschi e prussiani ammontavano nel 1895 a milioni 8.254; nel 1910 a 12.922 (dei quali 9.421 di deb. pubbl. prussiano al 1 Aprile 1910); i titoli industriali nel

Le singole categorie di titoli vanno assoggettate, oltrechè ad

1895 importavano 1.585; nel 1910: 4,247. Il 3% tedesco era nel 1895 al 104,4% nel 1910: 92.10; alla fine del Dic. 1911 era a 82.70. Rendimento % nel 1909: 3,49; nel 1910: 3.56. Il 3½ era nel 1895 a 99.60; nel 1910 a 82,75. Rendimento medio % nel 1909: a 3.68; nel 1910: 3.76. Il corso medio % dei titoli ind. nel 1855 era 143.53; nel 1910: 166.95. Pel 1910 si può costruire l'annesso quadro (Tav. II).

ANNO 1910 Valori industriali	Corso medio	Dividendo	Rendi- mento %
Miniere e officine . .	195.75	7.87	4.—
Birrerie	194.74	10.—	5.14
Cemento	168.55	9.22	5.47
Società immobiliari .	147.80	5.75	3.88
Tessili	166.12	7.85	4.73
Elettricità	162.58	8.25	5.08
Trasporto	149.85	5.25	3.50
Navigazione	129.08	5.25	4.06
Macchine	191.09	9.30	4.86
Chimici	288.93	15.05	5.24
Zucchero	200.12	15.—	7.49

Tavola II

acquedotti, gazometri, impianti elett. 8.2; industrie tessili 4; fabbriche di birra 4.9; strade ferrate 12; navigazione 5,2; varie 32,9. Il 14,8 % delle obbligazioni era al portatore, l'84.60 % ad un interesse del 4 - 4½ %. — **Geisser** l. c. Nel Gen. 1912 il Numero Indice calcolato sul corso medio della metà dei valori negoziati alla borsa di Berlino segnò una diminuz. del 0.22 % da 103,05 che era nel Dic. 1911, passò a 102.83. — *La Fin. ital.* 2 Marzo 1912. — Il debito pubblico austriaco, era nel 1910 di 11.600 milioni di capitale, con 582 milioni di K. per l'interesse e l'ammortamento. — **A. de Deutsch**, in: **Raffalovich**. Le

— **Raffalovich**
Le marché finan

1910-11 p.138,143

Al 31 Dic. 1910

erano in circolazione in Germania 3.964.312 migliaia di M. di obbligazioni, dei quali 2.811.093 ammessi alle borse tedesche, il 3.60% alle borse estere. La percentuale delle obbligazioni di miniere e siderurgiche era del 26.1; di industrie elettro-tecn. 5.9

un diverso regolamento giuridico, a diverse disposizioni finanziaria nei varî paesi (15).

Per quanto incompleti e non sempre sicuri i dati statistici che si

march. fin. 1910-11. p. 473. Nel 1911, secondo *La Fin. ital.* del 6 Gennaio 1912 sarebbe cresciuto del 30%. La rendita austriaca (oro) era a 117.35 alla fine di Dicembre del 1909, a 116.85 alla fin. Dicembre 1910; 114.55: 1911. L' ungherese 4% (Parigi) rispettivamente 90.50; 97.80; 96.45. — *L'Econ. dell' It. Mod.* 27 Gen. 1912. Il capitale nom. dei val. quotati a Vienna nel 1910 era di 32.918 milioni di K. con un plus-valore di 1.139; il val. di corso era aumentato di 1.164 milioni. Il valore in capitale nomin. delle azioni era di 3.795 milioni; di 6.687 secondo il corso, con un plus-valore durante l'annata del 10.54%. I fondi austriaci ribassarono di 1.6%. A Budapest il plus-valore delle azioni era di 117 milioni di Cr. — **Deutsch.** l. c. p. 487. — Il deb. pubbl. russo, che era dal 1.º Genn. 1910 di 9.054.6 milioni di R. compresi circa 7 milioni di R. d'obbl. sorteggiate, ma non presentate al rimborso, è diminuito nel 1910 di 23 milioni di R. restando al 1.º Genn. 1911, sempre non tenendo conto delle obbligazioni ricordate, di 9.015.752.048 R. — **Apostol.** l. c. p. 377. La rendita russa 4% alla fine di Dic. del 1900 era a 96 $\frac{1}{8}$, alla fine del 1910 era a 95 $\frac{1}{2}$. Corso medio nel 1910: 92.64. Genn. 1911: 94 $\frac{1}{2}$. Ott. 1911: 93 — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11. p. 696. — *Le march. fin. en 1911 in Journè des. Èc.* cit. p. 52 — In Serbia il debito di Stato era al 1.º Genn. 1911 di 676.410.000 fr. circa con un servizio di 33 milioni. Al 1.º Genn. del 1912 era di 633.810.000 l. con un servizio di milioni 32.2. — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11 p. 619 — *La Fin. it.* 24 Febb. 1912. — Il debito pubblico giapponese al 31 Marzo 1909 era così costituito: prestiti 4%: 341.705.000 ien; 4 $\frac{1}{2}$ %: 595.542.024; 5%: 1.277.263.960; 6%: 7.042.930; 7%: 500.000; 7 $\frac{1}{2}$ %: 3.000.000; 8%: 400.000; senza interessi: 24.852.908. Totale 2.250.306.822. Di poi il Giappone continuò nella via dei rimborsi e delle conversioni. — **Dombasle,** in: **Raffalovich.** *Le march. financier,* 1910-11 pag. 608. — In Italia il debito pubblico era al 1.º Gennaio 1911 di franchi 13.823.343.094 con interessi per 502.962.673. Il consolidato importava 10.055 milioni; il rimborsabile 3.768 milioni. — **V. Racca,** in: **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11, p. 444. La Cassa Dep. e Prestiti ne aveva 1.632 milioni; entro il 1921 potrà averne per circa 3 miliardi. — *La Fin. ital.* 1 Febb. 1912. — Il capitale di società estere tassato in Italia ammontava a 492.593.183. — *La Fin. ital.* 3. Febb. 1912.

posseggono, essi possono servire a dare un'idea del grande sviluppo dei valori mobiliari nei vari paesi, specialmente dopo che la guerra ha esteso enormemente i debiti pubblici espressi anche in buona parte in monete deteriorate (16).

Corso della Rend. Ital. 3 $\frac{3}{4}$ %					
	1907	1908	1909	1910	1911
Parigi	103.25	104.55	105.25	104.50	101.60
Londra	103.—	104.—	103.75	103.50	100.50
Berlino	103.60	104.20	101.30	103.80	100.80
Roma	101.03	101.92	105.87	105.15	102.57

Tavola III

Dai dati de *L'Econ. del'It. Moderna* del 27 Genn 1912 si ricava l'annessa tabella (Tav. III).

La stessa rivista pubblicava il 13 Gennaio 1912 le sue consuete informazioni, che valgono a costruire il prospetto qui unito (Tav. IV.)

Società per azioni in Italia al 31 Dicembre 1911 Valore di borsa (compens.)	
Istituti di credito . .	909.000.000
Società di trasporti. .	807.000.000
Metall. Mecc. Min . .	340.000.000
Gaz. Elettività . . .	226.000.000
Industria Zucch. . .	184.000.000
Condotte d'acqua . .	105.106.800
Prodotti chimici. . .	69.000.000
Tessitura, filatura . .	205.000.006
Molini	51.462.000
Automoqili.	26.130.000
Imprese immob. . . .	185.320.000
Diverse	268.000.000
Totale	3.376.013.800

Tavola IV

La relazione tra il valore di borsa e il valore nominale risulta dallo specchietto qui sotto (Tav. V.), ricavato dalla stessa fonte.

DATA	%
31 Dic. 1907 .	33.27
31 Dic. 1908 .	25.15
31 Genn. 1909 .	22.29
31 Luglio 1909 .	27.95
31 Genn. 1910 .	29.61
31 Dic. 1910 .	30.87
31 Genn. 1911 .	31.52
31 Marzo 1911 .	31.54
30 Giug. 1911 .	26.15
30 Nov. 1911 .	22.22
31 Dic. 1911 .	26.38

Tavola V

4. — I caratteri indicati in (§ 2) si riscontrano, come abbiamo detto, in misura maggiore o minore, oltrechè nei valori mobiliari, in alcune categorie di beni economici, che sono principalmente prodotti del suolo e del sottosuolo: beni economici il cui mercato è andato acquistando, almeno esteriormente, i tratti proprî del mercato di

Debiti pubblici: *Italia*, 30 Giugno 1914 (1919) irredimibili 10.051,2 milioni (23.642,6) redimibili 4.032,2 (30.032,2): Buoni ord. tesoro e per forn. mil. 380 (14.475). Totale 15.219,8 (64.149,8); *Austria*, 31 Ott. 1918: Cor. 84.097.000.000; *Ungh.* id. 42.891.000.000; *Belgio*, Apr. 1919: consolid. Frs. 4.157.867.502, buoni tes. 406.583.383; *Danimarca*, 31 Marzo 1918: Cor. 629.200.000; *Francia*, 30 Apr. 1919: perpetuo Frs. 111.512.394.089; flutt. 180.533.642.689; *Germania*: debito durante guerra M. 157.700 milioni; *Giappone*, Ottobre 1918: yen. 2.524.432.916; *Grecia*, 1919: Dr. 2.431.925.845; *Inghilterra*, 31 Marzo, 1919: Lst. 7.435.000.000: prestiti ai domini Lst. 171 milioni, agli alleati Lst. 1.568 milioni; *Norvegia*, 30 Giugno 1917: Cor. 455.504.000; *Olanda*, 1 Giu. 1918: consolid. Fl. 1.109.578.000: mobilitaz. 749.680.000, flutt. 225.680.000; *Portogallo*, 30 Giugno 1917: estero Lst. 38.003.287, interno, 30 Giu. 1918: Lst. 158.739.917; *Rumenia*, 30 Giu. 1918: Lst. 210.680.000; *Russia*, fine 1918: circa Lst. 1.700.000.000; *Spagna*, 1 Genn. 1919: Pes. 9.421.586.036; *Svezia* 1 Gen. 1918; consolid. Cor. 1.008.9; 5.085, flutt. 140.310.714; *Svizzera*, 1918: consolid. Fr. 1.078.334.800: flutt. 357.000.000; *Stati Uniti*, 31 Dic. 1918: Doll. 25.603.143.857, anticip. agli alleati al 6 Agosto 1919: Doll. 9.658.172.567 (Italia: 1.587.675.945); *Turchia*, 31 Ag. 1918: Lt. 454.000.000.

(4) (1) C. J. Fuchs. *Der Wareterminhandel*, ecc. *Leipzig*, 1891, p. 26. ‡ (2) **Prato**. Op. cit. p. 491. Secondo l'A. si può approfittare della latitudine dei tipi fissati, per consegnare talora qualità scadenti nei contratti a term. deprimendo così lo stesso mercato a termine. ‡ (3) D. Kohn. *Der Getreideterminhandel*, ecc. *Leipzig*, 1891. L'A. afferma (p. 61) che il commercio a term. dei cereali tardò ad introdursi a Londra in causa della *Schwierigkeit der Feststellung eines Qualitätstypus*. E l'A. dà (p. 30-33) i tipi, le tolleranze e le bonificazioni in uso pei grani a term. sulle diverse piazze del mondo. — Nelle [1] *Regulations for future delivery business in Santos coffee, Feb.* 1911, della *London Prod. Clearing House, Limited, Part. II.* § 20-21, è fissato il tipo base "Good Santos", Type 5, come pure son fissati i compensi in caso di consegne d'altre qualità; son date le regole per le perizie e per la nomina del *Type Committee*, che deve scegliere e rinnovare annualmente i sette tipi: *N.o 1 Extra Prime, N.o 2 Prime, N.o 3 Superior, N.o 4 Fully good, N.o 5 Good, N.o 6 Regular, N.o 7 Law Regular*. — Nelle [2] *Bye - Laws of the Liverpool Cotton Association, B. L.* 25, *seg.* si danno le norme che valgono per le con-

borsa dei valori mobiliari. Tali prodotti sogliono riunirsi in gruppi (1). E si hanno: (A) prodotti agricoli di consumo generale: grani, farine; coloniali: caffè, ecc. (B) materie prime della fabbricazione: cotone, seta, lane, ecc. (C) prodotti semilavorati: spiriti greggi; oli; zuc-

trattazioni dei vari tipi di cotone: *East Indian Cotton, American Cotton, Egyptian Cotton*. — Nelle [3] *Bye - Laws of the Liverpool Corn Trade Association, Limited*, alla *Section G* si hanno le *Bye-Laws as to grading*, che pel frumento è deferito al *Grading Committee*. Nelle *conditions* del [4] *River Plate Parcel Contract*, della stessa *Liverp. Corn T. Ass.* è detto ad es. che la parola *about*, riferita alta qualità, *shall mean the equivalent of threepence per 480 lbs.* — Il Consiglio di Direzione del *Metal Exchange* di N. York ha deciso nel 1909 che le transaz. sul rame si facciano soltanto in *Standard*. Ogni contratto deve farsi nella stessa forma dei contratti di *warrants* dello *Standard* a Londra. Per comparare il corso del rame a Londra con quello del Lago, basta moltiplicare il corso di quest'ultimo per il coefficiente approssimativo 4,6. Si distinguono 4 classi di rame, ciascuna delle quali può essere consegnata indifferentemente, salvo l'abbuono. — **Raffalovich.** *Le marché financier* 1909-10, pagina 371, e seguenti. — Le [5] *Charter, By-laws, Rules & Regulations of the N. Orleans Board of Trade limited* 1906 al capitolo: *Provisions* e soprattutto a quello *Flour and corn meal*, stabiliscono gli *Standards*. Il fiore di farina di frumento vien classificato in "Patent", "Extra Fancy" e "Fancy". Nelle [6] *Rules and Standards Governing Inspection of Grain as established by the N. Orleans Board of Trade limited* è detto (*Rule N. 12*) che *all grain shall be graded according to the Standards and Rules adopted by the Grain Committee*, ecc. Gli *Standard Grades of grain* danno ad es. pel frumento i tipi *White Winter W.; Red. W. W.; Hard W. W.; Spring Wheat; W. S. W.; Western W. Durum W. Mixed W.* che si dividono in numeri. Analogam. per: *Corn, Oats, Rye, Barley*. — Nell'art. II della [7] *Charter*, e della *Constitution* del *New Orleans Cotton Exchange* si mette fra i *purposes of this Association, to establish.... standards for classification which shall govern all transactions connected with the cotton trade*, ecc. — Nelle *Future rules (Rule 8, Sect. 1)* è stabilito un *Board of Classers*, che devono decidere badando agli *official type standards of the Exchange*. E si può vedere anche la *Rule 43*. — Pei cotone a term. allo Havre, il [8] *Contrat E bis 87 Juill.* 1909, per es. dà gli *écarts* da computarsi volendo consegnare qualità diverse dal tipo. — Nel [9] *Règlem. des marchés à terme en cafés au Havre pour les affaires livrables à partir du 1.er Avril* 1909, art. 11, è fissato il tipo di caffè *Santos good average* e sono stabiliti i *primes* nel caso in cui si consegnino altre qualità. Il [10] *Règl. Général 27 Mars* 1907 per le *laines fines à terme* dello Havre, all'art. 9 stabilisce che *le type du terme sera la laine de la République*

chero di barbabietola; ecc. (D) prodotti minerali, come: metalli, (oro, argento, ferro, rame, zinco, ecc.); petroli; carboni. Per loro natura tutti questi prodotti posseggono in grado notevole il carattere (§ 2-2). Il carattere (§ 2-3) che essi posseggono in parte, viene grandemente accresciuto degli usi di borsa. Poichè, nelle borse,

Argentine 1.a bonne courante, d'un rendement du 36%. Ce type sera renouvelé au commencement de chaque campagne, ecc. — Nelle [11] *Condit. gén. du marché d'Anvers pour l'achat et la vente à terme des laines peignées (type B) mises en vigueur le 11 Mai 1905*, all'art. III è stabilito che la *Chambre arbitrale* fissa il *type normal*. Analogam. nelle *Cond. gén. pour les cafés à term.* art. 4, 15, 16. — Nelle [11'] *Conditions Générales* pel merc. a term. delle lane pettinate di Roubaix Tourcoing è stabilito all'art. 4 *l'écart en bonification* e quello *en réduction* fra *les laines présentées et le type*. — II [12] *Règlem. du Marché des Alcools sur la place de Paris, Mai 1911*, stabilisce all'art. 1, che *le marché des alcools a pour base le 3/6 fin première qualité de toute provenance, d'une richesse alcoolique de 93.0 minimum*, ecc. L'art. 29 stabilisce la nomina d'una *Commission d'Expertise*. [13] *Règl. du Marché d'huiles sur la place de Paris, Mai 1905* per l'olio di colza, art. 9,37. — Il [14] *Règl. des farines fleur des Paris 1.er Sept. 1906*, stabilisce agli art. 10, seg. il modo di formare ogni mese un *type de farine représentant la moyenne de douze farines*, ecc. così pure le *expertises* e la *tolérance*. Si veggano le *Adjonctions applicables du 1.er Sept. 1907*. — I [15] *Règlements des Marchés de blé, de seigle, d'avoine de Paris, Sept. 1909*, stabiliscono pure le norme per i tipi, le tolleranze, le perizie, ecc. — Analogam. il [16] *Règl. du Marché des sucres blancs de Paris, Octobre 1903*, con le successive modificazioni. — Negli [17] *Ortsgebraüche für den Berliner Handel in Getreide, Maiz, Mehl* ecc. *zusammengestellt vom Verein Berliner Getreide- und Produkthändler*, come pure nel [18] *Sachverständigen-Ordnung della Berliner Produktenbörse*, si trovano norme acconcie per il rispetto delle qualità dei prodotti commerciat. — Nel [19] *Regulativ für Termin-Geschäfte in Nordamerikanischer Baumwolle, 1. Jan. 1897* della *Waaren - Liquidations-Casse Actien-Gesellsch. in Hamburg* § 6, è fissata la base dei contratti: *Basis Middling, nichts unter Low Middling*, ecc. — Analogam. pel caffè [20] *Regulativ für Termin-Geschäfte in Kaffee, 1. März 1909* § 6 base: *good average Santos*; tipi e differenze di prezzi fissati ogni anno dalla *Verein der am Kaffeehandel beteiligten Firmen*; tolleranze e diritto di rifiuto in base ad una modificazione da valere pel 1.o Gen. 1910. — Così pure per lo zucchero greggio di barbabietole [21]: *Regul. für Term. Gesch. in Rüben - Rohzucker, 1. März 1911* § 7. —

questi prodotti vengono da apposite commissioni classificati in tipi. E nei contratti di borsa si fa sempre riferimento alle qualità tipiche, salvo ad ammettere una certa latitudine, che può anche dar luogo ad inconvenienti ⁽²⁾, ed a computare inoltre, all'atto della consegna,

Tutelano il rispetto delle qualità anche le [22] *Platzusancen für den Hamburgischen Warenhandel*, pubbl. dalla *Handelskammer* § 7. — E si trovano ragguagli per quella piazza anche in **A. C. Jürgens**. *Hamburgischen Börsen-Handbuch*, Hamburg, 1906. — Nelle [23] *Bedingungen der Bremer Baumwollbörse. I Buch, Handel in Baumwolle*, § 18, si danno regole per la *Klassierung*, che è fatta *durch die beeidigten Klassierer e nach Standards*. Sono ammesse nei singoli contratti per le varie specie di cotone delle *Abweichungen des Gewichts*, § 66, 94; analogam. per i cascami [24]. *Bedingungen*, ecc. *II Buch, Handel in Linters und Baumwollabfällen* § 66, 94. — Nelle [25] *Bestimmungen für den Geschäftsverkehr an der Börse für landwirtsch. Produkten in Wien: II. Spezialbestimmungen für den Handel mit Getreide, Mehl und Mehlprodukte*, ecc. ai § 61 e seg. son fissate le qualità e le tolleranze. Per le perizie [26] *Regulativ für die Sachverständigen-Kommission an der Börse für landwirt. Produkten in Wien und Durchführ. Vorschr. zum Verfahren vor derselben*. — Anche nelle [27]. *Conditien van de Rotterdamsche Graanbeurs*, 1905, ai § 9, 28, 30 38 si fa riferim. alle qualità, ai giudizi arbitrali del *Comité van Graanhandelaren*, alle tolleranze, ai computi delle differenze ed al diritto di rifiuto. — Analogam. in [28] *Regl. voor den Termijnhandel in Koffie met alle wijzigingen tot heden* 1907, art. 5 e [29] *Voorschriften voor de Waardebepaling van Santos-Koffie*, ecc. *Ingaande 1 Januari* 1912. — Gli [30] *Usi speciali per il mercato a term. di caffè alla B. di Trieste* § 2, 3, stabiliscono il riferim. ai tipi e il modo di formarli ogni anno. Le [31] *Norme per la regolazione del commercio a term. di caffè alla B. di T.* modificate il 26 Ott. 1910, fissano ai § 2, 3, 4, 5 i due tipi *Santos "good average"* e *Rio "good"*, le tolleranze acconsentite nelle consegne e le differenze da computarsi in caso di sostituzione di caffè d'altra provenienza. — Analogam. dispongono, per gli zuccheri, le [32] *Norme spec. per il mercato a term. degli zuccheri alla B. di Trieste* § 2, 3 ed il [33] *Regol. per il mercato a term. degli zuccheri alla B. di T.* Al § 2 son fissati i tre tipi di zucchero. *Segmente, Melispilè, Cristallino*. — Anche fuori di borsa, sulla piazza di Trieste, gli usi fissano le qualità: [34] *Usi di piazza*, pubbl. dalla *Deputaz. di B.* il 22 Dic. 1910. — I moduli per i contratti di cotone di vario tipo annessi al [35] *Règl. int. de la Bourse des Marchandises d'Alexandrie appr. en date 27 Août* 1910, fanno espresso rinvio *aux conditions de classement... établies pour l'Alexandria General Produce Association*. # (4) *Courtois. Traité cit.* p. 2. - (4) (3) [25]) *Allgem. Bestimm. Kauf nach*

le differenze in meglio od in peggio ⁽³⁾, facendo ricorso, se del caso, al regolamento arbitrale (§ 7)⁽⁹⁾. Talora si usano campioni tipici ⁽⁴⁾; spesso anche titoli rappresentativi della merce che trovasi: o in viaggio ⁽⁵⁾, o in luoghi di pubblico deposito ⁽⁶⁾; merce che ad ogni modo non è quasi mai portata nel luogo in cui avvengono le contratta-

Muster § 33. — [1] *Chambre arbitr. pour grains et graines d'Anvers. Contrats* 1910. Si fa anche qui rifer. a campioni tipici. § (5) — (4) (3) [2] *B. L.* 26 — (4) (4) [1] — (4) (3) [23; 24] § 69,93 — (4) (3) [27] *art.* 10, seg. § (6) — (4) (3) [1] § 23. — (4) (3) [3] *Sect. C.* 10. — (4) (3) [7]; *Rule* 21. — (4) (3) [15] *titre VIII. art.* 42. *La filière est la représentation effective de la marchandise.* — (4) (3) [15] *titre X, art.* 54. — (4) (3) [16] *titre IV.* — (4) (3) [13] *art.* 22: *La filière... se transmet par voie d'endorsement.* — (4) (3) [12] *art.* 10: *Le créateur d'une filière doit, avant l'émission, la faire enregistrer par les Magasins Généraux, qui certifient la présence de la marchandise.. et, s'engagent.. à ne délivrer.. que contre remise de la filière ou du duplicata.* — [1] *Règl. de la Caisse de liquidation des affaires en marchandises au Havre 1. er Déc.* 1910 *art.* 30. — (4) (3) [10] *art.* 1, seg.: *Filières.* — [2] *Règl. des marchés à terme; Coton au Havre, Contrat E, bis, 27 Jul.* 1909, *art.* 2. — [3] *Règl. des marchés à terme en cafés au Havre pour les affaires livrables à part. du 1. er Avril* 1909, *art.* 3. — [4] *Règl. de la Caisse de liquidation des affaires en marchandises à Anvers, Janvier* 1908, *art.* 26, seg. — (4) (3) [11] *art.* 1. — [5] *Conditions générales pour le cafés à terme à Anvers mises en vigueur le 1. Déc.* 1906, *art.* 8. — [6] *Allgem. Bedingungen für den Handel in War. an der Wiener Börse. Giltig vom 1. Jän.* 1910, p. 6. *Uebertragbarkeit der Schlussbriefe* — (4) (3) [35] *Règlém. des filières. art.* 20 § (7) **Lefèvre.** *Op. cit.* p. 7, seg. 27 § (8) **Kohn.** *Op. cit.* a p. 33, seg. dà il *Quantum dello Schlusses di cereali sulle diverse piazze.* — **Leardini,** *Op. cit.* p. 600 seg. — **E. Sella.** *La filière e la speculazione sulle lane in: Giornale degli Econ. Dic.* 1905, p. 561. — (4) (3) [1]. *Part. II. No contract shall represent a smaller amount than 250 bgs = 290 cwt net and any quantity shall be divisible by 250.* — [1] *The Liverpool Gener. Brokers Association limited. Conditions of sales. Liverpool, 1909, cap. XI Meaning, of terms: "about"* ecc. 5%. — (4) (3) [3] *B. L.* 5 *Sect. C. Meaning of the word "about"* *Section D. 11, 44, 63.* — (4) (3) [2] — Al *Metal Exchange* di N. York il minimo dei contratti in rame è per 25 ton. di 2,240 libbre. — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1909-1910, p. 371 seg. — (4) (3) [15] *titre VIII, art.* 42. *La filière ne peut représenter que 250 quintaux d'un même blé.* — (4) (3) [14] *titre X, art.* 53, stabilisce che la *livraison s'effectue par lots indivisibles de 150 quintaux, au moyen ... de filières* — (4) (3) [12] *art.* 4 seg. v'è detto che *les livraison s'effectuent par lots de 25*

zioni; di solito non subisce trasformazioni nel passare dall'uno all'altro dei compratori; i quali possono anche non aver visto la merce trattata e possono persino non avere una speciale conoscenza tecnica al riguardo (7).

pipes, au moyen... de filières. — ((4) (3) [13]) titre VIII, art. 11, dice che *les livraisons s'effectuent par lots indivisibles de 50 quintaux.* — ((4) (6) [1]) art. 6: *L'unité de contrat adoptée par la C. de L. est: pour le Coton 11.000 Kilos nets, soit environ 50 balles...; pour le Café, 30.000 Kilos bruts et 29.000 Kilos nets, soit environ 50 sacs; pour la Laine, 10.000 Kilos nets, soit environ 25 balles.* — Si veggano anche: ((4) (3) [10]) art. 1; ((4) (6) [2]) art. 1. *Les affaires à terme s'accompliront au moyen de filières d'environ 50 balles, mais dont le poids ne pourra être au-dessous de Kil. 11 000, ni au-dessus de Kil. 11.300.* — ((4) (3) [9]) art. 1. *er: filières de 500 sacs.* — ((4) (6) [4]) art. 23: *l'unité de contrat.* — ((4) (3) [11]) art. 1: *filière d'environ 5.000 Kilos, ecc. minimum 4800, maximum 5200.* — ((4) (6) [5]) art. 1: *filières de 250 sacs.* — ((4) (3) [22]) § 5: *Das Wort zirka... berechtigt... 5 % mehr oder weniger zu liefern.* — ((4) (3) [19]) § 6 *Quantum 21.500 Kilo Netto... die verkauften Quantitäten müssen stets durch 21.500 theilbar sein.* — ((4) (3) [20]) § 6: *Quantum 500 Sack = ca 29.250 Ko. netto... die Quantität... durch 500 theilbar.* — ((4) (3) [21]) § 7: *Quantum 500 Sack = ca 50.000 Ko. Netto..., die Quantitäten... durch 500 theitbar.* — ((4) (3) [23-24]) §§ 39, 48, 66, 94. — ((4) (3) [27]) *Nähere Bestimm.* — ((4) (3) [28]) art. 5: *Ter registratie wordt toegelaten het Santos-Contract von 505 Balen... Normualgewicht 29.400 Ko Gewichtsgrenzen bij levering Netto 28.500 Ko. als minimum, 30.500 maximum.* — ((4) (6) [-9]) Artikel I. *Van alle partijen van 500 Balen Koffie.* — ((4) (3) [25]) *in Wien I Allg. Best. § 11 zirka 5 %.* II *Spezialbest. a) Getreide § 61 zu 50 Kilogramm netto... gehandelt; b) Mehl- und Mehlprodukte § 89; je 50 Kilogramm brutto für netto inklusive Sack, ecc.* — ((4) (6) [6]) § 10 *zirka 5 %.* — ((4) (3) [34]) p. 13, seg. — ((4) (3) [30]) § 3: *250 sacchi = 14625 chil. netti e il N.o dei sacchi divisib. per 250* — ((4) (3) [31]) § 2. — ((4) (3) [32]) § 2: *500 quintali e N. divisib. per 500.* — ((4) (3) [33]) § 2. † (9) **R. Bachi.** *L'Ital. econ. nel 1910. Supplem. della Riform. Soc. Giugno 1911, p. 71.* † (19) Si vedano: ((4) (3) [3]) *B. L. 3 Sect. A. amended 29 July 1907. B. L. 12 Sect. A. adopted 2 Febr. 1903.* — ((4) (3) [2]) *B. L. 16 Business hours. 17 Holidays.* — ((4) (3) [7]) *B. L. art. 2 Exchange hours. Future rules 45, 46.* — [1] *Statut der Börse für Landwirtschaftliche Produkte in Wien, 17. April 1903 § 2,34.* — [2] *Statuto della Borsa Mercant. di Trieste, 4 Dic. 1906: art. 3.* — ((4) (3) [35]) art. 5. *Jours feriés.* †

Infine, come pei titoli § 3 è d'uso, anche per le merci di borsa, di trattare, soprattutto a termine, per quantità fisse e pei loro multipli ⁽⁸⁾ con le relative tolleranze di quantità (§ 12; § 18).

I prodotti commerciati in borsa posseggono anche il carattere (§ 2 - γ). Gli uni sono prodotti di consumo diretto e generale : e cioè: gli (A) e quasi tutti i (C); gli altri, (B) e (D) e qualcuno dei

‡ (11) La considerazione dei caratteri che devon possedere in un grado maggiore o minore le merci di borsa, mostra la difficoltà, se non l'impossibilità, d'istituire delle vere *Borse del Lavoro*, come le voleva il **De Molinari**. Si veggia: **D. Bellet**. *Le chômage et son remède*, Paris, 1912. Nota bibl. de *L'Econom.* di Firenze, 11 Febbr. 1911. La forza di lavoro ha poco del carattere (2 - α - 2), niente del carattere (2 - α - 1) poco dei (2 - β - γ - δ - ε). ‡ (12) La produz. approssimativa di frumento in 22 Stati dell'emisf. sett. ammontava nel 1911, secondo i dati dell' *Int. di Agricolt.* a q. 852.663.737 e rappresentava il 98,6 % della prod. del 1910. L'Italia vi partecipava con q. 52.362.000 : 125,4 % del 1910. Per 4 paesi dell'emisfero merid. la produzione approssim. nel 1911-12 ammontava a q. 79.052.717, cioè il 106,4 % del 1910-11. La produzione della segala in 18 paesi dell'emisf. sett. ammontava nel 1911 a q. 393.543.939, cioè il 9,8 % di quella del 1910. La produzione dell'avena per 20 paesi dell'emisfero settentrionale ammontava nel 1911 a quintali 542.998.197, cioè il 90,9 % del 1910. La produzione dell'avena di 2 paesi dell'emisfero merid. ammontava nel 1911-12 a q. 11.629.355, cioè il 134,7 % di quella del 1910. - *Boll di statist. agr. dell'Ist. Intern. d'Agric. An. II Dic.* 1911 N. 12 An. III Marz. 1912 N. 3, diretto dal prof. **U. Ficci** - *Notiz. period. di Statist. agrar. del Min. d'Agr. I. C. Direz. Gen. dell'Agric. Uffic. Statist. Agr. An. II Ag.-Sett.* '911 Fasc. 2.0 direz. del prof. **G. Valenti**. - Lo *Handels-Beilage* della *Deutsche Landwirtschaftliche Presse* di Berlino del 3 Apr. 1912, calcolava il grano esportato dall'Agosto al Marzo 1911-12 dal Nord-America, dall'Argentina, dalla Russia, dalla Rumenia, dall'India, dall'Australia e da altri paesi a 36.075.000 *Quarters*, contro 49.965.000 nell'annata preced. quello da esportare dall'Aprile al Luglio: *Quarters* 23.100.000 ca. contro 24.990.090 nell'an. prec. - Secondo l'*Evening Corn Trade List*, come riferiva *La fin. ital.* del 6 Apr. 1912, il frum. disponib. in Europa al 25 Marzo ascendeva, colle quantità viaggianti, ad El. 26.245.000, contro 36.572.500 del prec. anno. Negli Stati Un. d'Am. le quantità di frum. pronte per l'esportaz. superavano il 23 Marzo i 28 milioni e 1/2 d' El. contro 16 milioni e 200 mila nell'annata prec. Le quantità viaggianti con destinaz. verso l'Europa si calcolavano il 25 Marzo *Quarters* 5.825.000 di cui 3.826.000 diretti all'Inghilterra, 1.999.000 al

(C), servono alla produzione di oggetti largamente usati. La produzione o l'estrazione delle merci di borsa è di solito diffusa in varî paesi: è difficilmente monopolizzabile; onde ne risulta che la richiesta di questi prodotti è piuttosto rigida per l'indole dei bisogni

continente: contro un complesso di *Quarters* 7.130.000 nell'anno prec. -- *Il Journal of the Board of Agriculture*, vol. XVIII N. 12, London, March 1912, togliendo i dati dal *Journal d'Agriculture pratique*, dal *Moniteur Belge* e dal *Deutscher Reichsanzeiger*, dà pel frumento un prezzo medio di 47 s. 5 d. per *Quarter* nel Feb. 1911 a Parigi, di 47 s. 4 d. nel Febr. 1912; di 41 s. 2 d. nel Gen. 1911, in Germania, e 45 s. 3 d. nel Gen. 1912; in Belgio di 32 s. 9 d. e 34 s. 5 nelle stesse epoche rispettiv. A Londra nel Febr. 1911: 31 s. 7 d. 1912: 35 s. 2 d. a Pietroburgo 29 s. 7 d. e 33 s. 3 d. Per l'avena a Parigi, Febr. 1911: 23 s. 6 d.; 1912: 24 s. 7 d. a Londra 18 s. 7 d. e 23 s. 4 d. a Pietroburgo 17 s. 1 d. e 21 s. 7 d. Interessanti ed espressive sono le annuali *Graphischen Darstellungen der Preisbewegung der haupts. Körnerfrüchte an der Wiener Produktenbörse*.

Brazil coffee crop movement			
12 Months	Receipts at Rio: Bags	Receipts at Santos: Bags	Total
1909-10	3.449.000	11.495.000	14.944.000
1908-09	2.886.000	9.532.000	12.419.000
1907-08	3.096.000	7.187.000	10.283.000
1906-07	4.246.000	15.408.000	19.654.000
1905-06	3.214.000	6.983.000	10.227.000

Tavola I

9 Marzo 1912, la produz. annua mondiale della lana sarebbe ascisa a 1.340 milioni di Cg. così ripartiti: America del N. 154.279 migliaia di Cg.; Amer. del S. 265.265; Asia 98.820; Oceania 377.671; Europa 368.352; Africa 73.222. Nel 1910 l'industria d'Europa e d'America avrebbe assorbito 1.150 milioni di Cg; la Gran

— Pel caffè si posson ricordare (Tav. I), i dati del *Twenty-eighth Annual Report of the New Orleans Board of Trade, limited, January, 1911*, pag. 96. — La produzione mondiale del cotone degli Stati Uniti, del Messico, dell'India e dell'Egitto ammontava, secondo i calcoli del *Bollett. di Statis. Agr. dell'Istituto Inter. d'Agr. Marzo 1912*, a quintali 41.198.960. ossia il 115,7 % della produz. dell'anno prec. — Da una statistica apparsa su *La fin. it.* del 2 Marzo e su *L'Econ. dell'It. Modern.* del

che soddisfano e varia lentamente, col variare dei gusti e della produzione degli oggetti che valgono a soddisfarli; mentre in generale è pure abbastanza rigida la quantità disponibile dei detti beni e non varia molto di periodo in periodo, perchè gli eventi, principalmente naturali, che influiscono su di essa, difficilmente si presentano nello stesso periodo nel medesimo modo nei diversi centri di produzione, come è accaduto colla guerra, e ognuno di questi

Bretagna 277 milioni; l'America del Nord 231 milion. Per le aste laniere di Londra da tenersi l'11 Apr. si calcolava su 250.000 balle. — *La fin. ital.* 16 Marzo 1912.

PAESI	1910-11	1911-12
Germania	2.589.900	1.480.000
Austria-Ungheria	2.222.800	1.154.300
Francia	711.200	514.700
Russia	2.101.000	2.080.200
Belgio	283.200	239.000
Olanda	216.900	251.300
Svezia	173.800	127.000
Danimarca	101.000	112.000
Altri paesi	317.200	314.100
Zucchero di barb. in Europa: totale	8.032.800	6.272.900
Racc. zucch. di canna (<i>Willet & Gray</i>)	8.411.300	8.933.100
Stati Uniti: zucchero di barb. (<i>W. & G.</i>)	455.200	510.000

Tavola XI

diche di Statistica Agraria del Min. d'Agr. I. C. Direz. Gen. di Statist. Uffic. di Statist. Agr. Marzo 1912: risultava la produzione dell'olio in Italia: 1909: El.

Per lo zucchero riproduciamo i dati del 1910-11, e le stime del 1911-12 in tonnellate, contenuti nella (Tavola II) ricavata dal *Wochentlicher Marktbericht N. 14* della *Deutsche Zuckerindustrie. Berlin den 4. April 1912 - Stocks* visibili al principio di Marzo 1912: Germania tonnellate 844.100; Amburgo (30 Marzo): 47.900; Austria Ungheria: 632.100; Gran Bretagna: 258.200; Francia: 332.500; Olanda: 110.500; Belgio: 143.200. Carichi per mare da Giava 63.500. Totale 2.472.000. Stati Uniti: 138.000, Cuba: 174.000 Tot. 2.784.000 — La produzione dell'olio d'oliva che fu di 900.000 tonnellate metriche nel 1910, si calcolava a 1.100.000 nel 1911, con un massimo per la Spagna di 315.000, e n 300.000 per l'Italia. *L' Econ. dell' It. Moder.* 10 Febr. 1912. Dalle *Notizie perio-*

centri influisce soltanto per una certa quota sulla produzione mondiale (^o). Le compensazioni che possono aversi fra gli eccessi in un periodo o in un luogo, e la scarsità in un altro periodo od in un altro luogo sono facilitate dal carattere (§ 2 - α - 1° - 2°).

Da tuttociò risulta evidentemente che i prodotti di borsa pos-

2.559.200; 1910: 1.405.600; 1911: 2.422.300. — Secondo i dati dell' *Engineering and Mining Journal* e quelli di **Pierre Leroy - Beaulieu**, pubblicati sull' *Economiste Français*, la produzione dell'oro in milioni di dollari, fu nel 1901; 266,5; 1902: 298,4; nel 1903: 326,1; nel 1904: 346,0; nel 1905: 378; nel 1906: 400,4; nel 1907: 412,4; nel 1908: 444,5; nel 1909: 459,9; nel 1910: 468,9; di cui 155,1 nel Transvaal, 96,1 agli Stati Uniti, 67,7 nell' Australasia, 47 nell' Impero russo, 22,8 nel Messico, 12,7 nella Rhodesia, 10,5 nell' India britannica; 11,3 nel Canada, 10 nella China, in Giappone, nella Corea; 3,7 nell' Africa Occid. 2,0 nel Madagascar, 1,6 in Francia; 14,8 nell' America Centrale e Meridionale; 12,7 negli altri paesi. Nel 1910 la produzione dell'oro si valutava a 2.375 milioni di fr. I corsi son restati ad un minimum di 77 sh. 9. d. e non hanno passato 77 sh. 9 d. $\frac{1}{2}$. — **Raf-falovich**. *Le march. fin.* 1910-11 p. 626. Nel 1911 la produz. mondiale dell'oro sarebbe stata di Lst. 97.274.000. — *L' Econ. di Firenze*, 5 Maggio 1912. — Secondo la circolare *Mocatta and Goldsmid*, nel 1911 s'è quotato sempre in Inghilterra 77 sh. 9, fuorchè dal 2 al 14 Gen. in cui s'è iscritto $9\frac{1}{8}$ pence. L' Inghilterra ha importato nel 1910: 57.322 migliaia di sterline d'oro, ne ha esportate 50,898: saldo + 6,424. La Francia ha importato 231,538 migliaia di fr. ha esportato 173,631; saldo + 56,671. Nel 1911, secondo i dati delle dogane, la Francia ha importato 257.425 di cui 159.077 in verghe, il resto in monete, ed ha esportato 139.571 di cui 134.669 in monete. La Germania ha importato 315,4 milioni di M. ne ha esportato 133,8: saldo 181,5. Nel 1911 ha importato 260.384 migliaia di fr. ne ha esportato 97.891. Consumo medio annuale dell'oro in Francia, nel periodo 1900-1909, secondo l' *Administration des Monnaies et Médailles*: 28.000 Cg. di metallo fino, circa 96 milioni di fr. — *Journ. des Écon.* 15 Févr. 1912. — Produzione dell'argento in migliaia di Cg. medie quinquennali: 1876-1880: 2196; 1881-1885: 2.662; 1886-1890: 3.387; 1891-1895: 4.902; 1896-1900: 5.154; 1900-1905: 5.226; per anno: 1906: 5.134; 1907: 5.729; 1908: 6.320; 1909: 6.568; 1910: 6.773, e vi parteciparono gli Stati Uniti con 56.438.695 oncie di fino (1 oncia troy = g. 31,1), il Canada con: 32.878.590, il Messico con: 7.574.220, l' Africa con 1.076.600, l' Australia con 16.359.284, la Russia con 158.546, l' Austria-Ungheria con 99.184, la Germania con 5.332.901, la Norvegia con 213.122, la Svezia con 29.373; l' Italia

seggono anche il carattere (§ 2-δ) e notevolmente quello (§ 2-ε) ⁽¹⁰⁾ Senza tali caratteri, non sarebbe del resto possibile per un bene economico un vero commercio di borsa ⁽¹¹⁾. Le notizie statistiche possono

con 786.620; la Spagna con 4.767.091, la Grecia con 829.025, la Turchia con 7.971 la Francia con 673.302, la Gran Bretagna con 618.429, la Serbia con 10.230, l'America del Sud con 16.476.928; l'America Centr. con 2.294.272; il Giappone con 4.798.351; le Indie Neerlandesi con 465.900. Totale 216.788.714. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1910-11, p. 640 seg. Valore alla pari dell'Unione latina: 1.505 milioni di franchi al corso medio del 1910: 700 milioni. Corso a Londra per oncia, più alto 26 pence $\frac{1}{4}$ il 26 Ott.; più basso 23 $\frac{3}{16}$, il 1.º Marzo, cioè uno scarto di 3 $\frac{1}{16}$ contro 1 $\frac{13}{16}$ nel 1909; 5 nel 1908 e 8 $\frac{1}{4}$ nel 1907. Corso medio del 1910 circa 24 $\frac{11}{16}$, contro 23 $\frac{11}{16}$ nel 1909. Importazioni in Inghilterra nel 1910 in migliaia di sterline 15.850, esportazione 13.300. Consumo medio annuale dell'arg. in Francia nel periodo 1900-1909, circa 280.000 Cg. — Nella produzione del ferro gli Stati Uniti tengono il primo posto, con un contributo di ton. 51.155.432 nel 1910 e con un valore del minerale di ferro di 140.733.607 dollari. Vengono poi la Germania con ton. 25.506.000, la Gran Bretagna con 14.970.979, la Francia con 1.417.914. — La produz. della ghisa era valutata pel 1910 a 65 milioni di ton. Gli Stati Uniti ne produssero 27,3, la Germania 14,5, l'Inghilterra 10,1. Negli Stati Uniti gli *stocks* erano di 400.000 ton. all'inizio del 1910, di 2.100.000 alla fine. In Dic. a Pietroburgo la ghisa Bessemer era a 15 dol. 90 la ton. — La produz. del rame negli Stati Uniti era nel 1910 di 492,7 migliaia di ton. metr. nel 1911 di 499. Nel 1910 era di 59,8 nel Messico; 22,9 nel Canada; 3,5 a Cuba 43 nell'Australia; 41,5 nel Chili; 20,5 nel Perù; 41 nel Giappone; 23,5 nell'Imp. Russo; 24,8 in Germania; 16 in Africa; 49,5 in Spagna e nel Portogallo; 25,0 in altri paesi: totale 863,6, contro 854,3 nel 1909. Gli *stocks* visib. erano al 1.º Gen. 1910 di 386 milioni di libbre (di 453 g. e 2.200 la ton.) di cui 142 agli Stati Un. 244 in Europa; al 1.º Gen. 1911 erano 370, di cui 119 agli Stati Un. 188 in Europa. Alla fine Gen. 1912 gli *stocks* agli Stati Un. ascendevano a ton. 29.590. La media del prezzo a Londra non passava le 57 Lst. nel 1910, nel 1909 era 58 $\frac{3}{4}$. Alla fine di Dic. il rame era a 62 $\frac{7}{8}$ a Londra. — Negli Stati Uniti si produssero nel 1910: 210 milioni di barili di petrolio, nel 1911: 217. — **Dombaste** in **Raffalovich** *Le march. fin.* 1910-11, pag. 559 seg. — *La Fin. it.* 30 Dic. 1911; 16 Marzo 1911. *L'Ecqn. dell'It. Modern.* 27 Gen. 1912; 10 Febb. 1912. — Sul totale della produzione mondiale del carbone di ton. 1.160.271.000 di minerale, nel 1910, l'Inghilterra vi figurava per 268.664.000. Nel 1910 si estrassero 373 milioni

valere a meglio confermare il carattere (§ 2 - 7) con le illazioni che ne abbiamo tratto intorno alla stabilità della produzione e del consumo (12).

5. — Il grado d'organizzazione raggiunto, è pure (§ 1-b) fra i caratteri che valgono a distinguere la borsa dagli altri mercati. In origine (1) anche le borse più importanti si confondono cogli altri

di ton. metr. di carbon fossile negli Stati Uniti, 360 nel 1911. In Germania 1910 : 139.279.035; 1911 : 147.309.175. In Francia, secondo le statistiche del Min. dei LL. PP. 1910 : ton. 37.634.893; 1911 (dati provvisori) 38.643.561. In generale non v'è concordanza di valutazione. — *L'Ec. dell'It. Mod.* 10 Febbr. e 27 Aprile 1912. — *La Fin. ital.* 3 Febbr. 1912. — *L'Engrais, Lille*, 5 Avril 1912. Per la storia dei prezzi dei principali prodotti di borsa, stralciamo dallo **Schuhler**. l. c. p. 255 la (Tav. III).

Merci industriali	PREZZO FINE DICEMBRE						Prezzo più alto del 1907	Prezzo più basso della crisi prec.	Prezzo più basso del 1908
	1905	1906	1907	1908	1909	1910			
Rame Chili, a Londra. la ton inglese, Lst. . .	80	106	62	63	62 1/2	58	110	45 1/8	56
Argento, Poncea Standard, Pence . . .	30	32	25	22	25	25	32	21 1/2	22
Canecci del Para, a Anversa, il Kg. fr. . .	10.50	9.50	9	9	15	11	10.50	5	4.50
Cotone, 50 Kg. Havre fr.	75	73	78	60	70	97	92	40	60
Zucchero bianco, 100 Kg. fr.	24	27	29	29	35	30	29	21	28
Caffè Santos, 50 Kg. fr.	47	42	40	38	47	68	38	32	38

Tavola III

(5.) (1) Circa l'origine delle borse si sono istituite due indagini storiche di scarsa importanza pratica: la (1.a) tende a stabilire donde provenga il termine *borsa*; la (2.a)

mercati. Esse furono di solito luoghi modesti e talora disagiati, nei quali usarono adunarsi certi commercianti e particolarmente quelli di valori. Cresciute d'importanza, le borse, ebbero una sede, divennero

mura a stabilire dove sia sorto prima l'istituto. La (1.a) indagine è di pura curiosità. E c'è chi vuole che la parola *borsa* derivi dal nome della famiglia *van der Beurse*, davanti al cui palazzo si sarebbero riuniti, a Bruges, i banchieri ebrei, cacciati dalla Spagna. — **Curtois**. *Traité*, ecc. p. 5 seg. — **Lefèvre**. Op. cit. p. 5. Chi vuole invece che la parola derivi dalle tre borse scolpite sul portone della casa di riunione. Altri suppone che *borsa* derivi da *bursa-contubernium*, parola del latino medioevale, denotante riunione. — **Kohn**. Op. cit. p. 19. La (2.a) indagine non è forse neppure possibile. La borsa deriva dal mercato e se ne differenzia dapprincipio, non tanto per l'oggetto, quanto pel grado di sviluppo dell'organizzazione del mercato medesimo. È quindi difficile stabilire il momento di tale passaggio. È poi certo che la borsa è principalmente un'istituzione moderna. Ci sembra quindi fuor di luogo andarla a rintracciare nel *collegium mercatorum* dei tempi del Consolato di Appio Claudio e Publio Severo (500 a. C.) ed anche assai più recentemente a Barcellona nel XII secolo o in un decreto di Filippo il Bello del 1304. — **Curtois**, *ibid.* — **Lefèvre**, *ibid.* — **Kohn**, *ibid.* — **Proudhon**, Op. cit. p. 42, seg. # (2) A Londra esiste il *Royal Exchange* che è rimasto per gli affari in divise estere, droghe, prodotti chimici. Poi c'è lo *Stock-Exchange*, la vera borsa dei valori, e c'è la borsa di *Mincing Lane* per i titoli della gomma. Per le merci si hanno tante borse speciali: come il *Corn*, il *Metal*, lo *Hop*, il *Wool*, il *Coal Exchange*, ecc. — Il **Kohn**, (Op. cit. p. 19) ricorda che a Londra i commercianti si riunivano in *Lombard Street*, finché Sir **T. Gresham**, che aveva vissuto a lungo in Olanda, fece costruire, nel 1564, a proprie spese, su terreno dato dalla città di Londra, un edificio che in onore della Regina Elisabetta, fu detto *Royal Exchange* — **Ellis**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. I, p. 767. — Lo **Struck**. (Op. cit. p. 118 seg.) ricorda che alla fine del XVIII secolo gli affari speculativi su valori pubblici si compievano nei locali dello *Stock Exchange Coffee House*, detto anche *The Stock Exchange* o *The House*. Colà si compievano anche le operazioni in rapporto all'assunzione dei grandi prestiti. Vi si accedeva pagando 6 d. Nel 1802 una società per azioni, dietro iniziativa di **W. Hammond**, costruì il nuovo locale e riordinò lo *Stock Exchange*, che al 31 Dic. 1891, aveva 7 miliardi di sterline di titoli contrattabili al valor nominabile. — **Ellis**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. I, p. 768, seg. Ora lo *Stock Exchange* è retto dalle sue *Rules and Regulations* (3) (1) [1]. Si veggia: *The Effect of War on Stock Exchange Transactions* by **W. S. Schwabe**, assisted by **Ph. Guedalla**, London, 1915. — Origini e caratteri somiglianti a quelli dello *Stock Exch.* di Londra, ha il *Manchester Royal*

cioè un'istituzione, nei riguardi giuridici o: (I) privata, riconosciuta e talora privilegiata, e più o meno chiusa o: (II) pubblica e regolamentata più o meno minuziosamente. E furono per l'oggetto (A) il mercato (a) generale dei valori per una piazza o (b) di

Exchange. — **J. G. C. Parsons.** *The centenary of the Manch. R. Exch. Manchester*, 1904, p. 7 seg. — [1] *Manchester Royal Exchange Proprietors Rules and regulations for the transactions of the business of the Proprietors*, 1893. — A Liverpool esistono ad es. la *Liverpool General Brokers, Assoc. limited* (4) (8) [1]), la *Liverpool Corn Trade Assoc. limited* (4) (3) [3]) e la *Liverpool Cotton Assoc. limited* (4) (3) [2]). — A N. York fu fondata la borsa nel 1792; dal 1865 ebbe sede in *Wallstreet*, che dopo la costruzione del nuovo grandioso palazzo dà adito ad un'entrata secondaria. Dal 1850 ha preso il nome di *N. Y. Stock Exch.* ma si chiama comunemente *Wall Street*. In media negli anni 1900-1910 vi si son fatte transazioni annuali su azioni per 5 miliardi di dollari, su obbligazioni per 800 milioni. — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1909-10 p. 376 n. 1. Sovente allo S. E. di N. Y. si facevano trattazioni per 1 milione $\frac{1}{2}$ o 2 milioni di titoli al giorno, a quanto affermava il sig. **Aubert**, in una conferenza tenuta a Parigi e riass. da *L'Econ. dell'It. Modern.* del 3 Febr. 1912. A Nuova York esistono altre borse pei singoli prodotti, come a Londra. — **Schütze.** Op. cit. p. 346 seg. — A New Orleans esiste il *N. O. Cotton Exchange* (4) (3) [7]). — A Parigi, come abbiamo accennato ((5) (1)) si fa rimontare l'esistenza di fatto della borsa ai tempi di Filippo il Bello. Ma essa ebbe il suo riconoscimento e regolamento giuridico, non molto diverso dall'attuale, nel 1724. Luigi XV e XVI dettero un regolam. spec. per gli affari a term. La Convenzione chiuse il 27 Giugno 1793 la borsa di Parigi, insieme con altre. Gli interessati continuarono a radunarsi passeggiando, sì che la borsa fu riaperta a Parigi il 13 Dic. 1795. Fu chiusa ancora e riaperta nel 1796. Cambiò sede più volte. Vale ancor oggi per essa il *Décr. du 7 Oct.* 1890, colle modificaz. apportate dal *Décr. 29 Juin* 1898 ((3) (1) [2]). — **Courtois.** *Traité.* p. 5 e seg. — **Kohn.** Op. cit. p. 19 seg. — **Schütze.** Op. cit. p. 314 seg. — **C. Supino.** *Le op. di B.* p. 20 seg. — Ricorda lo **Struck** (Op. cit. p. 111 seg.) che nel 18.º sec. i membri delle due gilde del panno, della seta e delle spezierie, droghe di Berlino, solevano tener adunanze alle quali si unirono, nell'ultimo decennio di quel secolo, i banchieri. Si ebbero così tre gruppi insieme ai mediatori. Nel 1805 s'ebbe la *Börsenordnung* e la corporazione di borsa comprese anche persone fuori delle ghilde. Nel 1820 fu abolita la corporazione di borsa e fu sostituita la *Korporation der Berliner Kaufmannschaft*. Ora per le borse tedesche vale la *Bör-*

qualche valore; ovvero (B) il mercato (a) di tutti i prodotti di borsa su di una piazza o (b) di qualche prodotto di borsa, o, infine, (C) furono il mercato dei valori e delle merci ad un tempo.

sengesetz vom 22. Juni 1896 - 8 Mai 1908 (3) (1) [4]). Il *Börsenvorstand* della borsa di Berlino si divide in *Abteilung Fondsbörse* e *Abt. Produktenbörse*. (3) (3) [1]. — [2] *Geschäftsordnung des Börsenvorst. zu Berlin*, 1909. Il *Brockage* risale al 1693 per far la storia della borsa di Berlino. Dell'opera del *Brockage* si trova un sunto in: *Raffalovich. Le march. fin.* 1910-11, p. 161 seg. — Ad Amburgo si hanno nella borsa 6 divisioni: *Börsenkommissionvorstand der Wertpapier-Spiritus - Kaffee - Zucker - Baumwollbörse* (3) (3) [2]) art. 4. — La borsa di Vienna, ricorda lo *Schütze*, (Op. cit. p. 298 seg.) fu fondata con *Patente Imperiale del 1° Aprile 1771*. È retta ora dalla [3] *Börse - Gesetz vom 1. April 1875* e da quella [4] del 4 *Jänner 1903*, dallo *Statut der Wiener Börse* (3) (3) [3]). Nel 1895, 1557 persone la visitavano regolarmente. Pare che le vessazioni fiscali abbiano gradamente ridotto poi il numero dei frequentatori. Ad ogni modo nel 1910 si son trattati in essa 8.768 milioni d'azioni, contro 6.138 nel 1909. — *Deutsch.* l. c. p. 487. Per la *Börse für Landwirtschaftl. Produkte* vale lo *Statut* (4) (10) [1]). Alle leggi generali austriache era sottoposta anche la *Borsa mercantile di Trieste*, che ebbe il proprio *Statuto* (4) (10) [2]). L'*Effektenbörsenverein* di Zurigo è regolata dagli [5] *Statuten des Effektenbörsenvereins Zürich* § 1. — A Pietroburgo la borsa esisteva da molto tempo. Aveva sede nell'isola Wassili-Ostrov, ed era regolata dalla *Legge 26 Giugno 1900* e dall'*Ordin. Min. 10 Gennaio 1901*. — *Schütze*. Op. cit. p. 335, seg. — Ad Alessandria d'Egitto esiste la borsa — [6] *Legislation relative à la Bourse, Loi N. 23* (3) (3) [4]); pei valori (3) (1) [11]) e le merci (4) (3) [35]) — In Italia le borse sono autorizzate con R. Decr. sopra proposta della Cam. di Com. e van sottoposte: al *Titolo II.º del Regal. per l'esecuz. del Cod. di Com. del 1882* (3) (2) [3]) all'art. 5, h della [7] *Legge sul riordinam. delle Cam. di Comm.* 20 *Marzo 1910* ed agli speciali regolam. — *W. Sombart*, in un' opera della quale si trova un sunto fatto dall'A: *Judaismus und Kapitalismus* in "Scientia" del 1 *Maggio 1912*, attribuisce grande importanza all'elemento ebraico nello sviluppo del commercio di borsa in genere e nella creazione delle borse dei valori di Amsterdam, Londra, Amburgo, Berlino, Vienna. E noi ricordammo già gli Ebrei nel ricercare l'origine delle borse (5) (1)). ‡ (3) A Londra dopo lo *Stock Exchange*, per un' ora e talvolta anche fino a sera, si negozia fuori borsa. — A Nuova York esiste il *Consolidated Stock and Petroleum Exchange*, detto comun. *Consolidated Exch.* in concorrenza con *Wall Street*. Ha sede propria e vi si contrattano importi minori di 100 *shares*.

Nella pratica s'incontrano tutti questi tipi (2). Pel loro carattere privilegiato e di monopolio, più o meno assoluto, di fatto o di diritto, le borse si trovano molto spesso a lato delle istituzioni concorrenti, più o meno organizzate e più o meno tollerate (3).

È importante per i piccoli speculatori. Ma la concorrenza del *Consolidated Exch.* fu criticata dalla commissione d'inchiesta sulla speculazione in titoli e merci, commissione che venne nominata dal sig. **Hughes**, governat. dallo Slatò di N. York e pubblicò un rapporto nel Giugno del 1909. — **Raffalovich**. *Le march.* 1919-10 p. 375 seg. — Nel *Curb Market*, che si tiene pure a N. York, in *Broadstreet*, dove è la nuova entrata principale dello *Stock Exch.* e senza seguire le regole di quest'ultimo, si trattano valori buoni e cattivi ed operazioni proibite in borsa. Vi intervengono di solito *brokers* rappresentanti di ditte di borsa. Del resto a Nuova York il commercio dei valori fuori borsa si pratica nella sera e fin tardi nella notte nei fondachi e in alcuni grandi *hôtels*. — **Schütze**. Op. cit. p. 346 seg. Ne riferisce anche il sig. **Aubert**. l. c. — La condizione di monopolio ed il numero limitato dei membri del *Parquet* di Parigi ha fatto sorgere la *Coulisse*, formata di negozianti e mediatori. La *Coulisse* assorbiva la maggior parte del commercio a termine delle rendite di Francia e faceva da intermediaria per gran parte dei titoli di Stato stranieri; titoli che le furono tolti colla riorganizzazione della borsa del 1898. Un tempo la *Coulisse* fu combattuta, ma ora è tollerata dal *Parquet*, per evitare di accrescere il numero degli agenti di cambio ufficiali. Anzi dopo che la legge fiscale del 1898 esige l'intervento d'un agente patentato per le operazioni soggette a imposizione, i membri del *Parquet* aiutano i numerosi *coulistiers* ad eludere la legge, sì che la *Coulisse* è da considerarsi un'istituzione integrante il *Parquet*. Essa s'occupa principalmente dei valori esclusi per la loro forma o per altro dal *Parquet*. Forma 3 mercati, i cui membri sono uniti in 3 sindacati: *Banquiers à la feuille des Rentes; à la feuilles des valeurs à terme, et en valeurs au comptat*. Qualche *coulistier* appartiene a più d'un gruppo. — **Courtois** *Traité*, p. 17. — **Proudhon**. Op. cit. p. 63 seg. — **Ben**. Op. cit. p. 9 seg. — **Schütze**. Op. cit. pag. 314 seg. — **Supino**. *Le op.* ecc. p. 20. — **T. Longhurst**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. I. p. 441. — A Berlino esistono la *Vorbörse* e la *Nachbörse*, che si tengono in istrada e nei corridoi, ma senza avere grande importanza nei tempi ordinari. — A Vienna esiste la *Nachbörse*, non ufficiale. — **Schütze**. Op. cit. p. 262, 298, seg.

6. — Nelle borse dei varî tipi e sottotipi, intervengono, in certi giorni, in certe ore ((§ 3)⁽³⁾; (§ 4)⁽¹⁰⁾) e sotto certe condizioni, pagando certi diritti, di solito due categorie di persone: (A) coloro (§ 1-c-1^a) che acquistano e vendono per conto proprio, (B) coloro (§ 1-c-2^o) che fanno da intermediari. In pratica la funzione economica della maggior parte delle persone che appartengono alla categoria (A) e lo sviluppo dell'attività di quelle che appartengono alla categoria (B), rendono talora difficile la separazione netta fra (A) e (B).

Nelle borse dei valori la categoria (A) è formata: (a) da professionisti della speculazione, che negoziano principalmente titoli della categoria (3-1^{'''}), come pure: (b) da risparmiatori che vogliono investire in titoli i loro capitali, sebbene i risparmiatori tendano ormai a fare i loro acquisti di titoli presso le banche.

Nelle borse delle merci, la categoria (A) è formata (a') di professionisti della speculazione, (b') di fabbricanti acquirenti di materie prime, talora (c') di produttori di merci di borsa, mai di negozianti al minuto, o di consumatori.

Gli (A-a) e gli (A-a'), come pure i (B), sono solitamente uomini pratici, che si son fatti alla scuola degli affari il loro tirocinio e non di rado la loro fortuna.

Lo sviluppo delle funzioni della categoria (B) costituisce uno dei tratti salienti del mercato di borsa. In borsa gli intermediari non appartengono ormai più al tipo (I) dei mediatori, che esistono negli altri mercati, e si limitano ad accostare venditori e

(6) (1) **Jevons**. Op. cit. p. 219 # (2) Per la storia della mediazione, come per ogni altro argomento giurid. riferentesi alle materie di borsa si veggia: **D. Supino** *Le operaz. di B. Torino*, 1875, p. 28. Lo *Stock Exchange* di Londra è governato dal *Committee for General Purposes*, eletto ogni anno dai *members*. ((3) (1) [1]) *Rules* 1-20. Per essere eletti *members* occorrono certi requisiti di cittadinanza, di moralità ed economici e si deve decidere la propria qualità: (a) di *broker*, (b) di *dealer* o (c) di *clerk* (*Rule* 22), come pure si deve dichiarare la *partnership* (*Rule* 23 (2)), che non può aver luogo con estranei nè fra *dealers* e *brokers* (*Rule* 53 (1) (3)). Lo *Stock Exchange* non riconosce se non i suoi membri e le sue regole (*Rule* 69)

compratori, dando agli uni notizie degli altri, insieme ai ragguagli intorno ai beni da scambiarsi ed ai prezzi ⁽¹⁾, conservando le prove dei contratti e delle loro modalità.

In borsa invece gli intermediari, che hanno principalmente la funzione di notare i corsi ed i prezzi (§ 7 ⁽¹⁶⁾ ⁽¹⁷⁾ ⁽¹⁸⁾) sono: ora (II) commissionari che agiscono in nome proprio e per conto altrui, assu-

Il *broker* non può esser *dealer* (Rule 80). Il *broker* è un commissionario che riceve l'ordine nel proprio ufficio e, in nome proprio, ma per conto altrui, si rivolge al *dealer*. Questi è un vero negoziante, che solitamente fa due prezzi (*to make prices*): uno alto, al quale è disposto a vendere e uno basso al quale è disposto a comprare, almeno per una certa quantità. Questo sistema differisce dall'altro *by negotiation* più diffuso per titoli *non current* o *non-mar'etable, out of way*. Il *broker* guadagna la mediazione. Il *dealer* guadagna la differ. fra il corso d'acquisto e quello di vendita, salvo il caso di esercizio autorizzato d'arbitraggio da parte del *broker* o del *dealer* (Rule 86). Tale forma di intermediazione presenta, secondo taluni notevoli vantaggi. Il *broker*, quale semplice intermediario, non farà, si dice, se non l'interesse del cliente, senza abusare della propria condizione di monopolio che deve venir rispettata anche dagli *outsider-brokers*, i quali devon pure rivolgersi agli *stock-brokers*. Il *dealer* che tratta sempre certi titoli, ne conosce e ne regola il mercato. Se si tratta di titoli molto commerciati o di momenti di attività, egli farà i due prezzi vicini (*close*), diversamente li farà lontani l'uno dall'altro, includendo la quota di rischio per le variazioni di prezzo che possono accadere nel contempo. Fra *dealers* avvengono delle cessioni di vendite e di acquisti fatti in più, onde s'attua una specie di *clearing* (33). Col *making-prices* il mercato si fa pronto, (ciò che interessa alla speculazione, che può essere rovinata da un indugio che rechi mutazione di prezzi, quando non possa attendere il ritorno dei prezzi voluti); si fa pure continuo, sicuro. Ciononostante i *brokers* si son sforzati di introdurre l'altro sistema e di rompere le barriere che li dividono dai *dealers*. — **Struck**. Op. cit. p. 4, seg. — **Schütze**. Op. cit. p. 324, seg. — **Ellis**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. I, p. 486, seg. — ((4) ⁽³⁾ [3]) *Sect. H. Admission of member. Sect. A. B. L. 1. Sect. E. Newsrooms Sect. F. Corn Market.* — ((4) ⁽³⁾ [2]) *B. L.* seg. Lo *Stock Exchange* di Nuova York è una associazione privata diretta dal *Governing Committee* ([1] *Costitution amended to March 1902*). Per essere ammessi nel numero stabilito di 1100 membri, occorre pagare fortemente il *seat*. Nel Gennaio del 1903 s'arrivò a 82.000 dollari, nell'Ottobre

mendo la propria parte di responsabilità; ora sono (III) intermediari speculatori ((6) (2)-(a)), che agiscono in nome e a rischio proprio.

Praticamente, dove esistono i (B-III) son ben distinti dagli speculatori-professionisti della categoria (A), ai quali recano indirettamente, col mezzo dei (II) ((§ 6) (2) - (b)), i propri servigi e la loro intermediazione-speculazione ha un carattere più regolare della vera speculazione dei professionisti; ma certo i (III) segnano un grado di passaggio fra i (B) e gli (A-a).

Nelle diverse borse dei vari tipi (§ 5) la partecipazione degli (A) e dei (B) all'attività commerciale viene diversamente regolata (2).

Già il tipo (I) di mediazione vale (α) fuori della borsa ad agevolare gli scambi e (β) a dar loro continuità. Il tipo (II), che suppone,

a 51.700 dollari; durante la nota crisi, nell'autunno del 1907, s'ebbe un grande ribasso. Poi si risalì attorno ai 50-60.000 dollari. Si paga inoltre un diritto d'entrata di 2.000 dollari, più un contributo annuo di 100 dollari e 10 dollari pel *gratuity fund*. Non esiste la divisione fra *boker* e *dealer (jobber)*. Un agente contratta direttamente cogli altri. Le offerte e le domande si fanno in % dell'importo nomin. dei titoli, se non si supera il val. nom. di 10 dollari, nel qual caso si possono fare in dollari e frazioni. I banchieri e gli speculatori non vanno in borsa; ne fanno parte per godere della riduzione che spetta ai membri nella *senseria* ((6) (5)). Nel *Consolidated Exchange* il *seat* costa 1000 dollari. — C. Supino. *Le operaz. di B.* pagina 16 seg. — Schütze. Opera citata, pagina 346, seguenti — Raffalovich. *Le march. fin.* 1909-10, pagina 376 n. 1. — ((4) (3) [7]) *Charter*, articoli 4, 5; *Constitution*, articolo 4, seg. *By-Laws*, art. 5. *General Rules* 3, 8. — Per la storia della mediazione ufficiale in Francia si veggano le solite opere: Courtols. *Traité*, p. 191 seg. — Lefèvre. *Comm.* p. 15 seg. — Longhurst, in: Palgrave, *Op. cit.* vol. I p. 261, e particolarment.: Worms. *Op. cit.* p. 244. seg. In quest'opera si trovano ricordate tutte le disposizioni legislative succedutesi in Francia riguardo alla mediazione ufficiale: dall'*Ordin. di Filippo il Bello* del 22 Luglio 1305, che dava agli intermediari scelti il poco onorevole incarico di diffondere le monete alterate; al *Decr. di cons. del 2 Aprile* 1639, che sostituì la denominaz. di *Agents de change* a quella di *courretiers* rimasta pei mediatori in merci; alle disposizioni che furon necessarie all'epoca del *Law*, per sviluppare il commercio

fuor di borsa, un commercio esteso nello spazio per cui il negoziante non va direttamente ad offrire la merce al compratore, nè a cercarla: accentua questi risultati. Ciò accade anche in borsa.

Inoltre rispondendo il mediatore direttamente verso il cliente, (γ) si elimina la necessità di informazioni intorno alla contropartita e gli scambi si fanno anche per tal via più rapidi. Eppoi (δ) il rischio di insolvibilità si estende dai contraenti all'intermediario. Col crescere del numero delle persone intermediarie, cresce forse il costo del commercio, ma il rischio si divide, si rende meno grave

dei valori mobiliari; al *Dec. del 24 Sett.* 1724, che resta tuttora importante; ai provvedimenti dell'epoca rivoluzionaria e della restaurazione; infine al *Decr. 7 Ott.* 1890, ((3) (1) [2]). Per essere nominati *Agent de change* occorrono diversi requisiti (*titre 1.er*) fra i quali il pagamento d'un prezzo, che è salito talora a 2 milioni e il versamento d'una cauzione. Dove sono almeno sei uffici d'agente di cambio, si può costituire il *Parquet*, che opera nella *corbeille*. Speciali attribuzioni spettano alla *Chambre syndicale*. Il *Règl. particulier de la Compagnie* ((3) (1) [3]), stabilisce la *Caisse commune*. — **Schütze**. Op. cit. p. 314 seg. Le contrattazioni si fanno *à la criée*, coi vantaggi rilevati dal **Walras** (*Élém.* p. 44, *Études.* p. 408 seg.) e dallo **Struck** (Op. cit. p. 12, seg.) — I *coulistiers* ((5) (3)) han deciso, dal 1907, d'essere liberi d'eseguire gli ordini direttamente come negozianti o come mediatori, ricevendo il *courtage*, ma senza darne più della metà ai *remisiers*, che riuniscono gli ordini per gli *Agents de change* e pei *coulistiers*. — **Schütze**. Loc. cit. — Per le borse tedesche, lo **Struck** (Opera citata, pagina 196) dà qualche cenno storico. La *Börsengesetz* ((3) (1) [4]) dà norme per la visita delle borse (*Börsenbesuch*) § 7 e pei mediatori, § 29, seg. Norme sviluppate dai regolam. locali e completate da disposizioni riferentisi ai diritti da pagarsi ((3) (3) [1]) *art. 13, seg.* ((3) (3) [2]) § 14 seg. — In Austria vale la ((5) (2) [3]) che regola il *Börsenbesuch* al § 5; per le *Landw. Börsen* vale la ((5) (2) [4]) § 6. Pei mediatori [2] *Gesetz vom 4. Apr. 1875 betreffend die Handelsmäkler oder Sensale*. Inoltre ((3) (3) [3]) I *Hauptstück Besuch de Börse, ecc. III Hauptstück, Mitgliedschaft. V Hauptst. Börse-Sensale*. — ((4) (10) [1]) § 3 seg. — ((4) (3) [25]) § 4 seg. — ((4) (10) [2]) I, II, V. — Per la borsa di Zurigo [3] *Gesetz betreffend den Gewerben-Verkehr mit Wertpapieren von 31 Mai 1896, II Börsensensale*. — ((5) (2) [5]) *Mitgliedschaft*. — Per la borsa di Pietroburgo. — **Schütze**. Op. cit. p. 335 seg. — Per Alessandria d'Egitto ((5) (2) [6]). — [4] *Règlem. de la Bourse appr. par Décret 8 Novembre*

e più sopportabile; s'accresce così la sicurezza commerciale ⁽³⁾ e può diminuire quella parte del prezzo che costituisce la quota d'assicurazione contro i rischi d'insolvibilità nei contratti a termine. Tutti questi risultati si spingono al massimo grado col tipo (III) di intermediario; che contribuisce notevolmente a dare al mercato di borsa (§ 1) il carattere di mercato-tipo ⁽⁴⁾.

Senonchè il carattere monopolistico dell'intermediazione di borsa, sia nel tipo (§ 5-I), sia nel tipo (§ 5-II), permette che la senseria, comunque stabilita e diversa nelle diverse borse e per le diverse operazioni, sia sempre molto elevata ⁽⁵⁾. Onde si spiegano le critiche contro il monopolio ⁽⁶⁾ e i tentativi di concorrenza già segnalati (§ 5) ⁽³⁾; (§ 6) ⁽²⁾.

*med. Décr. 25 Avr. 1910 art. 11 seg. — (3) (1) [11] art. 1.er — (4) (3) [35] art. 1.er. — In Italia vale il (3) (2) [3] art. 14, 15, per l'ingresso in borsa; art. 26 seg. Dei mediatori. — (3) (2) [4] art. 3, 51, seg. — (3) (1) [12] art. 1 seg. — [5] Ruolo dei Mediatori di Comm. Regolam. app. con D. M. 31 Ottobre 1883 e success. modif. art. 1 seg. — Il Congresso degli Agenti di cambio tenutosi a Milano nel 1911, ha espresso il voto di limitare il N.o degli agenti di cambio, per poterli meglio sorvegliare e rendere più solida la mediazione. # (3) **Struck**. Op. cit. p. 19, 10, seg. # (4) **Walras**. *Études* p. 432. # (5) **Worms**. Op. cit. p. 289 seg. — **Walras**. Loc. cit. — **J. Regnault**. (*Calcul des chances et philosophie de la Bourse, Paris, 1863* p. 47, 89) aggiunge che la mediazione colpisce le operazioni fittizie come se fossero reali ed è sproporzionata. — Per il *brokerage* allo *Stock Exch.* di Londra: **Schütze**. Op. cit., p. 324 seg. — (3) (1) [1] *Rule* 82. — (4) (3) [3] *Sect. J. Brokerages on grain futures.* — (4) (3) [2] *B. L.* 22, 22 a, *T. (Clause, 1 c.)*. — Per lo *Stock Exch.* di N. York - **Schütze**. op. cit. p. 346, seg. — (4) (3) [7]. *Cotton seed Rule 6.* — A Parigi (3) (1) [2] art. 38. — (3) (1) [3] art. 1.er. — A Berlino: **Hempenmacher**. Op. cit. p. 98. — In Austria [1] *Verordn. ecc. vom 7. Jän. 1901, betreffend die Bestimmungen der Mäkler - Gebühren ecc. (Effekten - Sensale)* — (4) (6) [6] III. *Anhang: Amtlicher Mäklertarif.* — (4) (3) [25] *Vermittlungsgebühr* § 5, 6. — (3) (1) [10] § 14 *Senseria.* — (3) (1) [11] art. 7 — (4) (3) [35] art. 7. — (3) (2) [4] art. 57, 58, 59. — (6) (2) [5] art. 32, 33. # (6) Il **Proudhon**, ad es. (Op. cit. p. 63, seg.) propose ai suoi tempi la libertà della mediazione in Francia.*

7. — La borsa non è che una parte del complesso meccanismo economico moderno. Lo sviluppo della borsa è connesso allo sviluppo delle altre istituzioni economiche (§ 1-d-1.º) e dei mezzi d'informazione del mercato (§ 1-d-2.º). È per questo legame d'interdipendenza,

(7) (1) V. Pareto. *Cours d'Éc. Pol. Tome sec. Lausanne, 1897, § 593, seg.*
 ‡ (2) La borsa coi caratteri (2 - δ ε) non sarebbe concepibile senza lo sviluppo delle comunicazioni. Prima del vapore e dell'elettricità non si potevano avere che grandi mercati e fiere. — A. Crump. *Teor. della specul. di B. traduz. L. Einaudi* (in *Bibl. dell'Ec. 4.a ser. dir. da S. Cognetti de Martiis, vol. II. parte II, p. 371*) ricorda come il principio di una nuova era della speculazione, la immissione d'un cavo telegrafico attraverso lo stretto di Dover, avvenuta nel 1851 e in seguito alla quale i prezzi d'apertura e di chiusura dei titoli a Parigi si poterono conoscere allo *Stock Exch.* durante le ore di borsa. Il movimento telegrafico fra la borsa di N. York e le borse europee è così bene organizzato, che da N. York si può avere a Londra una risposta in 5 minuti. La comunicazione fra Londra e Berlino è più lenta, tanto che le notizie passano da Londra a N. York e di là a Berlino per cablogramma, risparmiando dai 15 ai 20 minuti. — Schütze. *Op. cit. p. 346, seg.* Il *Neymarck* nel suo *IX Rapp. sur la statist. des Valeurs mob. ecc.*

COMMERCIO MONDIALE IN MILIONI DI MARCHI (Statistiche tedesche)				
PAESI	Importazione 1911	Esportazione 1911	TOTALE 1911	TOTALE 1891
Inghilterra . .	11.789	9.268	21.057	12.683
Germania . . .	9.544	8.101	17.645	7.326
Stati Uniti . .	6.439	8.786	15.225	7.253
Francia	6.610	5.009	11.619	6.753
Belgio	3.380	2.762	6.142	2.688
Austria-Ungh. .	2.686	2.025	4.711	2.388

Tavola I

1912. Basta del resto guardare, nell'annessa tabella (Tav. I), lo sviluppo del comm.

calcolava le linee ferrov. esist. nel mondo Km. 1.006.748 dei quali 329.000 in Europa; 513.000 in America; 99.000 in Asia; 33.000 in Africa; 30.000 in Australia. La spesa di costruzione media essendosi elevata in Europa a fr. 397.500 per Km. e a franchi 216.500 nelle altre parti del mondo, si vede che per le reti europee furono spesi 131 miliardi e 146 per le altre parti del mondo; cioè in totale 277 miliardi. *L'Ec. dell'It. Modern., 20 Aprile*

(¹) che avvince tutte le parti del sistema economico, che noi vediamo accanto alle maggiori borse svilupparsi a gara nella rapidità, nella sicurezza e nella regolarità, tutti i mezzi di trasporto di cose di notizie, di persone (§ (14) (⁹)). Le linee di navigazione, anche aerea, le linee ferroviarie, telegrafiche e telefoniche, la radiotelegrafia anche, congiungono fra di loro i mercati ed uniscono questi ai centri di produzione da una parte, a quelli di consumo dall'altra (²).

internaz. per comprendere l'estens. che devono aver assunto i mezzi di trasporto.

PORTI	Anno	Anno % dal 1906 al 1910
	1910	
Londra	19.747	7.8
Liverpool . . .	14.313	6.8
Amburgo e Cux- hafen	12.657	14.6
Anversa	12.654	16.3
Rotterdam . . .	10.659	17.8
Marsiglia	9.441	16.6
Genova	8.582	19
Havre	4.769	14
Brema e Bre- merhafen	4.130	17.8
Amsterdam (1909)	2.487	—

Tavola II

mondiale: C. Supino. *Il capitale nell'organizzaz. econ. e nell'Econ. pol.* Milano. 1886, pagina 37 seg. — Scrive il Pareto nel *Manuel*, pagina 305: *La facilité des transformations dans l'espace élargit l'étendue des marchés... Le XIX siècle restera comme l'un de ceux où l'on a beaucoup perfectionné ce genre de transformations.*

A detta del Clerget, (l. c.) il comm. marittimo rappresenta $\frac{3}{4}$ del comm. mondiale. Lo stesso autore riferisce una statistica del Colson (Tavola II) sul tonnelloaggio in migliaia di tonnellate dei principali porti, che son poi collegati con ferrovie ed altri mezzi di trasporto. Basta pensare che Brema ha speso in trent'anni 223 milioni $\frac{1}{2}$ di franchi; dal 1880 la Germania ha speso 600 milioni per gli ingrandim. di Amburgo, Brema e Bremerhafen. In 20 anni Buenos Ayres: 200 milioni. Il Brasile pei suoi porti: 608 milioni. La Francia dal '79 al '907: 788 milioni. Certo il tonnelloaggio, non sempre ben calcolato, non è un indizio completo dell'importanza commerciale d'un porto: va tenuto conto del prezzo dei prodotti: così a Genova si porta del carbone, a Rotterdam del minerale: mentre i porti commerciali di Havre, Amsterdam, Brema, Londra, Anversa: vedon transitare merci di tutt'altro pregio. Intorno allo sviluppo del mercato

Accanto alle borse mercantili si perfezionano i mezzi di custodia e di conservazione appropriata dei prodotti da commerciarli (3). Fra tali mezzi van posti ad esempio i magazzini generali (4), che emettendo titoli rappresentativi e trasmissibili delle merci (§ 4 (6)), ne

‡ (3) La puntualità dei trasporti ha eliminato la necessità di certe provviste fatte in considerazione di bisogni futuri, permettendo la diffusione del contratto a consegna ((4) (5)). — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10, p. 149, I porti-emporio perdono la loro importanza collo sviluppo delle marine mercantili e delle relazioni commerciali dirette. — **Clerget**. l. c. ‡ (4) **J. Mavor**, in: **Palgrave**. Op. citata vol. I p. 611 seg. ‡ (5) In Francia ed in Germania i banchieri ricevono commissioni (6)-A-b) che, trasmettono al mediatore, aggiungendo così alla mediazione la provvigione o commissione, talora per un importo pari alla mediazione (*double courtage*) ed aggiungendo anche talvolta a Parigi un tanto ‰ in più quale *mouvement de caisse*; talora invece compensando gli ordini opposti o facendo l'affare con altro banchiere, non ricorrendo all'intervento del mediatore. — **Schütze**. Op. cit. p. 262, seg. 314, seg. 441, 355. Quest'ultima forma di eseguire gli ordini ha dato luogo in Francia a conflitti fra le banche e gli agenti di cambio: conflitti composti a danno dei clienti. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10, p. 324, seg. ‡ (6) Come ad es. le *Maklerbanken* tedesche, che compiono affari non speculativi in borsa col mezzo di impiegati, ai quali lasciano parte della mediazione. L'elevazione dell'*Umsatzstempel* nel 1900 e le decisioni della *Suprema Corte dell'Impero*, che tolsero la protezione giuridica a gran parte degli affari a termine, pregiudicarono le *Maklerbanken*. Nel 1905 si liquidò la *Börsen-Handels-Vereins*. Continuò la *Berliner Makler Verein*. — **Schütze**. Op. cit. p. 159, seg. ‡ (7) Nel 1852 i fratelli **Pereire** fondavano a Parigi, dietro incoraggiamento di Napoleone III, il famoso *Crédit mobilier* che ricordava un po' la *Banca Centrale* di **Saint-Simon**, del quale **Emilio Pereire** era stato discepolo. Quel primo *Crédit mobilier* fallì miseramente, (si veggano i particolari in: **Ehrenberg**. Op. cit. p. 82, seg.), ma altri ne sorsero in altri paesi. Gli istituti del suo tipo ancora esistenti fanno quasi tutti gli affari bancari, inoltre assumono e collocano prestiti, emettono azioni, fondano banche, piccole ferrovie, società industriali (*Industriebanken*) magazzini, fanno arbitraggi, riporti, commercio d'effetti, ecc. — **Schütze**, Op. cit. p. 158, seg. ‡ (8) **Crump**. Op. cit. p. 379. Per l'origine e il funzionam. dei principali istituti di emissione (*Bank of England, Associated Banks* di N. York un tempo e ora *Federal Reserve Banks, Banque de France*,

facilitano la circolazione, come pure giovano alla liquidazione degli affari (§ 33).

Accanto alle borse di valori in ispecial modo, si sviluppano le banche: da quelle che s'occupano (⁵) anche (§6-A-b) o soltanto di

Reichsbank di Berlino, *Oesterreichisch - Ungarische Bank*, *Banque nationale suisse*, *Gassudarsterennü Bank* di Pietroburgo, la *Banca d'Italia*) e gli altri importanti istituti bancari: oltre a **W. Bagehot**. *Lombard street*, ecc. *fourth ed. London*, 1873, per la banca d'Inghilterra; si veggano: **Schütze**. Opera citata p. 120 seg. — **J. K. Ingram**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. I p. 91, seg. Si veda anche **C. Supino**. *Il mercato monet. internaz. Milano*, 1910, p. 111, seg., inoltre: **Ch. A. Gonaut**, *A history of Modern Banks of Issne*, fifth edition. — Al 27 Dic. 1911 la Banca d'Inghilterra aveva 32,4 milioni di sterline di metallo; 29,2 di circolaz. 21,7 di riserva; 41,9 di portafoglio; 44,8 di depositi; e una proporz. % della riserva ai depositi di 37,5; del metallo alla circolazione di 117. — Al 28 Dic. la Banca di Francia aveva: 3,206 milioni di fr. d'oro; 804 d'argento; 5,310 di circolaz. un rapp. di 75 % del metallo (oro e argento) alla circolaz. un portafoglio di 1397; depositi per 687. — Al 31 Dic. la Banca dell'Imp. Germ. aveva 1008 milioni di M. di metallo; 41 di biglietti; 2250 di circolaz. 452 di circolaz. tassata;

Capitoli	1909	1910	1911
Oro	12.576	12.531	13.782
Argento	2.810	2.759	2.724
Portafoglio	8.433	8.926	10.576
Anticipazioni	4.809	5.506	2.810
Circolazione	21.478	22.210	23.152
Depositi	10.529	9.022	6.173
Rapp. del metallo alla circ.	71 %	68 %	71 %

Tavola I

nelle (Tav. II e III) i dati relativi ai saggi dello sconto sulle più importanti piazze per gli ultimi anni.

un rapporto di 46 % della riserva (metallo + biglietti) alla circolaz. un portafoglio di 1792 e depositi per 710. — Le Banche Assoc. di N. York al 30 Dic. avevano 322 milioni di dollari di metallo; una eccedenza dello riserva di 16; una circolaz. di 51; prestiti per 1864; depositi per 1723. Riunendo insieme i principali capitoli di tutte le banche europee di emissione si avevano, per la fine Dic. dei rispettivi anni, i dati della (Tav. I) in milioni di franchi. — *L'Econ. dell'It. Modern.* 27 Gennaio 1912. — Giova ricordare

mediazione in valori ⁽⁶⁾ a quelle che s'occupano anche o soltanto di riporti (§31) alle banche che assumono anche o soltanto l'emissione o il collocamento dei titoli ⁽⁷⁾, ai grandi istituti di banca e d'emissione di biglietti di banca, che scontano cambiali, acquistano e vendono divise

Sconto medio %			
Anno	Lon- dra	Ber- lino	Parig
1895	2	3.15	2.10
1896	2.48	3.65	2
1897	2.63	3.84	2
1898	3.26	4.28	2.20
1899	3.75	5.04	3.06
1900	3.96	5.33	3.23
1901	3.72	4.10	3
1902	3.33	3.32	3
1903	3.75	3.84	3
1904	3.30	4.22	3
1905	3.01	3.82	3
1906	4.27	5.15	3
1907	4.92	6.03	3.45
1908	3.01	4.77	3.04
1909	3.10	3.93	3
1910	3.72	4.35	3

Tavola II

— ((4) (3) [13]) art. 5. — ((4) (3) [16]) art. 31 — ((4) (3) [12]) art. 9, 8 comma. — Ad Anversa esistono delle *Chambres arbitrales* per i grani, per gli spiriti, pel caffè, pei diamanti, per le lane e pei pettinati, ecc. coi relativi [1'] *Statuts* e i *Règl. d'ordre inté-*

‡ ⁽⁹⁾ Allo *Stock Exchange* di Londra: *All disputes between Members... shall be referred to the arbitration of a Member or Members* ((3) (1) [1]) *Rule 71*. Anche i *Non-Member* possono ricorrere al *Committee*, impegnandosi di obbedire (*Rule 73 App. 31*) — ((4) (3) [1]) § 17. — In genere i commerc. possono sottoporsi alle [1] *London Court of arbitration*

Piazze	Sconto Uffic. nel 1911			Sconto libero nel 1911		
	Media	Mass.	Min.	Media	Mass.	Min.
Londra	3.17	4	3	3.26	3.87	1.87
Parigi	3.11	3.50	3	2.51	3.50	1.87
Berlino	4.39	5	4	3.50	5	2.25
N. York	—	—	—	2.60	8	1.75

Tavola III

- *Rules*. — ((4) (8) [1]), XX e seg. — ((4) (3) [3]) *Sect. C. Rule 17, Sect. D. Regul. 61. Sect. E. B. L. 20* — ((4) (3) [4]) e [1'] *N.o 1, Spot Contract* — ((4) (3) [2]) *Indx: arbitrations* — ((4) (3) [7]) *B. L. art. 9 seg. Spot Rules 21 F. o. b. Rules K. Q.* — ((4) (3) [15]) *art. 4 ult.* — ((4) (3) [14]) *art. 4 ult.*

estere, monete e metalli preziosi ⁽⁸⁾; alle stanze di compensazione di banca, di titoli e di merci (§ 33).

Nelle borse dell'una e dell'altra specie (§ 5-A-B) la vita stessa del diritto si fa più celere nei suoi vari momenti. In quello della creazione, è la spontaneità dell'uso sempre più esteso cioè internazionale, che domina. In quello dell'esecuzione si consegue una grande rapidità, si rispetta il carattere tecnico della funzione giudicante, e si adotta la risoluzione ispirata all'equità plastica, piuttostochè alla norma cristallizzata: mediante il ricorso ai giudizi d'arbitri tecnici ⁽⁹⁾; mediante l'esecuzione im-

rieur. — (4) ⁽⁶⁾ [3]) art. 17. — (4) ⁽³⁾ [10]) art. 22. — (4) ⁽⁶⁾ [2]) art. 24. — (3) ⁽³⁾ [1]) § 9 — (5) ⁽²⁾ [2]) *Fondsb.* § 8. *Produktenb.* § 8 — (3) ⁽¹⁾ [5]) § 7 — [2] *Schiedsgerichtis - Ordn. für das Schiedsg. an der Berl. Produktenb.* — [3] *Satz des Liqu. Vereins für Zeit-Gesch. an der Berliner Fonds-Börse*, § 6 — (3) ⁽¹⁾ [6]) XVIII. — (4) ⁽³⁾ [22]) § 20 (modificaz. 19 Apr. 1911) — (4) ⁽³⁾ [23, 24]) § 9-17. — (4) ⁽³⁾ [27]) art. 7. — [4] *Bestimmungen betreffend die Arbitrage - Kommission für Geschäfte auf Grund der Condiitën van de Rotterdamsche Graanbeurs.* — (5) ⁽²⁾ [4]) § 23 — (3) ⁽³⁾ [3]) § 78, seg. (5) ⁽²⁾ [3]), § 6 — [5] *Verordnung von 26 März 1903 betreffend die Beerdigung der Mitglieder von Börsen-Schiedsgerichten zur Entscheidung über Streitigkeiten aus Warengeschäften* — (4) ⁽¹⁰⁾ [1]) II *Schiedsgerichtsordn.* § 45, seg. — (4) ⁽⁶⁾ [6]) I, II *Anhang.* — (4) ⁽¹⁰⁾ [2]), VI. — (6) ⁽²⁾ [4]) art. 30 — (3) ⁽¹⁾ [11]) art. 34, 35 — (4) ⁽³⁾ [35]) art. 16, 17. # ⁽¹⁰⁾ (3) ⁽¹⁾ [1]) 34, seg. — (4) ⁽⁸⁾ [1]) XVI. — (4) ⁽³⁾ [3]) *Sect. C. Rule* 16. — (4) ⁽³⁾ [2]) *B. L.* 25. — (3) ⁽¹⁾ [2]) art. 70, seg. — (3) ⁽¹⁾ [3]) art. 67. — (4) ⁽³⁾ [15]) art. 70, 72. — (4) ⁽³⁾ [14]) art. 71, 73. — (4) ⁽³⁾ [13]) art. 13, seg. — (4) ⁽⁶⁾ [4]) art. 30 — (3) ⁽¹⁾ [5]) § 14 (modificat.) 15. In (4) ⁽³⁾ [17]). si veggano le conseguenze dell'inesecuzione per ogni specie di prodotto. — (3) ⁽¹⁾ [6]. XIV — (4) ⁽³⁾ [19; 20; 21]), § 16 — (4) ⁽³⁾ [23; 24]), § 55 — (3) ⁽¹⁾ [7]) § 11, seg. — (3) ⁽¹⁾ [10]), § 10 seg. — (4) ⁽³⁾ [30]), § 13, seg. — (4) ⁽³⁾ [32]), § 12 — (3) ⁽²⁾ [3]) art. 31, 2°. — (3) ⁽²⁾ [4]) art. 21, seg. # ⁽¹¹⁾ : (3) ⁽¹⁾ [1]) *Rules* 15, 16, 17, ecc. — [1] *Manchester Royal Exchange Bye-Laws* § 3, seg. — (4) ⁽³⁾ [3]) *Sect. E.-B. L.* 12 *Sect. F. B.-L.* 12. — (4) ⁽³⁾ (2)) *B.-L.* 7. — (4) ⁽³⁾ [7]) art. 8. — (4) ⁽³⁾ [6]) *Rule* 21. — (3) ⁽¹⁾ [2]) art. 22, 23, 24, 25. — [2] *Règlement de la Caisse de Liquidation des laines peignées de Roubaix. Tourcoing. art. 32 (modifications).* — (3) ⁽¹⁾ [4]), § 8, seg. § 88, seg. — (3) ⁽³⁾ [1]), § 19, seg. — (3) ⁽³⁾ [2]), § 15, seg. — (6) ⁽²⁾ [3]), § 42. — (3) ⁽³⁾ [3]), § 16

mediata ⁽¹⁰⁾ e la polizza stessa: esercitate l'una e l'altra da organi propri della borsa ⁽¹¹⁾.

Le informazioni costituiscono un elemento essenziale per la conoscenza delle condizioni attuali del mercato e per il valore probabile delle previsioni intorno all'andamento futuro del mercato medesimo ⁽¹²⁾. E le informazioni rese possibili con un grado notevole di perfezione per il perfezionamento stesso dei mezzi di comunicazione, trovano in borsa il loro massimo sviluppo.

Tali informazioni possono: (a) riguardare le persone o (b) i beni. La necessità di (a) è in parte eliminata: (1.0) dall'organizzazione stessa della mediazione (§ 6-B), per cui i contraenti non vengono in rapporti diretti e il rischio si suddivide; (2.0) dall'uso di garanzie

21, seg. — (4) ⁽¹⁰⁾ [21]). art. 5. — (4) ⁽³⁾ [31]), § 28. — (3) ⁽³⁾ [4]) art. 31, seg. — (3) ⁽¹⁾ [11]) art. 2, 33. — (4) ⁽³⁾ [35]) art. 3, 15. — (3) ⁽²⁾ (3)) art. 14, 15, 46. — (3) ⁽²⁾ [4]) art. 79, 118, seg. — (3) ⁽¹⁾ [12]) art. 1, seg. — (6) ⁽²⁾ [5]) art. 11 seg. — [3] *Statuto dell'Associazione per l'esercizio della Stanza di compensaz. di Milano, art. 11* — [4] *Regolamento, id. art. 6.* # ⁽¹²⁾ **Jevons**. Op. cit. pag. 218, seg. — **Struck**. Op. cit. p. 203. — **Crump**. Op. cit. p. 379. # ⁽¹³⁾ Pei prodotti agricoli s'è creato l'*Istituto Internaz. d'Agric.* Per le notizie riferentisi al comm. degli altri prodotti valgono le pubblicazioni citate in (4) ⁽¹²⁾) ed altre numerose del genere. # ⁽¹⁴⁾ **Struck**. Op. citata pag. 45, seg. # ⁽¹⁵⁾ **Walras**. *Étud.* p. 432. — In Austria il § 1 della *Gesetz von 11. Apr. 1876* autorizza la *Börsekammer* a riscuotere un *jährlichen Beitrag* dagli enti le cui azioni, parti obbligaz. ecc. *im amtlichen Coursblatte der Wiener Börse notirt werden.* (5) ⁽²⁾ [3]) — Intorno ai requisiti richiesti in Italia per la quotaz. in borsa dei titoli, s'è discusso nel *Congresso Naz. delle Soc. anon.* tenuto a Torino nel Giugno 1911 — Si veggia il resoc. nella *Rivista di Diritto Commerciale* dello **Sraffa** e del **Vivante**, *Giugno* 1911. # ⁽¹⁶⁾ **Regnault**. Opera citata, pagina 164, seguente # ⁽¹⁷⁾ **Struck**. Opera citata pagina 45, seguente # ⁽¹⁸⁾ Allo *Stock Exchange* di Londra per lo stabilimento di uno speciale *Settling-day* e della *Quotation in the Official List* (3) ⁽²⁾) valgono le (3) ⁽¹⁾ [1]) *Rules* 149 (*Appendix* 35) 150 (*App.* 35) 151 (*App.* 31) 152. Pei titoli nazionali si seguono criteri piuttosto rigorosi, come pure pei titoli stranieri, non ammettendo quelli di Stati indebitati, se prima

reali (coperture, margini ⁽¹³⁾); (3.o) dalla fiducia personale, comunemente diffusa tra borsisti e giustificata: un pò dalla necessità, un pò (4.o) da una specie di polizia preventiva che si esercita; sia richiedendo certi requisiti per l'ammissione ((§ 6) ⁽²⁾) e la permanenza nel commercio di borsa, sia sorvegliando, i commercianti ((§ 7) ⁽¹¹⁾); (5.o) dall'uso di liquidazioni periodiche (§ 1-7; § 33-1.o) che valgono anche a misurare con frequenza la solvibilità dei contraenti, permettendo d'adottare con rapidità i provvedimenti più opportuni ((§ 7) ⁽¹⁰⁾) in caso d'insolvibilità. Anche le informazioni (b) sui beni economici contrattati in borsa, sono in parte semplificate per il carattere (§ 2-f) da essi posreduto, e per le condizioni richieste per l'ammissione alle contrattazioni di borsa ((§ 7) ⁽¹³⁾), ma restano da

non soddisfano ai propri impegni. Ciò ha sempre giovato notevolmente. Per l'ammissione dei titoli stranieri, il governo non interviene direttamente, se non a riscuotere il diritto di bollo; ma pare certo che lo *Stock Exchange* non andrebbe contro i voleri del governo. Le *Rules* 154 a 158 danno le norme per la formazione delle quole. — Lo **Schütze**. (Opera citata p. 324, seg.) dà pure minuti ragguagli intorno al significato delle espressioni che si contengono nella quotazione dello *Stock Exchange*. I titoli quotati allo *Stock Exchange*, erano 30 nel 1815; 1367 nel 1877 (**Ehrenberg**. Op. cit. p. 170) ed ora ascendono a diverse migliaia, come si può vedere da una pubblicazione del Dicembre 1910: *Pocket Complete List of investments officially quoted on the Stock Exchange*. Pater & C. London. A Londra, come risulta anche da speciali informazioni attinte all'*Italian Chamber of Commerce in London*: le notizie intorno alle quotazioni fatte nelle borse dei titoli e in quelle delle merci si desumono, oltrechè dai giornali politici e da quelli speciali, da circolari che importanti ed autorevoli ditte di *brokers* (o negozianti pubblicano periodicamente (per settimana, quindicina, mese o all'avverarsi delle aste ordinarie) premettendo un rapporto sull'andamento dei mercati speciali. Secondo **Taeuber** (Op. cit. p. 566) meritano una notevole fiducia, senza essere ufficiali, le notazioni della *Exchange Telegraph Co.* le quali vengono anche riferite dalla maggior parte dei giornali. — ((4) (3) [1]) § 10 *Official Quotations*. — Il *Liverpool Stock Exchange* pubblica i *Liverpool St. Ex. opening prices*; *Liv. official noon share list*; *Liv. St. Exch. closing prices*; *The Liv. Stock Exch. official daily List*; *Liv. Mining share List*. Nell'*Official daily List: Friday, January 13, 1911* si trova quotato quasi un migliaio e mezzo di titoli.*

ricercarsi e da conoscersi tutte le notizie riferentisi all' emissione dei valori, alla loro vita, ai fatti economici e politici che su di essi possono avere influenza diretta o indiretta, ecc. come pure per i prodotti occorrono, oltre alle notizie generali, che interessano indirettamente quelle specifiche, riguardanti da vicino la produzione, (13) il commercio, le provviste, i consumi, ecc. E a tale scopo esistono agenzie d' informazioni, pubblicazioni periodiche e giornali che s'avvalgono di tutti i mezzi moderni di comunicazione, di rilevazione statistica organizzata e continua, d' induzione rapida.

Pei valori, nei loro diversi tagli, interessa la conoscenza dei corsi, che possono essere alla pari, sotto, o sopra, se fanno premio;

Nell'*Opening prices* del *Thursday, Jan. 12, 1911* quasi un centinaio. Nel *Noon share list* del *Friday, Jan. 13 1911* circa 400. Nel *Closing Prices* della stessa data, una settantina. Nel *Mining share list* poco più di 50. — La *Liverp. Gen. Brokers' Assoc.* pubblica una *Weekly circular*, pei *Colonial produce &c.* In essa si danno molte ed estese informaz. — La *Liverpool cotton Assoc.* pubbl. un'interessante *Annual circular, Weekly circulars, Daily Reports.* — Per *oranges, lemons, ecc.* a Liverpool vale la *James Adam. Son & Co's Weekly Circular.* — Pei legnami a Liverpool: *Farnworth & Jardine's Wood Circular.* — Lo **Schütze**. (Op. cit. p. 346 seg.) dà notizie intorno all' ammissione dei valori allo *St. Exch.* di N. York, ma occorre tener presente che nel Luglio 1909 s' è deciso di sopprimere a partite dal 1.º Aprile 1910 l'*unlisted department.* — **Raffalovich** *Le march. fin.* 1909-1910, p. 344. Nella quota dello *St. Ex.* di N. York accanto alla indicazione dei corsi si mette il N.º dei titoli contrattati; alla chiusura si fa il totale dei titoli contrattati. E ciò riesce agevole dovendosi per ogni contratto trasmettere notizia al Comitato di Borsa. Questi a sua volta ne avverte la *Quotation Company*, che trasmette immediatamente, per telegrafo, le notizie ai suoi abbonati. Si può dire che non v' è *broker* o banchiere a N. York, che non riceva tali comunicazioni, mediante il cosiddetto *ticker.* — **Schütze**. *Ibidem.* Nelle agenzie che gli agenti di cambio tengono nei principali alberghi, v' è una sala riservata al pubblico, che può leggere di minuto in minuto i corsi annotati su un quadro nero, e può dare così gli ordini. — **Aubert** l. c. — (4) (2) [7]) *By-Laws art. VII General Rules, 16.* — Per l' ammissione dei titoli alla borsa di Parigi (3) (2) decide la *Chambre syndicale, (3) (4) [2] art. 80*, salvo il veto del governo per la

come pure interessa conoscere l'epoca d'inizio del godimento, ecc. Pei prodotti delle diverse qualità interessa la conoscenza dei pezzi. Pei valori e pei prodotti ad un tempo, occorre conoscere i corsi ed i prezzi per le diverse specie di contrattazioni (§ 8 - § 33). E le quotazioni servono fra l'altro (I.o) come indizio sintetico: (1) delle condizioni attuali ed anche: (2) per le previsioni che si fanno intorno all'avvenire non lontano; (II.o) come mezzo di controllo da parte del committente sull'intermediario, al quale fu trasmesso l'ordine (14).

Nella formazione delle quote e dei listini si esplica una delle principali funzioni dei mediatori (§ 6-B).

quotazione di titoli stranieri, veto che fu usato nel 1910 contro l'Ungheria per ragioni politiche e contro la Turchia per ragioni economiche. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1910-11, p. 233, seg. Per la formazione della quota; *Code de comm. art. 76*. — ((3) (1) [2]) titre IV. — ((3) (1) [3]) titre III. Il *Bulletin de la Cote* nella *Première Partie* contiene i corsi dei valori a contanti e a termine, coi tassi di riporto, di compenso, ecc. come pure i corsi dei valori soltanto a contanti, distinti in gruppi. Nel N.o del 19 *Janvier* 1911 s'aveva più d'un migliaio di titoli. Secondo **Neymarck** (*Les valeurs mob. en France, Paris* 1904, p. 5 seg.) se ne avevano 10 nel 1800; 5: 1815; 30: 1830; 130: 1848; 152: 1852; 402: 1869; 783: 1883; 928: 1891; 1087: 1892; 1.131: 1903. Nella *Deuxième Partie* si dà il *Cours authentique des Valeurs ne figurant pas à la Cote offic.* Tali valori sono più di 66. Infine si dà il nome degli *Agents de Change*, — Lo **Schütze**. (Op. cit. p. 314 seg.) ed il **Barriol** (Op. cit. p. 306 seg.) danno ragguagli intorno al significato delle espressioni che si trovano nella *Cote*. Ai suoi tempi il **Regnault** (Op. cit. p. 164 seg.), si lagnava che non fosse tenuto conto del peso delle singole quotazioni. Il **Barriol** vorrebbe l'indicazione della domanda e dell'offerta. È interessante notare che a Parigi il corso è *tel quel*, include cioè gli interessi decorsi. Pel godimento: ((3) (1) [2]) *Art. 50*. — ((3) (1) [3]) *Art. 29*, seg. — Per le *marchandises en gros sur la place de Paris* si ha il *Prix courant légal (cote officielle hebdom. rédig. par les Courtiers des March. asserment. au Trlb, de Comm. de la Seine)*. Riguarda: *Sucres, Esprits, Métaux, Huiles, Avoines, Blés & Farines, Vins*. — A Marsiglia la *Compagnie des Ageots de change* pubblica il *Cours officiel*, coi corsi pel contante e per le due liquidaz. mensili, e pei valori al solo contante, ecc. Il N.o del 12 *Janvier* 1911 conteneva più di 400 valori. — Per le merci si può vedere il *Supplément au Journ.*

I regolamenti e gli usi delle singole borse stabiliscono: (A) le condizioni richieste, ed eventualmente i diritti da pagarsi, per la ammissione dei valori (§ 3) e delle merci (§ 4) alle trattazioni di borsa, specialmente alle trattazioni a termine, ed alle quotazioni: condizioni talora criticate per la loro ristrettezza che vale ad es. a mettere in condizioni vantaggiose i titoli quotati ⁽¹⁵⁾ in confronto di quelli non quotati e che pure sono oggetto talora di negoziazioni assidue.

Comm. et Marit. de la Soc. pour la défense du comm. et de l'ind. (Prix Beaujour) Cours des Marchandises sur la Place de Marseille. — In Germania per l'ammissione dei titoli: ((3)(3)[4]), III, *Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel* § 36-49. — *Bekanntm. betreff. die Zulassung von Wertp. zum Börsenhand. Vom 11. Dezemb. 1896.* [1] *Geschäfts-ordnung der Zulassungsstelle an der Börse zu Berlin vom. 10 Februar 1909*; per l'ammissione di valori e merci al commercio a termine: ((3)(1)[4]), IV *Börsenterminhandel*, § 50-70; per la fissazione dei prezzi di borsa: II *Feststellung des Börsenpreis.* § 29-35 — *Bekanntm. betreff. die Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren. Von 28. Juni 1898.* — Alia borsa di Berlino per l'ammissione: ((3)(1)[1]) V *Zulassungsstelle*, VI *Zulassung von Waren und Wertpap. zum Börsenterminhandel*; per la fissazione dei corsi e prezzi: VII *Feststellung der Kurse und Preise.* — ((3)() [5]) *E. Börsenpreis*, ove è ripetuto lo *Bekanntm. 28. Juni 1898* sopra ricordata. — ((5)(2)[2]) *Abteil. Fondsb. § 7. Produktenb § 7* — Per i valori la *Börse zu Berlin* pubblica l'*Amtliches Kursblatt der Berliner Fonds-Börse*, che nel 1820 conteneva 11 effetti; nel 1830: 21; 1840: 16; 1850: 63; 1860: 126; 1870: 309; 1880: 636. — **Struck.** Op. cit. pag. 111 seg. — Nel **Tauber.** (Op. cit. p. 27, seg.) si trovano interessanti fac-simili. Nel N.o 10. *Jan. 1911* del *Kursblattes*, son quotati più di 2500 titoli: ma non si segnano ufficialmente i *Prolongationssätze* (31) che si possono invece trovare nallo *Hertelscher Kursbericht*, segnati in marchi e *pfennig* o in ‰, a seconda del modo di quotare i titoli cui i riporti si riferiscono. — **Schütze.** (Op. cit. p. 225, seg.) dà le opportune spiegazioni dei termini tecnici che si trovano nel *Kursblatte*. Va ricordato che a Berlino, come in genere nelle borse tedesche, si quota secco, tenendo cioè a parte gli interessi scaduti e da versarsi al venditore. Se si tratta di azioni con dividendo, si lascia il 4 ‰. — ((3)() [4]) — *Bekanntm. com. 28. Juni 1898*, § 4. — Per le merci alla *Börse zu Berlin* si pubblica l'*Amtliche Preisfeststellung von Getreide, Mehl, Oel und Petroleum* (10. *Januar 1911*). — Per Amburgo: ((3)(3)[2]), § 23-43 — *Bestimmung. betr. die Zulass. von Wertpap. zum Börsenhand. von 4. Juli 1910.* —

I regolamenti e gli usi delle borse stabiliscono anche (B) le norme da seguirsi nella formazione delle quote e dei listini: norme che vengono sempre integrate dagli usi, ma spesso non sono atte o sufficienti a dare quotazioni razionali (16) e sincere (17).

Dove le quotazioni ufficiali non son rese sufficientemente note, e dove mancano in tutto o per certe specie di contrattazioni, provvedono le informazioni private, col mezzo di note inserite in giornali politici, finanziari e commerciali, ovvero con bollettini speciali (18).

S. — La pratica e la teoria della speculazione, partendo da diversi punti di vista, han creato molte classificazioni delle operazioni di borsa (§ 1-e). La più generica di tali classificazioni, quella che poi si suole ripetere in seno a molte classificazioni specifiche (§ 13; § 14) ed anche per parecchie operazioni singole, riguarda l'oggetto; e si hanno (I) operazioni su valori (a) pubblici e (b) privati; (II) operazioni su divise; (III) operazioni su monete; (IV) operazioni su metalli preziosi; (V) ed operazioni su prodotti.

Pei valori (I-a-b) si hanno (1.o) operazioni d' emissione; per gli (I-a): (2.o) operazioni di conversione; per gli (I-a-b): (3.o) operazioni di ammortamento; (4.o) operazioni di compra-vendita; (5.o)

Geschäftsordn. der Zulassungsstelle von 4 Mai 1910. — Best. für die amtl. Feststell. der Kurse von Wertpap. vom 4. Mai 1910. — ((3) (1) [6]) II. (riporta la la Behanmtm. vom 28 Juni 1898) seg. — Pei valori si pubblica l'Offizielle Kurse der Hamburger Effektenbörse, che al 18. Januar 1911 conteneva i corsi di più di 700 valori. Pei prodotti: Waaren-Preis-Liste herausgeg. auf Veranlass. der Handelskammer. Vi si trovan anche le Amtliche Notirungen della Caffee- e della Zucker-Börse per gli affari a termine (17. September 1910). — ((4) (3) [28]) art. 12, Prijnsnoteering. — [2] Reglement über die Aufnahme von Wertpapieren ins Kursblatt. Zürcher Effektenbörse. In Austria pei valori: ((5) (3) [3]), § 8, 9; pei prodotti agricoli: ((5) (3) [4]), § 14, 15. — ((3) (3) [3]), § 34 k. — Pei soliti ragguagli: Schütze. Op. cit. p. 298, seg. Il Taeuber (Op. cit. p. 246) fa la storia del Kursblattes della borsa di Vienna e nella storia dell' uno è implicita quella in-

di pegno (§ 13)⁽⁶⁾; (§ 31-I.o-a). Per le divise (II) si hanno (1.o) operazioni d'emissione, (2.o) operazioni di compra-vendita e (3.o) di pegno. Infine per le monete (III), pei metalli preziosi (IV) e pei prodotti (V), si hanno in borsa: (1.o) operazioni di compra-vendita, (2.o) di pegno (§ 31-I.o-a).

9. — Le emissioni possono riguardare i valori (§ 8-I-a-b-1.o) e le divise (§ 8-II-1.o). Circa il corso, i valori (§ 8-I-1.o) possono essere emessi: (1.o) alla pari o (2.o) sopra o (3.o) sotto il valore nominale. Tenuto conto della specie di rendimento, i valori possono essere (a) ad interesse fisso (§ 3-I'') come è il caso (1.o) dei prestiti pubblici (cartelle di rendita, buoni del tesoro) e (2.o) dei prestiti

interessante dell'altra. Per Trieste: [3] *Reg. per la compilaz. del List. uffic. di Borsa*; [4] *Reg. per la comp. del prezzo corr. delle merci (pubblicaz. settim.)*; [5] *Reg. per la verificaz. dei prezzi del mercato a termine di caffè*; [6] *id. degli zuccheri, (Prezzo corr. compil. dalla Direz. di B. con la coop. del Gremio dei sensali di B. del 26 Marzo 1910)*. — (6) (2) [4] III. *Cotes officielles*. — (3) (1) [11], art. 30, 31, 32. — A Buenos Aires settimanalmente appare il *Boletin oficial de la Bolsa di Comercio. Aparece los lunes*. Il N.o di *Marzo 6 de 1911* contiene oltre le quote, molte informazioni. — In Italia per l'ammissione dei titoli: (3) (2) [3], art. 16, per le quotazioni art. 17 seg. — (3) (2) [4] titolo IX. *Dell'accertam. del corso dei titoli*, ecc. Appare il *Listino Uffic. della B. di Genova*. — (3) (1) [12] art. 11 d, 19 a, 41. Appare il *Bollettino uffic. della B. di Milano*. Così si ha il *Listino ufficiale di Roma*, quello della *B. di Torino, di Firenze, di Napoli*. Per le mercuriale: (5) (2) [7], art. 5; [7] *Regol. per la compilaz. e pubbl. dei listini periodici dei prezzi delle merci ecc. Approv. dal Cons. Cam. 21 Xcembre 1910 Cam. Co. Mantova*. Anche la borsa dei grani di Rovigo, pubblica un corso medio settimanale.

(9) (1) Secondo i dati dell'*Economist*, trascurando i valori collocati direttamente, le emissioni in Inghilterra furono di 120.2 milioni di Lst. nel 1906; di 123,6 nel 1907; 192.2 nel 1908; 182,3 nel 1909; 267,4 nel 1910: di cui 60,3 destinati al Regno Unito 92,4 alle Colonie, 3,9 alla Russia, 0,1 alla Finlandia, 1,0 alla Danimarca, 0,1 alla Norvegia, 39,6 agli Stati Uniti, 11,8 al Brasile, 22,8 all'Argentina, 4,7 al Chili, 5,0 al

privati (obbligazioni, buoni); ovvero (b) a reddito variabile (§ 3-II"), come è il caso delle azioni di imprese (1.o) nuove o (2.o) vecchie.

Anche le statistiche delle emissioni (¹) sono molto abbondanti e sicure ((§ 3) (¹)).

Tutti questi titoli vanno poi soggetti a un diverso trattamento giuridico e finanziario (²) nei diversi paesi.

Messico, 0,1, all'America Centrale, 3,1, all'America del Sud, 1,6, alla Cina, 4,0, all'Austria-Ungheria, 3,6, alla Bulgaria, 1,5, alla Grecia, 0,9, alla Francia, 1,4, alla Turchia, 0,8, alla Germania, 4,4, alle Colonie Neerlandesi, 1,9, a Cuba, 0,4, alle Filippine, 1,6 altrove. Nel 1911 le emissioni ammontarono a 191.7, con un massimo di 61,2 nel 1° trim. Mentre poi nel 1° trim. del 1912 si scese a 47.9. — **Stone e Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11, p. 181 seg. — *Il Sole* dell'11 Genn. 1911. — *L'Ec. dell'It. Modera.* 27 Genn. 1912. — *La fin Ital.* 6 Apr. 1912. — Nel 1910 sono stati iscritti allo *Stock Exchange* di N. York: 808,165,200 dollari di obbligazioni, delle quali 571.526.800 di nuova emissione. Nel 1909 s'era avuto per 1,098,957 d'obbligazioni. Sopra 1.239.501.545 dollari d'azioni quotati nel 1910: 304.681.590 erano di nuova emissione. — **Dombasle e Raffalovich.** — *Le march. fin.* 1910-11, p. 573, seg. — In Francia coi dati dello **Schuhler** (l. c. p. 245, 314, 318) si può costruire la (Tav. I).

Emissioni e introduzioni durante il 1910, in Francia, in fr.			
Indicazione dei titoli	Francesi	Stranieri	Totali
Fondi di Stato, dei Dipartimenti e delle Città	105.707.707	1.628.319.775	1.734.027.482
Obbligazioni diverse	292.380.710	1.310.655.390	1.603.036.100
Azioni o parti dei fondatori	487.012.220	1.787.334.260	2.274.346.480
Totali	885.100.637	4.726.309.425	5.611.465.062
Differenza sul 1909	- 900.913.870	+ 2.217.813.682	+ 1.316.899.812

Tavola I.

Circa il modo, l'emissione può essere fatta (α) direttamente dall'emittente o (β) col mezzo d'intermediari (3). In ognuno dei due casi l'emissione può essere (1) simultanea (4) o (2) per pubblica sottoscrizione (5).

Nell'emissione possono distinguersi due momenti: (1.o) il mo-

— Nel 1911. emiss. Fr. 4.696.400.000. — Per diversi servizi della *Caisse des Dépôts et Consignations*, cioè: *Caisses d'épargne ordinaires*, *Caisse nationale d'épargne*, *Fonds des sociétés des secours mutuels*, *Fonds de garantie et Caisse nat. d'assurance en cas d'accidents*: furono acquistati nel 1910: 260.686.016.82 fr. di rendite francesi, nel 1909: 264.894.718, nel 1908: 238.372.610, nel 1907: 195.796.748, nel 1906: 179.107.916. — **Schuhler**, l. c. p. 246. — La *Gazzetta di Francoforte* stabilisce il totale delle emissioni con sottoscrizione in Germania, al corso d'emissione, in milioni di marchi, come dall'annessa (Tavola II).

Emissioni di valori	1905	1906	1907	1908	1909	1910
Obbligazioni .	2.399.47	1.856.79	1.547.75	2.726.08	2.736.01	2.223.37
Azioni . . .	707.02	956.51	352.21	430.63	486.40	409.84
TOTALI	3.106.49	2.813.30	1.899.96	3.156.71	3.222.41	2.633.21

Tavola II

Nel 1910, il 2° sem. è stato, come di solito, meno attivo del 1°. Le cifre sono rispettivamente 556 milioni di M. e 2076 pel 1°. Il % dei prestiti stranieri, secondo le costatazioni del bollo, è 12 nel 1900-1901, 13: 1901-02, 31: 1902-93, 16: 1903-04, 18: 1904-05, 21.8: 1905-06, 8: 1906-07, 5.3: 1907-08, 14.9: 1909, 15: 1910. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1910-11, p. 118. Nel 1911 le emissioni in Germania furono di 2.467.5. — *L'Ec. dell'It. Modern.* 27 Genn. 1912. Ammissioni alle borse tedesche nel 1910, in valori indigeni: 2.756,8 milioni di M. al valore nominale, e 2.242 milioni di M. di valori stranieri. Nel 1911 le ammissioni alla borsa di Berlino son diminuite in confronto al 1910. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1910-11 p. 119,29. — Nel 1911 le nuove società anonime hanno emesso in Austria un ca-

mento della creazione; (2.o) il momento del collocamento dei valori. Un momento intermedio si ha nel caso di emissione con ricorso ad intermediari (β). Il (1.o) momento costituisce l'emissione vera e propria. Il (2.o) momento comprende una serie di operazioni di compra-vendita, fatte allo scopo di collocare, e soprattutto di collocare bene, i titoli. Tali operazioni posson aver per oggetto (1) i titoli non ancora emessi (6). In tal caso le operazioni, che non sono sempre a termine ((§ 12) (3)) si soglion fare in buona parte fuor del mercato ufficiale, su quantità generalmente riducibili, quando l'emis-

pitale azionario di 127,63 milioni di corone, in confronto di 141,86 nell'anno precedente; le nuove società a garanzia limitata: 89,97, in confronto di 64,9. Inoltre 81 società anon. hanno aumentato il cap. per 260 milioni di corone, in confronto dei 243,6 milioni accresciuti nel prec. anno da 60 società. Circa 60 società a garanzia lim. aumentarono per 7 milioni il cap. nel 1911. In Austria e Ungheria insieme, nel 1911, furon richiesti per nuove fondazioni ed aumenti di cap. di soc. anon. e a garanzia limit. circa 900 milioni di corone. Colle richieste delle imprese individuali, occorsero circa 1500 milioni di corone nel 1911, contro 1800 nel 1910. — *L'Econ. dell'It. Modern.* 23 Marz. 1912. — Le emissioni russe furono nel 1908: 735 milioni di R. di cui 414 in Russia; nel 1909: 844, di cui 369 in Russia, nel 1910: 1.014 di cui 719 in Russia. Lo Stato ne ha emesso 200 nel 1908; 175 nel 1909; nulla nel 1910. Emissione d'azioni: 112 milioni nel 1908; 156 nel 1909; 140 nel 1910 — **Rafalovich.** *Le march. fin. en.* 1911, l. c. p. 57. † (2) Nei diversi paesi si suol esigere un bollo all'emissione dei titoli naz. e all'introduz. di quelli stran. In Inghilterra vale la [1] *Legge del 1.º Ag.* 1889. — In Francia il bollo proporz. sui valori mobiliari produsse nel 1909: 74.722.500; nel 1910: 69.843.000. — **Schuhler.** l. c., p. 226. — In Germania oltre l'*Effekten-Stempel* ([2] *Legge 3 Giugno* 1906; aumento nel 1910) si ha la *Talon-Steuer*, da pagarsi alla rinnovazione dei fogli di tagliandi, calcolandone 10 all'anno. Il bollo sui valori mobil. produsse in Germania nel 1910, M. 45159.000; nel 1909: 36.984.000; nel 1908: 24.472.000; nel 1907: 35.900.000. — Anche in Austria in base alla [3] *Legge 18 Sett.* 1892 si colpiscono con un *Effekten-stempel* i titoli esteri. — In Italia: [3'] *Legge 25 Luglio* 1909: *sul bollo di titoli e valori esteri*: [4] *Normale 103 del Bollett. det M. F. dell'Anno* 1909: [5] *Istruz. del direttore Gen. Tocci del 26 Gen.* 1910. — Interpell. Sen. **Rossi**, al Senato e risposta del Min. **Facta**; testo nel *Sole* del 15 *Dic.* 1910. — Si può leggere anche

sione sia più che coperta (7). Ma le operazioni di collocamento possono anche aver per oggetto (2) titoli già emessi e non ancora collocati (§ 3 - I^{ma}). E si possono avere allora operazioni (a) a contanti (§ 13), (b) a termine (§ 14-§33). Queste operazioni siano fatte (A) a scopo non speculativo, siano fatte (B) (§ 1) a scopo di speculazione (8) rientrano propriamente fra le (§ 8-I-a-b-4.o) (§ 12)

L'emissione di divise (§ 8-II-1.o) (a) pagabili nella nazione o (b)

un articolo contrario al bollo sui titoli esteri nella: *Nuova Antologia* del 16 Gen 1911. # (3) **C. Supino**. *Le op. d. B.* p. 86 seg. Di solito sono le grandi banche che si assumono, coi mezzi di cui dispongono, di lanciare le emissioni. sia: (a) acquistando a fermo da chi domanda il prestito e vendendo i titoli *par petits paquets* (6 - A - b) sia: (b) formando un sindacato di garanzia, che s'impegna all'emissione, per conto di chi chiede il prestito, in un tempo determinato; sia infine, ma più raramente (c) emettendo a rischio e pericolo di chi chiede il prestito. Il beneficio della banca risulta dalla differenza tra il tasso d'interesse pagato da chi fa il prestito e il tasso reale di prestito pagato dalla banca al sottoscrittore. — **Barriol**. *Op. cit.* p. 336, 351. # (4) È il caso dell'*Einführung*, usata in Germania. Pei particolari: **Schütze**. *Op. cit.* p. 404, seg. # (5) È la *Subskription* tedesca. Per evitare le sottoscrizioni dei *Konzertzeichner*, si esige la *Sperreverpflichtung*, come nel caso delle sottoscrizioni raccolte dalla *Königl. Seehandlung* per la 4% *Preussischen Konsolidierten Staatsschuld Buchanleihe*. Intorno ai particolari della *Sperre*, ai modi coi quali gli speculatori cercano di eluderla ed agli inconvenienti, si veggia: **Schütze**. *Ibidem*. # (6) **Worms** (*Op. cit.* p. 148) ricorda come molto disputate, fin dai suoi tempi, le contrattazioni su promesse di titoli. # (7) Il commercio dei *résultats* (*Zeichnungsergebnisse*) (**Ben**. *Opera cit.* p. 244), come in generale *les affaires à l'émission* (*per Erscheinen*) attuati, come si suol dire allo scopo *to support the issue*, suol farsi a Parigi alla *Coulisse*, mentre a N. York gli affari su titoli *when issued*, son fatti nel *Curb Market*. Un esempio cospicuo s'ebbe pei valori dell'*U. S. Steel Co.* e per le *Northern Securities*. — **Schütze**. *Opera citata* p. 314, seg. 346, seg. # (8) **Worms**. *Opera citata* p. 152 # (9) Si veggia: *Conferenza internazionale per l'unificazione del diritto di cambio* in: *Rivista del Diritto Commerciale* dello **Sraffa** e del **Vivante**, Agosto 1911; inoltre articoli sul medesimo argomento e sulla stessa rivista nei numeri di *Luglio* 1910, *Gennaio*, *Agosto* 1911, del prof. **G. B. Buzzati**. — Nel numero di *Marzo* 1911:

all'estero (α) a corta e (β) a lunga scadenza, è un'operazione molto semplice. Occorre soltanto tener presente che non si è ancora riusciti ad avere nei vari paesi un'unica norma giuridica e finanziaria (°).

Si comprende che anche l'emissione di divise può avere (A) uno scopo non speculativo, come l'uso diretto pel pagamento, ovvero (B) uno scopo puramente speculativo (§ 1).

10. — I titoli del debito pubblico (§8-I-a-2.o) possono essere convertiti (I) in altri di altra specie (per esempio i redimibili in perpetui) ovvero (II) in altri recanti interesse: (a) minore (¹) o anche (b) maggiore (²). Le (I) possono essere: (1) forzate o (2) libere, a seconda che non si acconsente o s'acconsente ai creditori di poter continuare nelle condizioni godute. Le (II-a) possono essere (1) forzose o (2) opzionali, nel caso in cui s'acconsenta ai creditori che non

L. Bolaffio. *Proposta di un bollo cambiario internaz. a proposito della Confer. dell'Aja (1910) per l'unificaz. del dir. camb.* — In Ingh. c'è una tariffa fissa per il bollo delle cambiali naz. e straniere. — In Francia esiste un diritto di bollo sulle cambiali emesse sull'estero e viceversa, oltrechè sulle cambiali emesse all'estero e pagabili all'estero, ma girate in Francia (bollo di transito). — Va pure ricordata [1] l'*Allgemeine Deutsche Wechsel-Ordnung* del 1861, che servì di modello alla [2] *Legge ingl. del 1882*. — Per la Germ. le cambiali estere devono avere il bollo prescritto nel paese d'origine. — **Schütze.** Op. cit. p. 251, 252. — In Austria (3) (4) (7) *Besonder. Bestimm. für den Verkehr in Wecheseln.* — In Italia *Cod. Comm. art. 251, seg. [3] T. U. delle leggi sulle tasse di bollo, ecc. R. D. 4 Luglio 1897, art. 3, modif. [4] Leg. 31 Dic. 1907, sul bollo delle camb. R. D. 9,26 Gen. 7 Sett., 15 Ott. 1908, 16 Magg. 1909.*

(10) (1) Per le conversioni in generale e particolarment. sull'ultim. ital. (*Legge 29 Giugno 1906, R. D. 29 Giugno 1906*) e su altre straniere: **F. Flora.** *La convers. della rend. Milano 1905, e Manuale di Sc. delle Fin. Quinta edizione, Livorno 1917 p. 771, seg. #* (2) L'idea della conversione a rovescio di quelle solitamente usate, è stata suggerita agli Stati Uniti, dove si era consigliato di passare le azioni federali dal 2 al 3 %. Fra gli espedienti escogitati tempo fa in Inghilterra, per porre

accettano la riduzione dell'interesse, il rimborso del credito alla pari. Le (II-a-1) possono essere (α) dirette, se la riduzione è evidente, (β) indirette se l'interesse nominale non muta, ma in realtà si diminuisce, con un'imposta riscossa per trattenuta, esentando i creditori stranieri (³). Le (II-a-2) possono essere compiute (α) direttamente dallo Stato, che si procura, con un debito flottante, i fondi pel rimborso, ovvero (β) col mezzo d'un sindacato di banchieri solitamente internazionali.

II. — Talora lo Stato (§8-I-a-3.o) diminuisce col mezzo dell'ammortamento il proprio debito. Tale ammortamento può compiersi dallo Stato (a) con acquisti diretti dei titoli (¹) o (b) coll'istituzione d'una speciale cassa (²). Può anche accadere che la cassa d'ammortamento sia creata dai privati (³).

I Comuni, le Provincie (§8-I-a-3.o) e le società anonime (§8-I-b-3.o) in genere per le obbligazioni; gli Istituti di credito fondiario (§8-I-b-3.o) per le cartelle: sogliono stabilire rimborsi con estrazione a sorte, seguendo piani d'ammortamento, che includono anche il servizio degli interessi.

riparo al ribasso dei vecchi consolidati, va messa anche la proposta di **F. Schuster**, di riconvertire il 2 $\frac{1}{2}$ % in 3 %. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10, p. 386. — **Stone e Raffalovich**. *Le march. fin.* 1910-11, p. 189, seg. — **L. Einaudi**. *È possibile frenare il rincaro della vita e il ribasso delle rendite pubbliche?* in: *Corr. della Sera*, 27 Febb. 1912. ‡ (³) **Schütze**, op. cit. p. 187.

(11) (¹) **Proudhon**. Op. cit. p. 65. ‡ (²) Tali Casse, come è noto, furono fondate basandosi sulla potenza *teorica* degli interessi composti e derivandone illusioni che durando avrebbero potuto essere incentivo all'inconsideratezza. Raggugli storici si trovano in: **Courtois**. *Traité*. p. 13 seg. — **Piccinelli**. O. c. p. 43, seg. ‡ (³) È il sistema del *Consorzio naz. it.* — **Piccinelli**. *ibid.* — **Flora**. *Man.* p. 758, seg.

12. — I valori (§8-I-a-b-4.o) le divise (§8-II-2.o) le monete (§8-III) i metalli preziosi (§8-IV) ed i prodotti (§8-V) danno luogo ad operazioni di compra-vendita di varia natura. Oltrechè per l'oggetto (§8) queste operazioni vengono comunemente distinte ⁽¹⁾, prendendo per base il momento dell'esecuzione: in operazioni (A) a contanti (§13); (B) operazioni a termine (§14-§30); (C) operazioni miste, cioè combinazioni di contante e di termine, usate specialmente per (§8-I) e (§8-V) (§31). Sia (a) sul contante (A) sia (b) sul termine (B) (§25; §26; §28) sia (c) sulle operazioni miste (C) si possono compiere arbitraggi.

(12) ⁽¹⁾ J. Moser. *Die Lehre von den Zeitgeschäften*. Berlin, 1875, p. 1. — Courtois. *Traité*, p. 56, seg. — Proudhon. Op. cit., p. 74, seg. — Walras. *Études*, p. 409, seg. — Ben. Op. citata, pag. 11, seg. — Tronci. Op. citata, pag. 15, seg. — Marinitsch. Op. citata, pag. 97, seg. — Piccinelli, Op. citata, p. 349, seg. — Leardini. Op. cit. pag. 502 seg. — Barriol. Op. cit. p. 296, seg. — C. Supino. *Le op. di B.* p. 172, seg. e, *Econ. Pol. III.a ed.* p. 335, seg. — Art. 34 [1] *Prog. di Legge sul riord. delle Borse* in *App.* a: I. Levi. *Questioni sui contr. a term. e differ.* Torino, 1910, p. 93. ⁽²⁾ Pei titoli, alla borsa di Parigi ad es. si danno ordini: *au mieux* ovvero *à un cours limité* (*au premier cours, au dernier cours* per il termine, *au cours moyen* per il contante) *ordres liés, à l'ouverture, en clôture*. E il committente può controllare l'intermediario, riscontrando i corsi sulla quota (7-II.^o) ⁽³⁾ Per la scadenza del termine si fanno *Käufe auf fixe Lieferung* (per medio, per Ultimo) e sono i più usati, ovvero *auf tägliche Lieferung* o *fix und täglich*, meno usati, ovvero ancora *Verkäufe auf Ankündigung* o *fix und täglich mit Ankündigung*, rarissimi. — Schütze. Op. c., pag. 314, seg., 364, seg. — Pei prodotti, il Kohn (O. c. p. 21, seg.) riferisce intorno ai termini d'uso, i quali sono ordinariam. più lunghi, cioè a mesi e vari da prodotto a prodotto, come di tempo in tempo. — In Germania si mettono fra i *Kassageschäfte* i contratti *per morgen*, o *per einige Tage* (esecuzione al 3.o giorno di borsa, dopo quello della conclusione) e *per Erscheinen* (il giorno d'esecuzione è fissato dal *Börsenvorstand*). — Analogam. a N. York pei corrispondenti contratti *regular ways, at three days*. — Schütze. Op. cit. pag. 355, 356, seguenti. ⁽⁴⁾ I contratti vengono stipulati oralmente, salvo a metterli poi, specialmente se a termine, su fogli. È pei contratti a termine che si usa il margine 33). — Schütze. Oper. cit. p. 355. — C. Supino. *Le Op. di B.*, p. 107, seg.

In tutte queste operazioni si possono notare dei tratti comuni sia (α) per gli ordini usuali che si trasmettono agli intermediari (2), sia (β) per l'uniformità nelle qualità e quantità trattate (§ 2-β; (§3) (1); (§ 4)²(2) (8) tolta per la quantità l'eccezione (§13 (§8-I) A-a; (§8-V) A); sia (γ) per le scadenze tipiche che valgono per tutte le operazioni, comprese le (A), che si distinguono soltanto per grado dalle (B)(§3; §14) (3); sia (δ) per gli usi comuni ai quali si fa sempre riferimento, eliminando le discussioni e il mercanteggio sui particolari e persino sul prezzo ((6) (2)); sia (ε) infine per la concessione di una notevole e reciproca fiducia

¶ (5) Colla *Legge del Bil.* 1909-10 si sono apportate modificazioni all'imposta di borsa in Ingh. Il bollo sui *contract notes* viene ora graduato al valore della contrattaz con esenz. sotto le 5 Lst. I riporti (31) pagano il bollo semplice. I premi (20; 24-30) pagano metà dei fermi (19) basandosi sul premio. In caso di levata o consegna pagano come i fermi, ecc. — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1909-10 pag. 219-20. — Nello Stato di Nuova York si stabilì, dal 1° Giugno 1905, un'imposta su tutti gli affari conclusi in borsa, riscossa mediante marche. — In Francia per la [1] *Legge 7 Dic.* 1907 si paga un per cento d'imposta sul val. nomin. della contrattaz. pel mercato fermo, sul premio pagato in caso d'abbandono. — **Barriol.** Op. cit. p. 327. Una percentuale minore si paga per i riporti (31), che vengono considerati una sola operazione: seguendo così l'evoluzione fiscale quella giuridica ((31) (4)). — **É. Allix.** *Des reportes dans les Bourses des Valeurs.* Paris, 1910, p. 202. In Francia l'imposta sulle operaz. di borsa produsse nel 1909: 12.513.000; nel 1910: 11.768.500. — **Schuhler.** l. c. p. 226. — Per la Germania vale la [1'] *Reichsstempelgesetz Tarifposition, 4*, intorno ai *Kauf und sonstige Anschaffungsgeschäfte*. Essa fissa l'ammontare dell'*Umsatzstempels*. Le disposizioni si trovano riferite in **Taeuber**, Op. c. p. 19 seg. — Le tasse di borsa produssero in Germania nel 1908: M. 110.655.000; nel 1909: 19.748.050; nel 1910: 22.887.000. A Berlino si riscosero per imposte di borsa M. 6.4 milioni nel 1908; 13 nel 1909; 14.9 nel 1910. — Per la *Wiener Börse* valgono le [2] *Bestimmungen betreff. die Effekten-Umsatzsteuer* della *Wiener Borsenkammer* ((3) (1) [7]) — In Italia si è agitata la questione della gravosità dell'onere dei foglietti bollati imposti dalla [3] *Legge 13 Sett.* 1876 ((3) (1) [4]) art. 6. — Sul giornale *Il Sole* fu pubblicata un'inchiesta (se ne veggano le conclusioni nel N.º dell'8 Ott. 1910) e si è invocata l'applicazione delle riduzioni recate dall'ultimo *Progetto di*

fra i contraenti e fra contraenti ed intermediari (§ 7 - 3.o): fiducia che è necessaria anche quando si fa uso di coperture (§ 19) o di margini (§ 7 - 2.o; § 33) (4). Tutti questi elementi valgono a dare scorrevolezza alle trattazioni.

Le varie operazioni danno poi luogo ad un trattamento finanziario diverso nei diversi paesi pei diversi oggetti contrattati (§ 8) e per le diverse forme di contrattazione (5).

13. — Le operazioni a contanti (§ 12 - A) si possono distinguere a seconda dell'oggetto (§ 8), come pure a seconda dello scopo (A) non speculativo, analogamente a quanto accade per le operazioni d'emissione (§ 1; § 9 - I - A - B; II - A - B); sebbene si tratti di una distinzione empirica e che può apparire anche più inesatta col diffondersi dello spirito speculativo tra coloro i quali non sono pro-

Legge sulle borse (tit. III), in: **Levi**. Opera citata, pagina 93, seguenti — L'articolo 73 (9) (9) [3] stabilisce la tassa di circolazione e negoziazione e implica la questione fiscale tanto discussa dei certificati peritali pei titoli non quotati. — **G. Segrè**. *Di nuovo sulla tassa di negoziazione*, ecc. in: *Rivista del Diritto Comm.* di **Sraffa e Vivante**, Ag. 1910. — [4] *Legge 29 Aprile 1911, Modificaz. ad alcune disposiz. delle Leggi relat. alle tasse di reg. e bollo*, ecc. [6] *Regolam.* 11 Giugno 1911, [7] *Istruz. minist.* 30 Giugno 1911. — *Riv. del Dir.* succitata, *Sett.* 1911. — *Riv. delle Soc. per az.* 31 Ott. 1911.

(13) (1) Osservava il **Parsons**. (Op. cit. *Introduct.*) per lo *Stock Exchange* di Manchester, che non è possibile accertare il volume quotidiano degli affari, e se si intende accertam. diretto, l'osservazione, serve per tutte le borse, specialm. quando si voglia un accertamento oltrechè diretto, anche particolareggiato. I modi indiretti (prodotto dei tributi ad es. (12) (5)) non mancano, per quello che possono valere. # (2) **Ottomar Haupt**. *Arbitr. et parités. huit. éd. Paris.* 1894, p. 1. — **Worms**. Op. cit. p. 239, seg. # (3) **Leardini**. Op. cit., p. 583. # (4) **Schuster**, in: **Palgrave**. Op. cit., vol. I, p. 50. — **Leardini**. *ibidem*. # (5) **Courtois**. *Traité*, p. 40. — **Ben**. Op. cit. p. 11, seg. — **Auspitz u. Lieben**. Op. cit. p. 294. # (6) **C. Supino**. (*Le operazioni di B.* pagina 114 seg.) rileva come a N. York le banche facciano prestiti (*time loans* e *call loans*) a speculatori a contanti — Il **Barriol** (Op. cit. p. 349, seg.) e **H. Laurent**. (*Théorie des opérations financières*, Paris p. 136, seg.) riferiscono di una interessante speculazione a contanti al rialzo mediante prestiti su pegno di titoli, operazione che **P. Rota**, (*Storia delle banche*,

fessionisti della speculazione. Sui titoli (§ 8 - I - a - b - 4.o) le operazioni a contanti a scopo non speculativo (A) sono frequenti in borsa (1) e possono consistere: (a) in compravendite di quantità anche non tipiche (§ 12 - β) e (b) in arbitraggi (§ 12 - a): (1) di luogo, cioè da piazza a piazza per lo stesso valore (2), o (2) di portafoglio (3), cioè da valore di minore rendimento a valore di maggior rendimento, nella stessa piazza o su piazze diverse, ma sempre a scopo d'impiego.

Le operazioni a contanti su valori (§ 8-I-a-b-4.o) ed a scopo speculativo (a) possono consistere: (a) in arbitraggi (§ 12-a) specialmente di luogo, ma anche di portafoglio, per trovare il titolo che più conviene nei pagamenti da una piazza all'altra (4) o (b) in (1.o) vendite fatte in

Milano, 1874, p. 95) chiama di *ammucchiamento*. — Sia C il corso dei titoli posseduti, n il loro numero, α la somma anticipata, minore di 1, su 1 di capitale. Chi prende a prestito riceverà $\alpha n C$ e potrà acquistare ancora αn titoli (a prescindere dalle spese e tenuto fermo il corso). Poi di nuovo potrà prendere a prestito:

$$\alpha n C. \alpha = \alpha^2 n C$$

e quindi acquistare $\alpha^2 n$ titoli. Continuando l'operazione al limite, potrà impegnare, teoricamente (poichè in pratica non si possono acquistare quantità di titoli infinitamente piccole) tanti titoli, quanti corrispondono al lim. della progressione geometrica, con ragione α (M. Chini, *Corso spec. di matematiche*, Quart. ediz. Livorno 1920, p. 9).

$$n + \alpha n + \alpha^2 n + \dots \text{ e cioè: } \frac{n}{1 - \alpha}$$

appunto perchè la somma dei primi n termini di una progressione geometrica, la cui ragione sia un numero positivo minore dell'unità, quando si faccia crescere n indefinitamente, ha per lim. il quoziente fra il primo termine e la differenza dell'unità colla ragione. Se il corso è salito da C a C' , lo speculatore guadagnerà:

$$\frac{n C'}{1 - \alpha} - \left(\frac{n C}{1 - \alpha} - s' \right), \text{ in luogo di: } n (C' - C) - s,$$

s ed s' costituendo le spese. Il guadagno naturalmente dipende, oltrechè dall'aumento del corso, da α che è sempre < 1 . La perdita può essere gravissima, se il corso cade. Se, trascurando le spese, si ha:

$$\frac{n (C - C')}{1 - \alpha} = n C,$$

previsione di temuti ribassi o meglio (2.o) in acquisti fatti in previsione del rialzo ⁽⁵⁾, talora con denaro preso a prestito ⁽⁶⁾.

Le operazioni a contanti su valori vengono particolarmente (§-8-I-a-b-5.o), regolate nelle singole borse ⁽⁷⁾.

Le operazioni a contanti su cambiali (§ 8-II-2.o) possono essere di carattere non speculativo (A) e di carattere speculativo (B). Queste ultime costituiscono il cambio, che può essere (a) diretto, cioè fra due piazze, (b) indiretto o arbitraggio, se si fa ricorso ad una od a più piazze intermedie. In quest'ultimo caso si ha l'arbitraggio (§ 12 - a) composto ⁽⁸⁾.

Sulle monete (§ 8 - III) e sui metalli preziosi (§ 8 - IV) si sogliono pure fare operazioni non speculative (A) e speculative (B), specialmente arbitraggi (§ 12 - a) ⁽⁹⁾.

la perdita ammonta a tutto il capitale impegnato. Perchè ciò accada, come si vede sviluppando l'ultima formula, basta che $C' = C a$, cioè che il ribasso faccia cadere i titoli fino alla somma che è stata prestata per ogni titolo e che va così perduta. Supponendo che eguale sia la probabilità dei movimenti in rialzo e di quelli in ribasso, lo speculatore inizia l'operazione con $n C$, esponendo di proprio tutta quella somma, ma colla possibilità di moltiplicarla. ‡ (7) Allo *Stock Exchange* di Londra ((3)(1)[1]) *Rule* 107. — Alla borsa di Parigi ((3)(1)[2]) *art.* 58, 59; ((3)(1)[3]) *art.* 40 seg. — Nelle borse tedesche ((3)(1)[4]) § 29. — A Berlino ((3)(1)[5]) B. — Amburgo ((3)(1)[6]) XIV — Alla *Wiener Börse* ((3)(1)[7]) § 4. — Per la B. di Trieste: ((3)(1)[10]) § 2. — Alla borsa d' Alessandria d'Egitto ((3)(1)[11]) *art.* 36. — Alla Borsa di Genova ((3)(2)[4]) *art.* 14 ‡ (8) *Courtois. Traité*, p. 277 seg. — *H. Lefèvre de Châteaudun. Princ. de la Sc. de la Bourse, Paris*, 1874, pagina 127. — *Strack*. Op. cit. p. 169. — *Schütze*. Op. cit. p. 240, seg. — *Leardini*. Op. cit. p. 237, seg. — *Art. Labriola. La Speculaz. econ. Napoli*, 1907, p. 83. — Alla Borsa di Parigi ((3)(1)[2]) *chap.* III. *Des négociations d'effets commerciabiles*. — Intorno al *Listino dei cambi*, ecc. sulla *Piazza di Parigi*, la *Rivista dei Ragionieri* del prof. *D'Alvise*, (*Padova*, 30 Aprile 1912) riassume notizie tolte dalla *Revue de l'enseignement comptable* dell'Aprile 1912. — Alla *Berliner Fonds B.* ((3)(1)[5]), § 45 *Ausländische Wechsel*. — Alla *Wiener Börse* ((3)(1)[7]), § 16 *Besondere Bestimmungen für den Verkehr in Wechseln* ((3)(1)[7]), § 16 — Per schiarim. sulle quotaz. dei

Sulle merci (§ 8 - V) si compiono a contanti in borsa: (A) acquisti non speculativi: cioè a scopo di consumo o di produzione, fatti talora a date stagioni e per quantità non tipiche (§ 12 - β) come pure: (B) acquisti speculativi: (a) in attesa di rialzo (b), rarissimamente a scopo d'arbitraggio di luogo (§ 12 - a) ⁽¹⁰⁾.

14. — Gli affari a termine (§ 12 - B) son quelli che si regolano in un momento più o meno lontano, ma fissato in anticipo dai rego-

cambi, si veggano i trattati spec. Informazioni si trovano in: *Riv. di Amministrazione e Contab.* del prof. **Mondini**. *Como, Aprile, 1912.* — Togliamo dallo **Schuhler**

Cote des changes	Fin Décembre		
	1908	1909	1910
Paris, chèque sur Londres, fr.	25.10 1/2	25.19	25.27
Berlin, change sur Londres à vue, M.	20.45 1/2	20.43	20.42 1/2
New York câble transfert sur Londres	4.87 7/8	4.87 3/8	4.85 1/4
Rome chèque sur Paris	100.17	100.50	100.32

Tavola I

§ 17 *Besondere Best. für den Verkehr in Valuten* † ⁽¹⁰⁾ **Lefèvre** Op. cit. p. 61. — Al *N. Orleans Cotton Exch.* ((4) (3) [7]) *Spot Rules.* — Nelle borse tedesche ((3) (1) [4]) § 29: a Berlino ((4) (3) [17]) § 1. Alla *Bremer Baumwollbörse* ((4) (3) [23-24]) B. I. — Alla *Börse für landw. Prod.* di Vienna ((4) (3) [25]). § 21. Si tratta sempre di operaz. a contanti *marchés au comptant; for cash; Kassageschäfte*

(14) (1) **Ben.** Op. cit. p. 143 † (2) Il **Courtois** (*Hist. des Banques*, p. 285, seg.) fa risalire il commercio a termine sui valori (*Marchés à terme; futures; Zeitgeschäfte*) alle contrattazioni che si facevano a Genova sulle azioni della Camera di S.

lamenti o dagli usi ((§ 12)⁽³⁾) delle singole borse e detto della liquidazione (§ 33), ⁽¹⁾.

Anche gli affari a termine si distinguono a seconda dell'oggetto loro (§ 8).

Sui valori (§ 8 - I - a - b) gli affari a termine possono farsi oltrechè: (a) in liquidazione, anche, come abbiamo visto (§ 9 - (§ 12)⁽³⁾): (b) all'emissione, cioè su valori non ancora emessi, oltrechè su valori in commercio. Il commercio a termine si svolge, nelle sue forme tipiche di borsa, primariamente nelle contrattazioni su valori ⁽²⁾, i quali posseggono in modo notevole i caratteri (§ 2). Nelle singole borse si tende ad adottare un regolamento giuridico uniforme ⁽³⁾.

Per quanto non si possano avere statistiche precise, è da ritenersi che le operazioni a termine su valori superino, in generale, e di gran lunga quelle a contanti, per entità di importi ⁽⁴⁾.

Sulle divise (§ 8 - II) si fanno pure operazioni a termine ⁽⁵⁾, seguendo norme adottate nelle diverse piazze.

Analogamente accade per le monete e pei metalli preziosi (§ 8 - III - IV).

Infine anche i prodotti negoziati in borsa (§ 8 - V) danno luogo da tempo ⁽⁶⁾ a contrattazioni a termine. Le norme estrinseche

Giorgio (sec. XV.^o). Nel XVII.^o secolo il commercio a termine si svolge nei Paesi Bassi, sulle quote a corso variabilissimo della Comp. oland. delle Indie Orient. Col divieto del *Blankoverkaufen* si inizia la storia delle proibizioni governative, alle quali in buona parte si riduce da principio la storia nota del commercio dei titoli. Pare che il commercio a term. fiorisse pure colla fondazione della Comp. oland. delle Indie Occid. Nel sistema di **Law** furono notevoli gli affari a termine. In Inghilterra si commercio a termine nel sec. XVII.^o e in quello XVIII.^o — **Fuchs**. Op. cit. p. 5, seg. — **Kohn**. Op. cit. p. 61, seg. — Nel 1697 si aveva un provvedimento legislativo di Guglielmo III.^o che annullava gli affari su azioni e su buoni del Tesoro, non eseguiti entro 3 giorni. Lo stesso ben noto *Barnard's act* del 1733 supponeva un notevole sviluppo della tecnica commerciale. — **Struck**. Op. cit. p. 117, seg. — In Germania il commercio a consegna sugli effetti si ebbe soltanto nel XVIII.^o secolo. — **Fuchs**. *ibidem*. # (3) Allo *Stock Exchange* di Londra *When*

che si seguono, nelle diverse borse, pei diversi prodotti, sono, in quanto è possibile, analoghe a quelle seguite per le operazioni sui valori; per il resto sono norme speciali ai singoli prodotti e alla loro indole (7). Anche per le merci i contratti a termine hanno nel commercio di borsa un volume notevolissimo, in confronto dei negozi a pronta consegna.

15. — A seconda del rischio corso dalle parti contraenti, le operazioni a termine (§ 12 - B) sui valori (§ 8 - I - a - b; § 14) ed anche sui prodotti (§ 8 - V; § 14) vengono in pratica e nella teoria (§ 12) (1) distinte: (I) in operazioni a fermo (§ 19), (II) in opera

no time is specified, Bargains are for the current Account. — (3) (1) [1] Rule 91. — Alla borsa di Parigi (3) (1) [2] Sect. trois. (3) (1) [3] chap. III. — Nelle borse ted. (3) (1) [4] IV. — A Berlino (3) (3) [1] VI: ((7) (9) [3]); ((3) (1) [5]) C. — Ad Amburgo (3) (2) [2] § 29; ((3) (1) [6]) XIV. — Alla *Wiener Börse* (3) (1) [7] § 4. — Borsa di Trieste (3) (1) [10] § 2. — Ad Alessandria d'Egitto (3) (1) [11].

‡ (4) **E de Montel.** *Fisiologia della Borsa (Diritto di Sconto).* Bari, 1909, p. 16 ‡ (5) **Schütze.** Op. cit. p. 249. ‡ (6) Il commercio a termine di borsa sui prodotti è uno sviluppo ed una specializzazione del commercio a consegna. È un commercio a consegna in un mercato coi caratteri (1). — Il **Kohn** (Op. cit. p. 28, seg.) fa risalire molto addietro il comm. a consegna e ricorda che la *Hanse*, nel 1417, proibì la vendita dell'aringa, prima che fosse pescata, del grano, prima che fosse battuto, ecc. — Il **Fuchs**. (Op. cit. p. 4, seg.) ricorda nel XVII^o sec. il commercio a consegna sui prodotti della pesca delle balene e la follia dei tulipani, la quale nel suo culmine (1634-37) comprese anche negozi per consegna al prossimo raccolto. Nel 1693 si divietava ad Amsterdam il commercio a consegna dei grani. Quando si proibirono nel 1756 e '57 dagli Stati Generali i contratti a consegna sui grani, sugli oli e sui semi oleosi, tali contratti avevan già adottato il premio ((20) (1)) ed assunta una fisionomia non molto dissimile da quella degli odierni contratti a termine. Il **Kohn** (Op. cit. p. 61, seg.) ricorda in testimonianza la nota opera del **Ricard** *Le négoce d'Amsterdam*, del 1720. — In Olanda il primo regolamento del vero commercio a termine fu il *Reglement op den handel in olie op termijn*, del 6 Luglio 1828. — In Inghilterra il commercio a consegna s'iniziò sui carichi natanti. Ma il vero commercio a termine sorse a Liverpool, sui cotonei ed i grani; poi a Londra

zioni a premio o libere o opzioni e (III) in combinazioni delle (I) e delle (II). Le (I) operazioni a fermo possono essere: (a) compre o vendite (1) semplici (2) doppie, ecc. (b) combinazioni di compre o vendite (1) semplici (2) doppie, ecc. (§ 23). Le (II) operazioni a premio o opzioni possono essere (a) compre o vendite (1) semplici (2) doppie, ecc. (x) di opzioni semplici e cioè (1') di premi diretti (§ 20), (2') di premi indiretti (§ 25), (y) di opzioni doppie e cioè: (1') di opzioni doppie ad una base (26), (2') di opzioni doppie a due basi (§ 27), (z) di diritti d'aggiunte e cioè: (1') di aggiunte del compratore (§ 28), (2') di aggiunte del venditore (§ 29); e possono essere anche, (b) combinazioni di compre e vendite (1) semplici (2) doppie, ecc. di una o più specie delle operazioni (II-a-x-β-γ): combinazioni che possono originare operazioni già nominate (I-II) o innominate. Ciò che accade anche (III) per le combinazioni di (I) e (II) (§ 21; § 22; § 25 - § 30).

in seguito anche sui grani. — A Berlino nel 1832 si commerciava a consegna sulla segala, sull'avena, ecc. Fu nel 1866 che si iniziò tal commercio sul frumento. — In generale il commercio a consegna si è sviluppato dove prima sono sorte le compagnie privilegiate pel traffico in lontane contrade. Il commercio a termine si è sviluppato soprattutto collo sviluppo delle comunicazioni (7), cioè a partire dalla metà del sec. scorso. ‡ (7) A Londra pel caffè *Santos* ((4) (3) [1]) — A *Liverpool* pel grano ((4) (3) [3]) *Sect. C* 10; pel cotone ((4) (3) [2]) *B. L.* 26. — A N. Orleans pel cotone ((4) (3) [7]) *Future Rules*. — A Parigi pel grano, segala, avena ((4) (3) [15]) farina ((4) (3) [14]), oli ((4) (3) [13]), alcoolis ((4) (3) [12]) zuccheri bianchi ((4) (3) [16]). — A Roubaix Tourcoing, per le lane pettinate ((4) (3) [12]). — Havre: ((4) (6) [1]); caffè ((4) (6) [3]) lane ((4) (3) [10]) cotone ((4) (6) [2]). — Anversa ((4) (6) [4]). — Nelle borse tedesche ((3) (4) [4]). IV. — A Berlino ((3) (3) [1]) VI. — [1] *Bekanntmachung betreff. die Geschäftsbedingungen der Produktenbörse zu Berlin für den Zeithandel in Getreide und Mehl, vom 29 Mai 1908.* — *Bremer Baumwollb.* ((4) (3) [23-24]) B. II. — Amburgo ((3) (2) [2]) § 29. Caffè ((4) (3) [20]). Zucchero ((4) (3) [21]). Cotone ((4) (3) [19]). — Rotterdam: caffè: ((4) (3) [28]). — Alla *Börse für landw. Prod. in Wien* ((4) (3) [25]) § 26, seg. — Alla Borsa di Trieste per il caffè ((4) (3) [30; 31]); per gli zuccheri ((4) (3) [32; 33]). — Ad Alessandria d'Egitto ((4) (3) [35]).

16. — Sugli acquisti e sulle vendite a termine, si possono fare anche arbitraggi (§ 12) sia (1) di luogo, cioè da piazza a piazza per lo stesso valore, ciò che accadrà particolarmente pei valori internazionali ⁽¹⁾ sia (2) di portafoglio, cioè da valore a valore, a termine, a seconda della convenienza, sulla stessa piazza o su piazze diverse; sia (3) d'operazioni, giungendo colla combinazione più conveniente (§ 15 - I - b; II - b; III) e (§ 12 - C) ad una data posizione voluta (§ 25; § 26; § 28; § 31).

In tutti questi casi si hanno arbitraggi sul termine, cioè negli acquisti e nelle vendite fatti a termine, arbitraggi che vanno distinti dagli altri a termine o di tempo; espressione colla quale taluni ⁽²⁾ sogliono denotare ogni specie di affari a termine.

17. — A seconda dello scopo, anche le operazioni a termine possono essere: (A) di carattere non speculativo, cioè fatte sui valori allo scopo di impiego, di mutamento di impiego o di disimpiego (§ 6 - A - b) sui prodotti, fatte invece da produttori che vogliono esitare il prodotto, da commercianti che vogliono assicurarsi la fornitura dei loro magazzini, coprendosi anche contro rischi eccessivi (§ 6 - A - b' - c'; § 23). Queste persone speculano, ma senza essere speculatori di professione. Ma certo le operazioni a termine sono per loro natura le più adatte (B) alla speculazione professionale ⁽¹⁾, cioè alla speculazione vera e propria (§ 32).

18. — Le operazioni a termine che si compiono nelle borse dei titoli e in quelle dei prodotti presentano all'osservatore due caratteri, che potrebbero apparire antitetici soltanto a chi guardasse su-

(16) ⁽¹⁾ Schütze. Op. cit. p. 356. # (2) C. Supino *Le op.* p. 141.

(17) ⁽¹⁾ Kohn. Op. cit. p. 37.

(18) ⁽¹⁾ Già fin dal 1870, H. Lefèvre de Châteaudun, un uomo pratico d'affari, per essere stato segretario particolare del barone James de Rothschild, aveva dato, in un'opera ora introvabile (*Traité des valeurs mobilières. Paris 1870*) la

perficialmente le cose. Da un lato (a) le operazioni a termine si accrescono di numero e di varietà, adattandosi ogni dì con maggiore pieghevolezza, agilità e perfezione alle diverse esigenze della vita economica moderna. Dall'altro lato e nel medesimo tempo, (b) queste operazioni conseguono una grande semplicità: (1.o) coll'uniformità che si introduce nei vari elementi del contratto, (2.o) con la derivabilità e l'agevolezza, non soltanto teoriche, nel passaggio da un'operazione all'altra (§ 21), (3.o) con la economicità delle liquidazioni (§ 33) e (4.o) con la facilità del prolungamento (§ 31).

risoluzione geometrica delle principali operazioni di borsa. Il metodo grafico veniva pure esposto dal **Lefèvre**, autore di diverse opere di carattere economico, commerciale e pratico, in tre articoli (*Physiologie et mécanique sociales; Fonction de circulation; La bourse*) apparsi sul *Journ. des Actuaires Français* del *Lugl. e Ott.* 1873 e *Gen.* 1874; come pure nell'opera da noi citata: *Principes de la Science de la Bourse*, del 1874; e infine più estesamente nel trattato, pure da noi più volte ricordato: *Le commerce*: che va ritenuto posteriore d'una diecina d'anni, sebbene non rechi alcuna data. Soltanto nel 1873 usciva l'opera di **L. Pochet**, *Géométrie des Jeux de Bourse*, Paris. Del metodo **Lefèvre** si fece presto divulgatore in Italia il professore **E. de Montel**, della Scuola Sup. di Bari, il quale in un corso di lezioni tenute alla Scuola Comm. ed Amm. di Reggio Em. verso il 1886 e pubblicato nel 1887: dette un'esposizione geometrica delle più usate operazioni di borsa, premettendo i pochi cenni necessari di Geometria analitica. Nel 1896 sul *Giornale degli Economisti* (*Maggio*) il **De Montel** esponeva graficamente lo *spread*, e, insieme col dott. **Guida**, difendeva poi nel *Giorn. di Matem. Finanz.* (fasc. III-IV e V-VI 1907) da lui fondato e diretto, la bontà e l'originalità del metodo **Lefèvre** contro **L. Marie**, autore del *Traité mathématique des opérations financières*. Paris, 1890, che ne attribuiva ad altri la paternità e contro coloro che, per non adottare tale metodo, incorrevano in non lievi difficoltà ed inesattezze. Ispirandosi evidentemente al saggio del **De Montel**, anche lo **Sbano-Vitale** dava un'esposizione del metodo **Lefèvre** (*Foggia*, 1895). — In Francia del metodo grafico si trova una esposizione nell'estratto di un'opera introvabile, pubblicato dalla *Rév. gén. des Sciences*, Paris, *Août.* 1904. Ma in generale tutti i trattatisti, come il **Barriol** (Opera citata, pagina 311, seg.) con qualche riserva, il **Laurent** (Opera citata pag. 98) con molti elogi e gli analisti, come il **Bachelier**, che nell'Op. cit. (p. IV seg.) e nell'altra: *Calcul des probabilités*. Paris 1912, Tome I, pag. 277, seg. cerca la legge di probabilità delle variazioni di corsi che ammette in un certo istante il mercato adottano l'esposiz. grafica — Di essa si trova anche una succinta esposizione,

L'uniformità (1.o) nelle contrattazioni a termine di borsa deriva dall'indole stessa del mercato di borsa (§ 1).

La reciproca derivabilità delle operazioni di borsa (2.o) riesce evidente quando si rappresentino le operazioni stesse con simboli ed a questi si applichi il calcolo combinatorio, controllandone i risultati con le rappresentazioni grafiche (1). Questa dimostrazione la daremo per un caso speciale ((§ 22) (1)) dopo d'aver trattato di due delle più elementari operazioni di borsa: la compravendita a fermo (§ 19) e la compravendita di premio diretto (§ 20). Dai quattro elementi semplici di queste due sole operazioni, ci sarà agevole derivare, almeno in teoria, tutte le operazioni a termine che vorremo (§23-§30).

di **A. W. Flux**, nel dizionario del **Palgrave** (vol. III, pag. 120, seg.) sotto il titolo *Polegraphy*, dal greco $\pi\omega\lambda\epsilon\iota\nu$ = vendere. — Ma l'autore di quel cenno ignora forse, come tanti altri, che nel 1875 **James Moser** pubblicava, a Berlino, un'opera già da noi ricordata (*Die Lehre von den Zeitgeschäften und deren Combinationem*) composta (p. v.) fra il 1870 e il 1873, quando eran certo poco noti gli studi del **Lefèvre**; opera nella quale alle operazioni di borsa, oltre alla semplificazione del calcolo geometrico, si applica la generalizzazione del simbolo, in modo da poter usare su di esse il calcolo combinatorio, ricavandone tutte le possibili combinazioni, (21; (22)) (1) dando le equivalenze in forma di equazioni, sulle quali si può ulteriormente ed agevolmente operare (21). — Col metodo del **Moser**, ma senza le dimostrazioni grafiche, è fatta la monografia del **prof. L. Ricci**. *Equivalenze di contratti di Borsa*, Genova 1907. — Sul medesimo metodo di rappresentazione si fondano le analisi di **V. Bronzin**, *Theorie der Prämiengeschäfte*, Leipzig-Wien, 1908 e il saggio di **A. Ramorino**, *La Borsa*, Bari, 1913. — Del metodo **Lefèvre-Moser**, occorre dare un giudizio adeguato. (1.º) Dal punto di vista teorico il nuovo metodo acconsente (**Walras**. *Études*, pag. 407) quella precisione e quel rigore che sono necessari a ogni trattazione scientifica. — **Auspitz** u. **Lieben**. Op. cit. p. XIII - XIV. È soltanto con tal metodo che si son potuti e si possono padroneggiare e ridurre a chiarezza e semplicità teorica gli intrecci apparentemente complicatissimi ed intricati della pratica di borsa. (2.º) Dal punto di vista didattico il metodo **Lefèvre** serve, come ogni aiuto figurativo, ad imprimere bene nella mente dello scolaro la forma e l'andamento delle operazioni di borsa: come attesta l'esperienza fatta già ai tempi del **Lefèvre** (*Le Comm.* p. 212, seg.) e quella che anche a noi è acconsentito di fare. (3.º) Dal punto di vista pratico infine, il metodo **Lefèvre** può dare rapidamente allo speculatore il tracciato delle operazioni

Delle diverse forme della liquidazione delle operazioni di borsa (3.o) ci occuperemo alla fine di questa (*Parte I.^a descrittiva* - § 33), dopo di esserci occupati (4.o) del prolungamento (§ 31).

19. — La compravendita ferma (§ 15-I-a) è la più semplice delle operazioni a termine. L'acquirente s' impegna di ricevere e pagare, il venditore di consegnare, per una determinata liquidazione ((§ 12) ⁽³⁾; § 33) una data quantità di titoli o di merci, fissata dagli usi o dai regolamenti (§2-β; § 3) ⁽¹⁾; § 4) ⁽²⁾ ⁽³⁾; § 12-β) ovvero un multiplo di quella (§ 15-I-a-2). Se alla scadenza il corso o prezzo è salito, l'acquirente guadagna la differenza fra il corso d'acquisto e quello a cui può rivendere in giornata, detratte le spese di senseria, tributi, ecc. Il semplice acquirente a termine fermo è pertanto rialzista. Il venditore sarà ribassista ⁽¹⁾. A garantire il

compiute (*Lefèvre. Principes*, ecc. pag. 133) e la loro risultante ad ogni momento, comunque complicate siano le componenti; volendo, con l'indicazione dei cambiamenti che la risultante subirebbe in seguito a nuove operazioni. Simili calcoli lo speculatore li può fare mentalmente, senza difficoltà, quando, dopo un po' di esercizio, abbia sostituito alla rappresentazione mentale numerica delle operazioni, quella grafica, molto più semplice e ricordabile. La riserva che fa il **Barriol** (*Op. cit.* p. 313) a proposito dell'uso nella pratica dal metodo **Lefèvre**, si riferisce alla difficoltà di tener conto delle spese. E qui va osservato, che per le spese proporzionali all'entità delle operazioni, la risoluzione grafica permette di tenerne conto (19 ⁽¹⁾) almeno in via approssimativa. Ciò non è poco, ne conviene l'A. Ma, nella peggiore ipotesi, resta sempre vantaggioso un metodo che semplifica tutti gli altri calcoli intorno ai risultati di intricatissime operazioni, anche se non esime dal fare, a parte, il computo delle spese.

(19) ⁽¹⁾ La rappresentazione grafica della compravendita a fermo (*négociations: achats, ventes fermes; futures; fest abgeschlossene Geschäfte*) come d'ogni altro contratto a termine di borsa è molto agevole: bastano allo scopo elementarissime nozioni di Geometria analitica, che si trovano nelle prime pagine dei trattati speciali, come: **L. Berzolari**, *Geometria analitica 1. Il metodo delle coordinate*. Milano, 1911. — **G. Castelnuovo**, *Lezioni di Geometria analitica. Seconda ediz.* Roma, 1909, ecc. ovvero anche in quei corsi elementari di Matematiche speciali ad uso degli studiosi di discipline che impiegano le Matematiche, come: **Chini**,

soddisfacimento dei propri impegni e ad assicurare all' agente di cambio o mediatore il suo diritto di senseria, chi fa un contratto a termine, fornisce, di solito senza formalità alcuna (§ 12-ε), in valori o in specie, una copertura (§ 7-2.o; § 12-ε) (4) che, la giurisprudenza italiana tende a considerare come un pegno improprio e irregolare (2).

(Op. cit.) — F. Virgili e C. Garibaldi, *Introduz. alla Econ. matem. Milano*, 1911. — L. Leseine, L. Suret, *Introduct. mathém. à l'étude de l'économie pol.* Paris, 1911. — In un sistema di coordi-

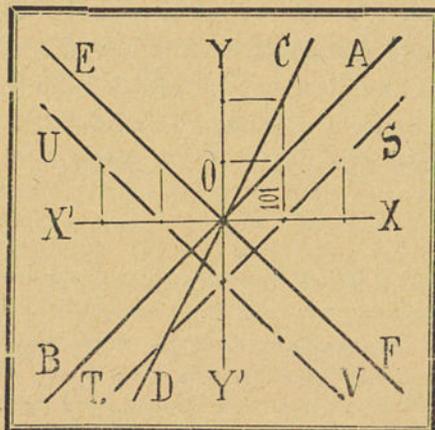


Figura 1

dell' acquirente per i vari corsi sarà data quindi da una retta AB avente per equazione:

$$y = x$$

Se invece di acquistare un' unità, se ne acquistano due, tre, ecc. a prezzo costante, per le successive unità di borsa di una stessa operazione, il che non esclude che possa essere diverso da operazione ad operazione (casi (7) e (3) del Pareto, *Manuel. III*, § 68, seg.): nell' ipotesi d' aumento del corso, l' ordinata del beneficio sarà doppia, tripla, ecc. dell' ascissa del corso e la posizione dell' acquirente sarà data allora dalle rette CD, ecc. aventi per equazione

$$y = \alpha x$$

dove α è il coefficiente angolare. Ma in questi casi converrebbe adottare una scala, rappresentando in miniatura l' operazione, salvo poi a moltiplicarne i risultati pel numero che è indicato dalla riduzione operatasi. Usando la carta quadrettata, come faceva il Lefèvre, o una falsariga a quadretti, si faciliterà la costruzione di AB e di CD. La AB che ha per ascissa x e per ordinata:

$$y = x,$$

Pei valori quotati a secco (§ 7)⁽¹⁸⁾ e per le merci, quando non vi sia riporto o deporto (§ 31) il corso o prezzo del contante e del termine coincidono.

Se invece si quota *tel quel* (§ 7)⁽¹⁸⁾ e non v'è riporto nè deporto, il corso del contante e del termine coincidono soltanto in liquidazione; in seguito il termine includerà il reddito (interesse o dividendo) che sarà o si ritiene sarà maturo in liquidazione;

sarà la diagonale del primo quadrato, formato sugli assi coordinati, la CD che ha:

$$y = 2x,$$

sarà la diagonale del rettangolo che si forma col lato di un quadrato sull'asse delle ascisse e di due quadrati sull'asse delle ordinate; e così via. Se le successive unità acquistate hanno prezzi diversi, occorre adottare tante linee diverse, al posto di una sola multipla. Come denota la AB, il guadagno, in caso di rialzo, teoricamente è illimitato e può andare da 0 ad ∞ . La perdita è limitata alla svalutazione completa dell'oggetto acquistato. Se a è il corso d'acquisto: a è la perdita massima. Sempre non tenendo conto delle spese, che, se sono proporzionali all'unità acquistata, vanno a difalco proporzionale del guadagno o ad aumento proporzionale della perdita. Se le spese sono di 1, tenendone conto, la posizione dell'acquirente sarebbe da a dallo ST ((18)(1)-3.o): in generale, indicando con l il corso di liquidazione, con n il numero delle unità di borsa acquistate, con s le spese: il risultato x sarebbe dato dalla formula:

$$x = n(l - a) \pm s.$$

La condizione del tutto opposta del venditore, viene rappresentata dalla EF, che è simmetrica alla AB e si ottiene girando sul piano AB a sinistra intorno ad O di 90°, ovvero capovolgendo la (Fig. 1) e guardandola in trasparenza o ribaltandola, facendola cioè rotare di 180° intorno al X' X. La EF ha per equazione:

$$y = -x.$$

Per la vendita multipla si avrebbe:

$$y = -\alpha x.$$

Il guadagno del venditore, in caso di ribasso, è limitato a v , prezzo di vendita; la perdita, in caso di rialzo, può essere teoricamente $= \infty$. Tenuto conto delle spese, la posizione del venditore è data della UV, e in generale dalla formula:

$$x = n(v - l) \mp s.$$

In questo modo si rappresentano la compra e la vendita ferma, operazioni che, adottando i simboli moseriani, desunti dalle denominazioni tedesche delle

supponendo che non avvengano pagamenti nel frattempo; il contante includerà quella parte di reddito che sia già matura all'istante (3).

Nelle borse francesi e in quelle italiane (4) l'acquirente, che non vi abbia rinunciato, può esercitare, seguendo certe formalità, il diritto di sconto, facendosi consegnare in anticipo i titoli acquistati.

La compravendita ferma è il contratto a termine prevalente nelle borse non molto sviluppate (5).

20. — Nel contratto a termine fermo (§ 19), l'acquirente che può avere un guadagno teoricamente illimitato in rialzo, può subire una perdita, che è massima nel caso di svalutamento totale del bene

operazioni a termine di borsa, possono venir semplicemente e rispettivamente indicate con $+F$ e $-F$. ‡ (2) Levi. Op. cit., p. 55 seg. Allo *Stock Exchange* di N. York ad es. l'agente di cambio non stipula l'operazione richiesta, se non riceve prima una copertura o margine del 10% al minimo. — Aubert. l. c. ‡ (3) Segnando sull'asse delle ascisse i tempi, (Fig. 2), siano OL , $L'L'$ gli intervalli da una liquidazione all'altra. Segnando sull'asse delle ordinate i corsi: all'origine, cioè in liquidazione, il contante e il termine coincideranno. Subito dopo, posto che il reddito, da riscuotersi in L sia LB , il termine superi il contante di:

$$LB = OC,$$

e il contante vada man mano accostandosi al termine, sino a raggiungerlo al momento della liquidazione L in B : i corsi, rappresentati dalla OB , vengono detti

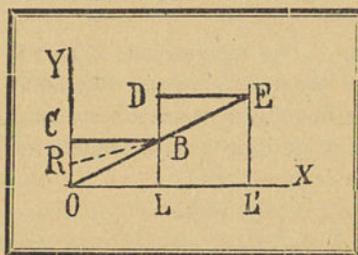


Figura 2

equivalenti dal *Bachelier* (*Spéc* p. 7), Analogamente si potrebbe dire da L ad L' ‡ (4). Si veggauo: per la Francia ((3)(1)[2]) *art.* 63 e ((3)(1)[3]) *art.* 35, seg. — In Italia [1] *R. D.* 13 e 14 *Nov.* 1907. *Norme pei contratti a term.* ecc. ‡ (5) È ciò che si nota nelle borse dei valori italiane e in quelle dei prodotti: come es. di quest'ultime, si può ricordare la borsa del grano di Rovigo.

(20) (1) Quantunque potesse esistere anche prima, in Francia, e forse si fosse già importato dall'Inghilterra e dall'Olanda, il contratto a premio diretto fu usato notevolmente dal *Law*, secondo quanto riferisce il *Duhautchamp*. Anzi coi *Decr. dell'* 11 e 20 *Febr.* 1720, fu istituito il privilegio del contratto a premio, con pagamento anticipato del premio, sulle azioni della *Comp. delle Indie Occid.* a

economico acquistato; d'altra parte il venditore che può avere un guadagno massimo nel caso di svalutamento dell'oggetto venduto, dovrebbe subire una perdita teoricamente illimitata in caso di rialzo. Può quindi convenire all'acquirente di pagare di più il valore o la merce che acquista, pur di limitare la perdita in ribasso; come pure può convenire al venditore, che si senta portato a tale specie d'operazione, di riscuotere di più dall'acquirente assicurando costui contro il ribasso, e limitando, in quest'ipotesi, il proprio guadagno. A questo duplice scopo risponde il premio diretto (§ 15-II-a-1'), (1). Esso può attuarsi in due modi: (1.o) l'acquirente s'impegna di ricevere a un certo termine (§ 12) (3) l'oggetto ad un prezzo più elevato del fermo, versando il giorno della risposta dei premi (2) una certa somma (*dont*) che dicesi premio, nel caso in cui voglia abbandonare; ovvero (2.o) l'acquirente paga, a fondo perduto, all'atto della compra, il premio, per aver diritto, il giorno della risposta, di levare o di abbandonare senz'altro l'oggetto acquistato ad un prezzo nominalmente non accresciuto sul fermo, ma che va accresciuto di fatto per l'importo del premio; per cui, se non si tien conto della forma di contrattazione del premio e dell'anticipo che si fa di questo nel (2.o caso) mentre nel (1.o) si paga alla risposta: sostanzialmente

favore della Compagnia stessa. Ma poi tale contratto fu poco usato sino ai tempi del **Mirabeau**. — **Courtois**. *Hist. des banques* p. 18, seg. 45. Oggi si usa molto in Francia (*prime pour lever*) sui valori e sulle merci (*prime simple*). E si usa anche in Italia, p. es. a Genova. È il *call* inglese; il *Vorprämie* dei Tedeschi. ‡ (2) Per la *réponse des primes* alla *Bourse de Comm.* di Parigi ((4) (3) [12]) *art.* 22, [13] *art.* 32, [14] *art.* 78; [15] *art.* 77; [16] *art.* 21. La *Prämienerklärung* alla *Berliner Fonds-Börse* ((3) (1) [5]) § 17 — Alla *Wiener Börse* ((3) (1) [7]) § 7. — Alla borsa di Genova, risposta dei premi ((3) (2) [4]) *art.* 10. ‡ (3) **Lefèvre**. *Comm.* p. 230. — **Ben**. Opera citata. p. 176, seg. — **Bachelier**. *La Spéc.* p. 13. Se lo scarto è molto elevato, il premio si dice in Germania *schief* ed è difficile da collocare. ‡ (4) **Bachelier** *Th. de la Sp.* p. 35. ‡ (5) Si fanno a Parigi ed a Berlino premi diretti per fine corrente (*per Ultimo fix*), pel 15 (*per Medio*) per fine prossimo e oltre. In questi ultimi casi va tenuto conto del riporto e per le rendite del distacco del

(1.o) e (2.o) danno la stessa posizione rispettiva dei contraenti. In ogni caso la differenza fra il corso del fermo ((19) (3)) e il corso del premio dicesi scarto. In (1.o), che è il premio usato sui valori, resta fisso il premio e varia lo scarto. Non tenendo conto di tutte le altre circostanze, lo scarto sarà tanto più elevato, quanto più lieve sarà il premio (3). In (2.o), che è il premio semplice, usato per le merci varia tanto il premio quanto lo scarto, ma le due quantità sono uguali, per modo che c'è un sol premio per una sola scadenza (4).

Se si elimina l'influenza del riporto, il corso del premio sarà più elevato in confronto del fermo, quanto più lontana è la scadenza (§ 20) (3), (5), e, a parte le oscillazioni prodotte da altre circostanze, s'abbasserà avvicinandosi il giorno della risposta.

Se dal corso d'acquisto del premio si toglie, in ogni caso, l'ammontare del premio, si ha la base o piede del premio. Dal piede del premio in rialzo, l'acquirente, che è appunto rialzista, leva, limitando soltanto la sua perdita se il corso resta tra il piede del premio

tagliando. Si fanno anche in *coulisse* a Parigi premi di 5, 10 cent. per l'indomani in Germania *per morgen, per nächsten Börsentagen*, se c'è di mezzo una festa. — **Walras.** *Étud.* p. 410, seg. — **Bachelier.** *Th. de la Sp.* cit. p. 12. — **Schütze.** *Op.* cit. p. 371, seg. — Il **Ben** (*Op.* cit. p. 247) ricorda anche i *primes portables* della *coulisse* ‡ (9) Tutlociò si dimostra agevolmente colla rappresentazione geometrica, E si può anche adottare la stessa figura per (1.º) e per (2.º) Col (1.º) contratto (Fig. 3) si sia acquistato un titolo 102/2. Col (2.º) si sia pagato un premio 2 per avere diritto di chiedere alla scadenza una certa unità d'una certa merce a 100. La differenza fra (1.º) e (2.º) si ridurrà a questo, che in (1.º) sarà rimasta fissa la distanza fra il corso d'acquisto del premio 102, e il piede del premio 100, cioè l'importo del premio e sarà variato lo scarto, per cui il corso del fermo non avrà dovuto coincidere necessariamente col piede del premio 100; in (2.º) al corso del fermo 100, si sarà aggiunto un di più variabile, che è il premio e lo scarto ad un tempo. Tanto in (1.º) quanto in (2.º) la posizione dell'acquirente sarà quella di chi abbia comprato a fermo, ma abbia limitato la perdita in ribasso sotto 100. Tale posizione è rappresentata dalla ABC. Se alla scadenza il corso è a 100, l'acquirente levandosi a 102 (1.º caso) o a 100 dopo aver pagato 2 all'epoca della contrattazione (2.º caso) perde 2 in B, più le spese di ricevimento e eventualmente

e il corso d'acquisto, guadagnando il di più di questo corso (e sempre tolte le spese per levare ed eventualmente per rivendere, se si tratta di speculazione) se il corso della giornata supera il corso d'acquisto del premio; in ribasso, sotto il piede del premio, essendosi assicurato, l'acquirente perde soltanto il premio, più le spese.

Il venditore, in caso di rialzo, perde a cominciare dal prezzo d'acquisto, sotto tal prezzo comincia il guadagno; ridottosi il corso al piede del premio, il venditore consegue il guadagno massimo, coll'abbandono del premio; e questo guadagno, dedotte sempre le spese, è costante. qualunque sia l'ulteriore ribasso. Il venditore

di rivendita se è speculatore (imposta ecc.), BT. Se non v'è differenza nelle spese, che di solito son minori in caso di abbandono ((12) (5)) (per es. BU) che non in caso di ricevimento (BT): la stessa perdita si ha anche rinunciando. Sotto a 100, levando a 102 (1.^o caso) o a 100 dopo di aver pagato 2 (2.^o caso) la perdita sarebbe maggiore di 2, come mostrano: la BG senza le spese e la TZ con le spese e conviene sempre l'abbandono, con una perdita costante di 2, come mostra la BA, con le spese: UV. Sopra a 100 e fino a 102, abbandonando si perde 2,

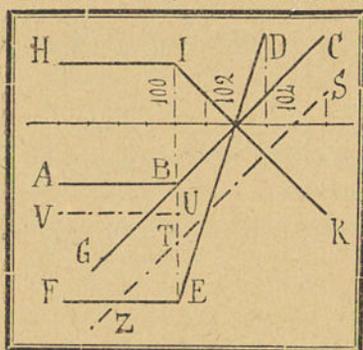


Figura 3

più le spese, levando invece a 102 (1.^o caso) o a 100, dopo d'aver pagato 2 (2.^o caso) quando il corso è a 101, si limita la perdita; quando il corso è a 102 la perdita si riduce alle spese, il guadagno comincia ad esempio da 104, se si coprono le spese. In complesso: se a è il corso d'acquisto del premio (1.^o caso) o dell'acquisto più il premio (2.^o caso), se p è il premio, se l è il corso del giorno della risposta, corso che possiamo supporre identico a quello di liquidazione (33), se n è il numero delle unità acquistate, s son le spese in caso di levata, s' le spese in caso d'abbandono; il risultato dell'operazione sarà dato da due formule e cioè: da a ad $|a - p|$ (piede del premio) e in rialzo:

$$x = n (l - a) \mp s;$$

— ovvero $+ s$ a seconda che si tratta di guadagno dopo il corso d'acquisto o di perdite

di premio diretto non è quindi interessato, come il venditore di fermo, a che il prezzo scenda sotto il piede del premio ⁽⁶⁾.

21. — Le operazioni ora esposte (§ 19 ; § 20) possono servire (§ 18-2.o) a dimostrare, per un caso speciale, un importante TEOREMA GENERALE che andrebbe detto DELLA COMBINABILITÀ E DELLA RECIPROCA DERIVABILITÀ DELLE OPERAZIONI DI BORSA. Questo teorema si può formulare così:

(1.a) *Coi due elementi della compravendita a fermo e i due elementi di qualunque altra compravendita a premio, facendo tutte le possibili combinazioni con ripetizione, si possono ottenere, almeno teoricamente, tutte le operazioni a termine semplici e multiple fino ad un certo grado e le posizioni usate in borsa.*

(2.a) *Aggiungendo via via agli elementi semplici delle due operazioni iniziali, quelli delle nuove operazioni trovate, e facendo ancora tutte le possibili combinazioni con ripetizione, si ottengono ancora, teoricamente e per diverse vie, le stesse operazioni semplici e multiple di grado sempre più elevato e le posizioni usate in borsa.*

prima ; da $|a - p|$ in giù, fino allo svalutamento del bene acquistato, la perdita sarà sempre :

$$x' = n p + s'.$$

Analiticamente si hanno due equazioni: la AB ha per equazione:

$$y = -b \text{ e cioè } y = -2$$

essendo parallela all'asse dell' ascisse ; la BC, facendo l'origine al corso 100, ha per equazione :

$$y = x$$

Avendo acquistato più unità a premio (15-II-a-2-x-1') p. es. 3, la rappresentazione grafica sarebbe del tutto analoga, come mostra la DEF e analoghe sarebbero le considerazioni da farsi. La posizione del venditore di premio diretto è reciproca a quella del compratore e vien rappresentata dalla HIK, sulla quale andrebbero fatte considerazioni opposte. Basti dire che se v è il corso della vendita a premio diretto (1° caso) o della vendita più il premio p (2° caso); l il corso di risposta e poniamo anche di compensazione (33), s ed s' le spese rispettivamente nel caso

(3.a) *Le diverse combinazioni ottenute, coi loro risultati, costituiscono le cosiddette EQUIVALENZE DI BORSA. Tali equivalenze sono date in forma di equazioni, per cui si può operare su di esse, come si opera sulle equazioni (§ 18) (1) e cioè invertendo i due membri, cambiando il loro segno, moltiplicandoli, dividendoli per uno stesso numero, portando parte dei termini o tutti i termini da un membro all'altro, sostituendo ad una parte dei termini o a tutti il rispettivo valore conseguito col mezzo d'altre equazioni; addizionando, sottraendo fra di loro le equazioni, ecc: in tutti questi casi si ottengono ancora, per diverse vie, delle operazioni a termine e delle posizioni usate in borsa.*

AVVERTENZA. — *Va subito notato che i risultati teorici così conseguiti e controllabili colle risoluzioni geometriche, potranno tradursi nella realtà del mercato di borsa soltanto sotto certe e determinate condizioni.*

di levata e di abbandono: si avranno formule inverse alle precedenti, a rappresentare il risultato dell'operazione: da $|v - p|$ piede del premio, in rialzo:

$$x = n(v - l) \mp s$$

e cioè — ovvero + s a seconda che si tratta di guadagno o di perdita; da $|v - p|$ in ribasso, il guadagno sarà dato costantemente da:

$$x' = n p - s'$$

Riguardo al premio va notato, che, preso a/p , come corso d'acquisto a premio ed f come corso del fermo al momento dell'acquisto, ε come scarto, cioè: $|a - f|$ mentre l è ritenuto il corso alla risposta dei premi, uguale al corso della liquidazione del fermo, come avviene generalmente: se l'acquirente avesse concluso un contratto a fermo al corso f , avrebbe speso ε in meno, ma sarebbe stato in perdita di $|f - l|$, spese a parte, in caso di discesa del corso di liquidazione sotto f . Nel contratto a premio, impegnandosi di pagare ε in più del corso del fermo, il compratore è garantito contro ogni perdita che superi p (spese a parte); ε è quindi *l'equivalente del valore probabile di tutte le perdite possibili superiori al p* , con questo valore per *lim.* è cioè l'equivalente di tutte le possibili differenze $|a - l - p|$. Ciò si presta facilmente a considerazioni analitiche. — **Barriol.** Op. cit. p. 324 seg.

In simboli moseriani la compra di premio diretto si indica con + V, la vendita con - V, iniziali delle rispettive denominazioni tedesche.

22. — Per brevità daremo in questo saggio, che non può assumere l'estensione d'un trattato della materia di borsa, soltanto la dimostrazione della (1.a parte) del teorema della derivabilità (§ 18-b-2.o): facendo le combinazioni con ripetizione delle sole prime tre classi, coi quattro elementi semplici della compravendita ferma (§ 19) e della compravendita a premio diretto (§ 20), (1), controllando poi geometricamente ed illustrando in particolar modo soltanto quei risultati che, sotto certe condizioni, pure da mettersi in rilievo, trovano riscontro nella più comune pratica di borsa (§ 23-§ 30.)

(22) (1) Per comprendere l'applicazione che qui facciamo del calcolo combinatorio, bastano di esso le più elementari nozioni, che si possono trovare nei complementi di qualunque trattato di Algebra elementare, in qualche operetta speciale, come quella di **A. Finzi** (*Elem. di calcolo combinatorio*. Torino 1909) o anche all'inizio dei trattati maggiori di Algebra. Si veggia ad esempio quello di **A. Capelli**. *Istituzioni d'analisi algebrica*, 4.a edizione, Napoli, 1909, pagina 82, seg. Queste nozioni elementarissime ci insegnano che chiamando combinazioni semplici di m oggetti n ad ($n \geq m$) i diversi modi nei quali cogli m oggetti dati si può comporre un gruppo di soli n oggetti e chiamando *combinazioni con ripetizione* di m oggetti n ad n , quelle combinazioni nelle quali in ogni gruppo di n oggetti, uno stesso oggetto può ripetersi una o più volte: il numero di queste combinazioni con ripetizione è dato dalla formula generale:

$$C' m, n = \binom{m+n-1}{n}$$

Coi 4 elementi semplici: + F; - F; + V; - V; rispettivamente della compravendita ferma (19) (1) e della compravendita a premio diretto (20) (6), si possono fare le seguenti combinazioni delle prime tre classi:

$$C' 4, 1 = 4 = \left| \begin{array}{cccc} + F; & - F; & + V; & - V \end{array} \right|;$$

$$C' 4, 2 = 10 = \left| \begin{array}{cccc} + F - F; & + V - V; & + F + F; & - F - F; \\ (1.a) & (2.a) & (3.a) & (4.a) \end{array} \right|;$$

$$+ V + V; - V - V; - F + V; + F - V; + F + V; - F - V \left| \right.;$$

$$(5.a) \quad (6.a) \quad (7.a) \quad (8.a) \quad (9.a) \quad (10.a)$$

23. — Combinando due a due i quattro elementi presi per base : fra i vari risultati che si possono ottenere va messo in prima linea

$$\begin{array}{l}
 C_{4,3} = 20 = \left| \begin{array}{lll}
 + F + F - F; & - F - F + F; & + V + V - V; \\
 (1.a) & (2.a) & (3.a) \\
 - V - V + V; & + V - V + F; & + V - V - F; & + F - F + V; \\
 (4.a) & (5.a) & (6.a) & (7.a) \\
 - F - F - V; & + F + F + F; & - F - F - F; & + V + V + V; \\
 (8.a) & (9.a) & (10.a) & (11.a) \\
 - V - V - V; & + V + V - F; & - V - V + F; & + V + V + F; \\
 (12.a) & (13.a) & (14.a) & (15.a) \\
 - V - V - F; & + F + F + V; & - F - F - V; & - F - F + V; \\
 (16.a) & (17.a) & (18.a) & (19.a) \\
 + F + F - V & & & \\
 (20.a) & & &
 \end{array} \right|.
 \end{array}$$

(23) (!) Se si acquista fermo un'unità di borsa a 100 per fine mese, l'operazione è rappresentata in tutto il suo andamento dalla AB (Fig. 4). Salendo il corso si ha un guadagno, p. e. di 2 a 102. Volendosi assicurare questo guadagno, si può senz'altro vendere a 102 la stessa unità per la medesima scadenza. (22) (!) - 1.a *combinazione binaria*). La nuova operazione sarà rappresentata dalla CD, che a 102 compensa la AB, lasciando un guadagno di 2, rappresentato dall'ordinata della AB, al corso di 102. Ora è facile dimostrare che questo guadagno non mu-

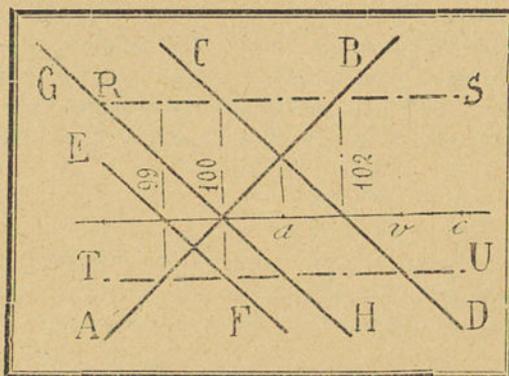


Figura 4

terà per l'operatore che realizzi alla scadenza, qualunque sia il corso di quell'unità di borsa al momento della realizzazione. Basta del resto tener conto che, mutando il corso, ciò che si guadagna da una operazione, si perde colla sua reciproca o viceversa. Basta anche fare la somma algebrica delle ordinate rispettive della AB e della CD per ciascun corso, per ottenere, come risultante la RS, che denota un costante guadagno di 2. Analiticamente la AB, che ha l'as e l'ordinata dello stesso segno e parte dall'origine *a*, ha per equazione:

$$y = x,$$

l'annullamento dell'operazione, quando gli elementi combinati siano reciproci. Ciò può accadere (I) contrapponendosi una compra ferma ad una vendita ferma o viceversa ((§ 22) (1) - 1.a *combinazione binaria*) (II), contrapponendosi una vendita di premio diretto ad una

come vedemmo ((19) (1)); la CD che ha l'ascissa e l'ordinata di segno opposto, non passa per l'origine a , ma se ne scosta per un tratto b sull'ascissa: avrà per equazione:

$$y = -x + b$$

la risultante delle due operazioni sarà:

$$y = x + (-x + b) = b.$$

Che b nel caso nostro sia costante a qualunque corso, risulta anche da una dimostrazione generale, sulla quale insistiamo, nonostante la sua semplicità, perchè essa ci servirà in seguito (31; 33). Se a è il corso d'acquisto e v il corso di vendita: il beneficio o la perdita saranno sempre dati dalla differenza fra v ed a , differenza positiva nel caso di beneficio, negativa nel caso di perdita:

$$v - a = \pm b$$

Questo risultato non muta quando invece di confrontare il corso v col corso a , si confrontino i due corsi con un altro c qualunque, p. es. della giornata. Supponendo di consegnare l'unità venduta al corso v , quando il corso della giornata è c , si avrà per risultato la differenza $|v - c|$ e supponendo nel medesimo tempo di ricevere l'altra unità acquistata al corso di a , quando il corso della giornata è c , il risultato sarà la differenza $|a - c|$, ma:

$$(v - c) - (a - c) = v - a,$$

qualunque sia il valore di c . Lo stesso risultato si riscontra anche, infine, per una proprietà ben nota in Geometria analitica, sulla (Fig. 4), prendendo ad es. a per origine e fissando dovunque si voglia il punto c , sull'asse delle ascisse: allora si ha in ogni caso:

$$ac - cv = av$$

Nella risultante RS non s'è tenuto alcun conto delle spese; ma si comprende che esse vanno anche qui a diminuzione del guadagno ((19) (1)), mentre nel caso opposto di perdita, quando cioè la seconda operazione fosse la vendita EF a 99,

compra di premio diretto o viceversa ((§ 22) ⁽¹⁾ - 2.a *combinazione binaria*).

Nell'ipotesi (I), della quale prima ci occupiamo, si possono fare due casi: (1.o) o la reciprocità è completa (cioè se prima si era fatta una compra ferma, poscia si fa una vendita ferma della stessa quantità, per la stessa scadenza e allo stesso corso, o viceversa) e allora, non tenendo conto delle spese, l'operatore si trova ad aver annullati, col secondo, gli effetti del primo contratto. Se invece, (2.o), si tien conto delle spese, ovvero la reciprocità non è completa, facendosi la seconda operazione ad un corso diverso: allora l'annullamento è parziale: nel senso che esso lascia un beneficio ovvero una perdita ⁽¹⁾.

La detta operazione è conosciuta in pratica con diversi nomi, ma essa ha sempre lo scopo (a) di assicurare ad un certo momento i benefici già conseguibili da una operazione a termine o (b) di annullarne in tutto o in parte i rischi ⁽²⁾.

anzichè la CD a 102, le spese andrebbero ad incrementare la perdita. Per questo secondo caso si dovrebbero fare considerazioni opposte a quelle fatte nel caso precedente. Infine se la controoperazione fosse invece la reciproca perfetta GH (23-I-1.o), spese a parte, la risultante si confonderebbe colla linea dei corsi: non darebbe cioè guadagno nè perdita. Ciò che si poteva vedere anche in ((19) ⁽¹⁾ - Fig. 1) dove ad AB si contrappone perfettamente la reciproca EF. ‡ ⁽²⁾ La *Realisierung*, il *Deckungskauf* e il *Meliorations* = o *Bonificationsgeschäft* si usano per titoli ed anche per le merci. — **Fuchs**. Op. cit. p. 10, 11. — Il **Prato** (loc. cit. p. 495) ha ricordato lo *hedging* sui cotonei, fatto da chi, avendo venduto allo scoperto, in commercio, si copre, acquistando a termine in borsa; come pure da chi, possedendo della merce, la vende a termine, riparando così gli effetti dannosi della diminuzione di prezzo sulla quantità posseduta con quelli benefici sulla quantità venduta. Il *Regl. de la Caisse de Liqu. au Havre* ammette che si possa dare, nella forma detta di "*Jumelage*", un contratto d'acquisto in garanzia di uno di vendita e viceversa ((4) ⁽⁶⁾ [1]), art. 21. Chi teme d'aver fatto un acquisto sbagliato e non ha altro mezzo per rifarsi, può vendere tosto in perdita, facendo così uno di quelli che i Tedeschi chiamano *Notgeschäfte*. — **Fuchs**. Op. cit. p. 38.

24. — Contrapponendo invece una compra semplice di premio diretto ad una vendita semplice di premio diretto (§ 20; § 23 - II; (§ 22) ⁽¹⁾ - 2.a *combinazione binaria*) o si avrà (1) analogamente a (§ 23 - I - 1.o) l'annullamento completo dell'operazione ⁽¹⁾ ovvero (2-a) non combinando i corsi, ma bensì i premî o (2 - b) non combinando i premî e quindi neppure i corsi, si avrà un risultato che non consisterà in un solo beneficio o in una sola perdita, ma che comunque, costituirà una limitazione del beneficio e della perdita ⁽²⁾.

(24) ⁽¹⁾ Sarebbe il caso di ((20)⁽⁶⁾ - Fig. 3), dove, contrapponendosi la compra di premio diretto ABC alla vendita HIK, la risultante correrebbe sulla linea dei corsi: senza beneficio quindi e senza perdita, sempre trascurando le spese. $\#$ ⁽²⁾ Per comprendere il testo e desumere un'importante regola in questa specie di combinazione ((22) ⁽¹⁾ - 2.a *combinazione binaria*) giova grandemente la risoluzione grafica. Noi ci limitiamo all'ipotesi (24 - 2 - b), che a sua volta si ripartisce in: (x) acquisto d'un grosso premio contro vendita d'un piccolo; (z) vendita d'un grosso premio contro acquisto d'un piccolo. (Di sfuggita possiamo qui osservare che la ipotesi (x) potrebbe riguardare: (x') l'acquisto d'un grosso premio in quantità doppia contro vendita d'un piccolo premio in quantità semplice ((22) ⁽¹⁾ - 3.a *combinazione ternaria*) ovvero (x'') l'acquisto d'un grosso premio in quantità semplice contro la vendita d'un piccolo premio in quantità doppia ((22) ⁽¹⁾ - 4.a *combinazione ternaria*). Così pure l'ipotesi (z) potrebbe riguardare: (z') la vendita d'un grosso premio in quantità doppia, contro acquisto d'un piccolo premio in quantità semplice ((22) ⁽¹⁾ - 4.a *combinazione ternaria*) ovvero (z'') la vendita d'un grosso premio in quantità semplice, contro l'acquisto d'un piccolo in quantità doppia ((22) ⁽¹⁾ - 3.a *combinazione ternaria*). Questi casi che s'incontrano nella pratica, non presentano difficoltà teoriche: basta estendere ad essi le regole che si danno per le semplici ipotesi (x) e (z). Facciamo infatti il caso (z). Si sia acquistato (Fig. 5) a 99/2 eppoi venduto a 100/1, prendendo naturalmente a caso il premio. La prima operazione sarà rappresentata dalla spezzata ABC, la seconda della spezzata DEF. La risultante sarà la spezzata RSET, che, nel tratto RS, rappresenta una perdita ridotta. Colla ABC la perdita era di 2, ammontare del premio abbandonato, la DEF la riduce ad 1, differenza fra il premio rilasciato nell'acquisto: 2 e quello ricevuto nella vendita: 1; nel tratto SE, che corrisponde a BG, levata del premio a 99, si ha invece un acquisto a 98, con per-

25. — Dal numero delle combinazioni (§ 22 (1)) abbiamo così eliminate quelle che possono produrre annullamento (§ 23; § 24); le altre danno risultati che noi dobbiamo ora illustrare. Se si combina un acquisto semplice di premio diretto (§ 20) con una vendita semplice ferma (§ 22 (1) - 7.a *combinazione binaria*) sopra la base del

dita prima e guadagno dopo: acquisto a prezzo ridotto di 1 pel ricevimento del premio 1, abbandonato nella vendita DEF, tratto DE. Infine il tratto ET è la risultante dei due premi levati e cioè una liquidazione con beneficio eguale allo scarto dei premi medesimi. Tuttociò, a prescindere sempre dalle spese, mostra come, qualunque sia il corso, alla risposta dei premi, la controoperazione abbia sempre il vantaggio di limitare il rischio, cioè la possibilità di perdita, ma anche, in corrispondenza, quella di beneficio. Capovolgendo la (Fig. 5) e guardandola di dietro, in trasparenza, facendola cioè rotare di 180° intorno all'asse delle ascisse, si ottiene il caso

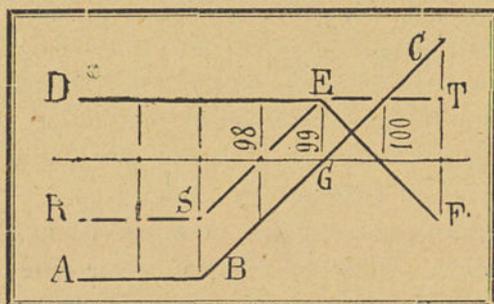


Figura 5

inverso (β). Tanto per (24 - 2 - a) come per (24 - 2 - b - α - β) vale la regola generale formulata dal Lefèvre (*Comm.* p. 277): *nella combinazione di premi con premi, in quantità eguali, la posizione si liquida in beneficio o in perdita: cioè: in ribasso colla differenza dei premi, in rialzo con la differenza dei corsi, nell'intervallo fra i piedi dei premi con acquisto o vendita a fermo, a seconda che il corso d'abbandono inferiore appartiene al premio acquistato o a quello venduto*

(25) (1) Seguiamo la (1.a via) e si sia acquistato, come nell'es. della (Fig. 3 - (20) (1)) un titolo a 102/2 per fine mese e si sia rivenduto fermo a 99 per la stessa scadenza. La prima operazione sia rappresentata dalla ABC, la seconda dalla DE (Fig. 6). Sommando le ordinate positive e negative delle due operazioni, si ha che sopra la base, 100, del premio diretto, combinandosi la vendita ferma colla levata del premio in eguale quantità ad un prezzo superiore di 3 (scarto del premio diretto) ne risulta in GH una liquidazione con perdita costante di 3 ((23) (1) - Fig. 4).

premio diretto, in rialzo, combinandosi la vendita ferma con la levata del premio, si ha, teoricamente, liquidazione, con una perdita (o un beneficio) eguale allo scarto (§ 20) negativo (o positivo) del corso del fermo da quello del premio; sotto la base del premio diretto, la vendita ferma si combina con l'abbandono del premio diretto, e siccome l'abbandono costituisce una perdita costante, questa perdita riduce costantemente pel proprio ammontare (cioè per l'ammontare del premio diretto), il prezzo della vendita ferma: ne risulta quindi una nuova vendita ferma, con uno scarto dalla precedente uguale all'importo del premio diretto.

L'insieme di queste due risultanti costituisce una nuova operazione, cioè una vendita ferma in ribasso, sino alla base del premio diretto, e da questo punto in avanti, cioè in rialzo, una liquidazione, con risultato costante: uguale allo scarto del premio diretto. Si tratta dunque di una vendita con rischio limitato in rialzo, cioè di un premio indiretto (§ 15 - II - a - α - 2'), pagato dal venditore, per limitare le conseguenze dell'eventuale rialzo, premio che andrà realmente a deduzione del prezzo di vendita.

La via indiretta (1.a) qui tracciata, per giungere al premio indiretto, è quella seguita alla borsa dei valori di Parigi, come pure nelle borse italiane dei valori.

Sotto la base del premio diretto, la vendita ferma a 99 si combina colla perdita costante di 2, per l'abbandono del premio, ne risulta una vendita a prezzo ridotto di 2, nella FG, cioè una vendita con uno scarto dal fermo uguale all'importo del premio diretto. Analiticamente, prendendo per origine 100, la FG ha per equazione la somma di:

$$y = -x - 1,$$

equazione della DE e di:

$$y = -2,$$

equazione della AB, onde ne risulta:

$$y = -x - 3,$$

la GH ha per equazione la somma di:

$$y = x - 2,$$

La vendita a premio indiretto, raggiunta per tal via, avrà uno scarto costante, determinato dalla costanza dell'importo del premio diretto ed avrà un premio variabile, derivante dallo scarto variabile del premio diretto (§ 20 - 1.o caso). Questo scarto del premio diretto, determinando l'importo del premio indiretto, fissa anche la massima perdita dell'operatore.

Ma al premio indiretto si può giungere anche per una (2.a via), cioè per la via diretta, come si usa nelle borse dei valori di Londra e di Berlino e in quelle delle merci: (a) vendendo ad un corso minore del fermo e versando il giorno della risposta dei premi una somma (*dont*) nel caso in cui ci si voglia liberare dall'obbligo di vendere; (b) vendendo al corso del fermo, ma pagando a parte e a fondo perduto, un premio, che andrà poi a diffalco del prezzo di vendita, per avere diritto di liberarsi dall'obbligo di consegnare. A questo modo la riduzione del prezzo di vendita a premio indiretto corrisponde effettivamente allo scarto del premio indiretto, come vi corrisponderebbe se la vendita semplice a premio indiretto sulle merci si supponesse derivata da una compra semplice a premio diretto semplice (§ 20 - 2.o caso) con una vendita semplice a fermo: poichè il premio della vendita a premio indiretto sarebbe uguale allo scarto della compra a premio diretto, lo scarto della vendita a premio indiretto sarebbe uguale al premio della compra a premio diretto: e scarto e premio nella compra a premio diretto sono uguali fra di loro.

che è l'equazione di BC ed

$$y = -x - 1;$$

che è ancora l'equazione della DE, onde ne risulta:

$$y = -3$$

Insieme la FG e la GH costituiscono una vendita a premio indiretto, (*prime pour livrer, put, Rückprämie*) a 97/3, che potrebbe anche essere fatta direttamente (2.a via) (a) vendendo a 97/3, cioè impegnandosi a consegnare per 97, che è un corso inferiore al fermo 99, od a pagare 3 per essere liberati da tale obbligo: (b) vendendo

Colla derivazione della vendita a premio indiretto dalla compra semplice di premio diretto e dalla vendita ferma semplice combinate insieme (1.a via), abbiamo ricavato le relazioni che di necessità intercorrono fra le componenti e la risultante: relazioni che diventano condizioni indispensabili da supporre nel mercato, ma che non sempre potranno trovarsi, quando si voglia risolvere il problema inverso e teoricamente più lato, di trovare le coppie di componenti che corrispondono ad una data risultante. Tale pro-

a 100 (supposto corso del fermo), ma pagando a parte, a fondo perduto, 3, (e quindi vendendo realmente a 97) per aver diritto di sciogliere il contratto. Vendendo a minor prezzo, il venditore, che specula al ribasso, è garantito contro il rialzo. Se alla risposta il corso è a 100, spese a parte, tanto vale consegnare o abbandonare: da 100 a 97 conviene consegnare, per es. consegnando a 99 si riduce di 1 la perdita del premio, col ribasso di 3 da 100 si copre il premio, spese a parte: più su c'è guadagno, crescente sino alla svalutazione completa dell'unità venduta; sopra il piede del premio conviene abbandonare, riducendo la perdita al premio 3, più le spese. — Il venditore a premio indiretto si trova in una posizione FGH, ben diversa da quella del venditore del premio diretto HIK (Fig. 3 - (20) (6)). Quest'ultimo, a diversità del primo, non è assicurato contro il rialzo, nè specula al

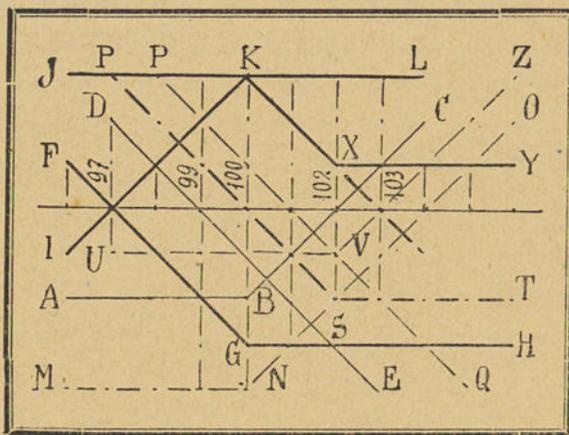


Figura 6

all'asse delle x o dei corsi, o guardarla capovolta da dietro, in trasparenza, per ricavarne la IKL, che è la posizione di chi, contro ricevimento di un premio, s'impegna di ricevere o meno, s'impegna cioè di assicurare il venditore contro il rialzo, ne

ribasso, ma assicura l'acquirente a premio diretto contro il ribasso e per conto proprio dal ribasso non trae un vantaggio che possa essere superiore al premio. L'acquirente a premio indiretto, cioè la contropartita del venditore a premio indiretto, si trova in una posizione reciproca a quella in cui si trova quest'ultimo. Nella (Fig. 6) basta rotare la FGH di 180° intorno

blema si presenta in due casi e cioè: (1) quando si voglia, per la via indiretta delle componenti, giungere ad una certa vendita a premio indiretto che ne sia la risultante determinata o: (2) quando si abbia già la vendita a premio indiretto e si ricerchino le componenti, ad esempio per coprirsi colle reciproche indirettamente, cioè senza fare la controoperazione pura e semplice della vendita di premio indiretto, controoperazione che potrebbe essere impossibile o non conveniente.

In ognuna delle due ipotesi bisognerà che la compra a premio diretto abbia per base la base della vendita a premio indiretto cercata e la vendita ferma abbia dalla compra a premio diretto uno scarto uguale all'importo del premio indiretto: poichè vale sempre la regola generale derivante dalle relazioni già esposte fra la vendita a premio indiretto da una parte e la vendita ferma con compra a premio diretto dall'altra: *la base dei due premi deve essere la medesima; lo scarto del premio diretto è uguale all'importo del premio indiretto, come lo scarto del premio indiretto è uguale all'importo del premio diretto.*

qual caso, in seguito all'abbandono potrà lucrare, come beneficio massimo, il premio 3. La posizione di assicuratore contro il rialzo, IKL, è ben diversa da quella di acquirente a premio diretto (ABC - Fig. 3 - (20) (6)) cioè di chi specula al rialzo, assicurandosi contro l'eventuale ribasso. — Ritornando alla derivazione della vendita semplice a premio indiretto dalla compra semplice a premio diretto e dalla vendita semplice a fermo e indicando con Mv (simboli moseriani, da *Mitte der Vorprämie*) la base del premio diretto, con Mr (*Mitte der Rückprämie*) la base del premio indiretto (R), con Ev (*Écart der Vorpr.*) lo scarto del premio diretto e con Pv il suo importo, con Er lo scarto pel premio indiretto e con Pr il suo importo: si può simbolizzare la regola data nel testo con le formule:

$$Mr = Mv; Ev = Pr; Er = Pv$$

Volendo ad es. ottenere per via indiretta la posizione FGH, purchè s'abbia:

$$Mr = Mv \text{ ed } Ev = Pv = 3,$$

le soluzioni teoriche potranno essere diverse: oltre alla ABC colla DE, saranno soluzioni anche la MNO colla PQ, ecc. Resterà a vedersi se, fra le possibili soluzioni una almeno sia realizzabile. Le stesse cose sono a dirsi pel caso in cui si voglia risolvere la vendita semplice a premio indiretto in una compra semplice a premio diretto e in una vendita ferma semplice. — La posizione della contropartita

In pratica, nei due passaggi, come nel premio indiretto contrattato direttamente, si dovrà tener conto delle spese.

Abbiamo così delineata la posizione del venditore a premio indiretto che trae vantaggio dal rialzo, premunendosi contro il ribasso, derivando la propria posizione indirettamente da quella di acquirente a premio e venditore a fermo, o direttamente: vendendo a premio indiretto. Sarebbe agevole fare l'ipotesi inversa, dell'acquirente a premio indiretto che, acquistando a minor prezzo, assicura il venditore contro il rialzo, e procura a sè stesso l'eventualità d'un vantaggio, nel suo massimo, costituito dall'importo del premio, in caso di rialzo, o di una perdita, sino allo svalutamento dell'oggetto acquistato, nel caso di ribasso. Anche tale posizione può derivare inversamente alla precedente: indirettamente da una vendita semplice a premio diretto e da una compra ferma per i valori (§ 22) ⁽¹⁾ - 8.a *combinazione binaria*) ovvero direttamente per le merci.

La rappresentazione grafica rende all'evidenza la condizione del venditore e dell'acquirente a premio indiretto, anche nel confronto colla posizione del venditore e dell'acquirente a premio diretto ⁽¹⁾.

Come pure con la risoluzione grafica si rende manifesta la possibilità d'arbitraggio fra operazioni (§ 16 - 3): nel caso in cui non soltanto si riesca con date operazioni ad una posizione voluta, come ad esempio quella di coprirsi, ma si trovi modo, operando eventualmente su diverse piazze (cioè combinando l'arbitraggio d'operazioni (§ 16-3) con quello di luogo (§ 16-1)) d'assicurarsi un beneficio ⁽²⁾.

del venditore a premio indiretto, cioè quella dell'acquirente a premio indiretto IKL, la quale venne da noi supposta come direttamente assunta, si può anche ricavare inversamente alla sua controoperazione: da una vendita semplice a premio diretto e da una compra semplice ferma (8.a *combinazione binaria* (22) ⁽¹⁾) e la rappresentazione grafica, come pure la formulazione delle relaz. necessarie, dopo quanto si è detto pel caso inverso, non presenterebbero difficoltà alcuna. ‡ ⁽²⁾ Se in un certo momento si ha la posizione IKL (25) ⁽¹⁾ - Fig. 6) cioè la compra a premio indiretto semplice, per annullarla, spese a parte, basta fare, ad es., una compra semplice a premio diretto ed una vendita ferma tali, che diamo la FGH per risultante; e a ciò possono servire tanto la ABC colla DE, quanto la MNO colla PQ, come

26. — La vendita ferma semplice si può combinare in due modi coll'acquisto d'un premio diretto due volte (§ 22 (1) - 13. *combinazione ternaria*): in un (1.º modo) l'ultimo acquisto riguarda due unità prese: (a) in una sola volta, ovvero (b) in due volte, ma sempre alle identiche condizioni (un acquisto doppio a premio diretto); col (2.º modo) l'ultimo acquisto riguarda due unità acquistate separatamente a premio diretto, per la stessa scadenza, ma con una base diversa (due acquisti semplici a premio diretto).

Nel (1.º modo), cioè colla combinazione di una vendita ferma con un doppio acquisto a premio: sopra la base del premio, in rialzo, la vendita ferma si combina coll'acquisto doppio a premio, trasformatosi in fermo con la levata, e ne risulta, come differenza, un acquisto semplice fermo al corso della vendita ferma, aumentato due volte dallo scarto del premio, e con beneficio illimitato sopra tale corso, sempre non tenendo conto delle spese; sotto il piede del premio, in ribasso, la vendita ferma si combina coll'abbandono del doppio premio, che costituisce una perdita costante, a costante riduzione del prezzo della vendita ferma, per cui ne risulta una vendita semplice ferma, al corso del fermo, diminuito del doppio del premio, con beneficio sotto tale corso, fino al totale svalutamento dell'oggetto acquistato, e sempre non tenendo conto delle spese.

abbiamo visto ((25) (1)). Se invece si possono compiere le due operazioni in modo che la risultante sia la RST, come quando si sian fatte le operazioni PQ ed UVZ: non soltanto verrà annullata l'operazione iniziale IKL, ma si avrà, spese a parte, un beneficio costante di 2 da 102 in rialzo XY, di 3 da 100 in ribasso KJ, con una vendita KX a 103, fra 102 e 100, cioè la levata a 100, rappresentata dalla RS, cresciuta di prezzo dal premio 3 dall'abbandono KL.

(26) (1) Si abbia (Fig. 7) una vendita ferma di un'unità di borsa a 99, e una compra di doppio premio diretto a 102/2, rappresentate rispettivamente dalla AB e dalla CDE. Sopra la base del premio, in rialzo, la vendita ferma semplice AB a 99 si combina colla compra doppia a fermo a 102, rappresentata dalla DC e ne risulta che la vendita ferma a 99 è annullata del tutto. Della compra doppia a 102,

Queste due risultanti si congiungono al piede del premio in un punto che corrisponde od è più basso o più alto dell'inizio di abbandono del doppio premio diretto, a seconda che lo scarto del premio corrisponde al suo ammontare (§20 - 2.o caso) o è di tanto superiore od inferiore (§ 20- 1.o caso).

Insieme le due risultanti formano un'operazione ben nota e che dicesi: doppia opzione ad una base (§ 15 - II - a - β - 1'). Questa posizione si consegue in una (1.a ipotesi), per la via tracciata ora, ma anche si può conseguire in una (2.a ipotesi) con un doppio premio: cioè combinando un acquisto semplice a premio diretto ed una vendita semplice a premio indiretto con la stessa base dell'opzione e con un premio della metà di quello dell'opzione: ovvero in fine tale posizione si può raggiungere, in una (3.a ipotesi) direttamente sui valori, sull'oro, sull'argento, sui prodotti (sul frumento ad es. anche nelle borse italiane, come quella di Rovigo), ecc. come si fa a Londra, nelle borse tedesche ed austriache, agli Stati Uniti, e si tende a fare anche in Francia, per le scadenze di solito superiori al mese. Allora l'acquirente d'opzione doppia ad una base, in un (1.o caso) s'impegna o d'acquistare ad un certo prezzo o di vendere ad un certo altro inferiore (*Stelläge*) ovvero in un (2.o caso), pagando un certo premio, che corrisponderà alla metà della distanza (tensione = *Spannung*) che si ha fra il prezzo di vendita e quello d'acquisto nel (1.o caso): avrà diritto di acquistare o di vendere ad un dato prezzo (*Stellgeschäft*) non di abbandonare (§ 27). Siccome questo prezzo verrà aumentato realmente per l'importo del premio, in caso d'acquisto e ridotto in egual

resterà una compra semplice a 102, più ancora il residuo dell'altra compra semplice a 102, annullata dalla vendita a 99: ne risulta cioè una compra ferma FG a

$$102 + 3 = 105,$$

ovvero a 99 più due volte lo scarto, 3, fra la vendita ferma e l'acquisto doppio di premio diretto. Non tenendo conto delle spese, l'operatore comincerà a guadagnare da 105 in su. In ribasso, sotto il piede del premio, la vendita ferma AB, a 99, si combina col tratto d'abbandono del doppio premio diretto DE, che costituisce

misura, nel caso di vendita e si avrà nel (2.o caso) fra il prezzo d'acquisto e quello di vendita la stessa distanza che si ha nel (1.o caso): le due forme sostanzialmente si corrispondono e unica ne può essere ad es. la rappresentazione grafica. Il prezzo d'acquisto nel (2.o caso) e il corso corrispondente a metà tensione nel (1.o caso) costituiscono il piede della opzione doppia ad una base. Tale piede potrà corrispondere al corso del fermo, o differirne, avendo un'inclinazione (*Schiefe*) di qualche punto. Alla risposta dei premî, chi ha un diritto d'opzione doppia ad una base, si dichiarerà acquirente per ogni corso che superi il piede e venditore per ogni corso superiore al piede. Fra il piede e il corso d'acquisto ridurrà la perdita del premio. Senza calcolare le spese, il guadagno dell'operatore comincerà dal corso

una perdita costante di 4, a costante diffalco del prezzo di vendita ferma a 99; ne risulterà pertanto la vendita ferma semplice FH a 96, cioè al corso del fermo 99,

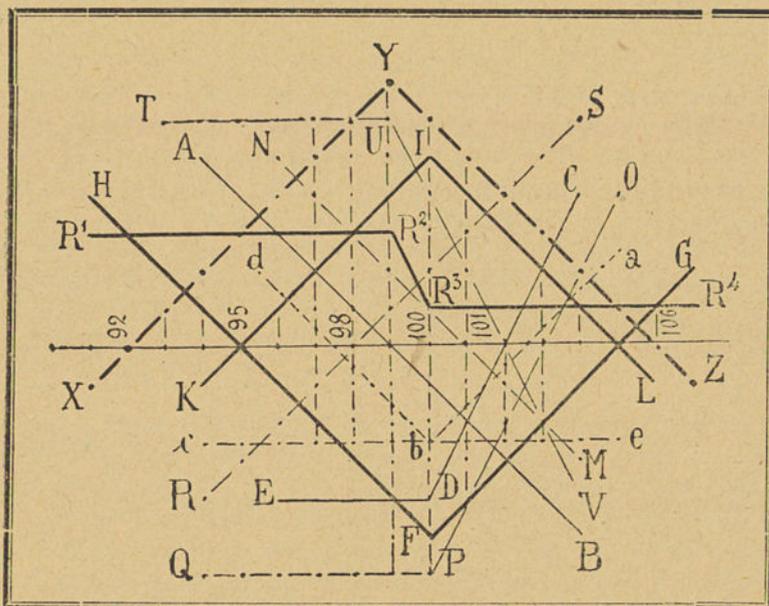


Figura 7

diminuito del doppio premio diretto 2. Il guadagno comincerà sotto il corso di 95, ovvero di tanto più in giù, per quanto si sarà speso accessoriamente. Le due ri-

d'acquisto in su (1.o caso). Analogamente accadrà sotto il piede. Al piede, supposte identiche le spese, sarà indifferente levare o consegnare.

L'acquirente di doppia opzione ad una base si trova così assicurato contro il rialzo, come pure contro il ribasso, si mette, come si suol dire: *à cheval à la hausse et à la baisse*: ciò che può convenirgli, in attesa di avvenimenti decisivi in un senso o nell'altro, rischiando di perdere al massimo il premio più l'inclinazione positiva, negativa o nulla, in corrispondenza dell'eccedenza, dell'inferiorità o dell'eguaglianza dello scarto del premio diretto in confronto al suo ammontare (1.a ipotesi). Il premio nella opzione doppia è di solito il doppio di quello delle semplici opzioni. Il guadagno conseguito per tal via può essere notevole. Naturalmente la limitatezza del rischio di questa operazione acconsente che si usi

sultanti FG ed FH si congiungono al piede del premio 100, diversificando dal punto D d'abbandono, che dista di 4 (doppio premio) dalla linea dei corsi, per quanto lo scarto del premio 3 diversifica dal suo ammontare 2, cioè per 1 in più. Insieme le due risultanti formano la doppia opzione ad una base HFG, che è il *double prime* francese delle merci, le *Stellage* tedesco, il *put and call* o *double option* degli Inglesi, lo *straddle* degli Americani. Come si è detto nel testo, tale contratto si può ottenere anche direttamente (3.a ipotesi) in due modi: (1.o caso) impegnandosi di acquistare al prezzo di 105 e di vendere a 95, ciò che si esprime col dire che si è acquistata una doppia opzione 105/95 o a 100 con 10 di tensione: (2.o caso) pagando un premio 5 eguale a metà della tensione, cioè uguale a

$$105 - 95 = 10 \text{ e } 10:2 = 5,$$

per aver diritto di acquistare o di vendere a 100, piede della doppia opzione ad un piede; in questo caso, venendo l'acquisto a 100 aumentato di fatto dal premio pagato, 5, e la vendita a 100 venendo ridotta a 95: la posizione è quella stessa che si aveva nel (1.o caso). È cioè la posizione di chi avesse acquistato un premio diretto *abc* di un'unità a 102,5/2,5, con premio uguale alla metà del premio dell'opzione e avesse venduto un premio indiretto *dbe* di un'unità a 97,5/2,5, pure con premio uguale alla metà del premio dell'opzione e con base identica. Il corso a metà della tensione nel (1.o caso) cioè il corso 100 o il prezzo d'acquisto 100 (2.o caso) cioè il piede del premio, qui non corrisponde al corso del fermo 99, (non corrispondendo nel premio diretto lo scarto 3 al premio 2): il piede dell'opzio-

per speculare, talora anche inconsideratamente e disponendo di poco capitale e che si usi tanto più, in quanto essa può costituire il punto di partenza di premî diretti e inversi.

All' acquirente di doppia opzione ad una base fa da contropartita il venditore, la cui posizione può derivare indirettamente, cioè in una (1.a' ipotesi) reciproca alla (1.a ipotesi), da una compra semplice a fermo e da una vendita doppia a premio diretto (§ 22 (1) - 14.a combinazione di 3.a classe) ovvero (2.a' ipotesi) dalle operazioni reciproche a quelle della (2.a ipotesi) come pure (3.a') direttamente e in contropartita della (3.a ipotesi), cioè dalla vendita di una opzione a doppia base.

Nella (1.a' ipotesi) l'operatore ha una perdita indefinita in rialzo, a partire dal corso del fermo accresciuto del doppio dello scarto del premio, in ribasso, a partire dal corso del fermo diminuito del doppio del premio: nell'intervallo l'operatore è in beneficio, come venditore o come acquirente, ma, non tenendo conto delle spese, in nessun caso oltre l'ammontare del premio diretto più l'inclinazione positiva o meno quella negativa se c'è, del piede dell'opzione rispetto al corso del fermo. Tanto nell'ipotesi (1.a'), quanto nell'ipo-

ne ha l'inclinazione + 1, che vale, come abbiám visto, ad abbassare F di 1 da D. Non tenendo conto delle spese: se alla risposta il corso supererà 100, si farà l'acquisto, se sarà inferiore, si farà la vendita; a 100, spese a parte, tanto varrà ricevere, quanto consegnare (punto d'indifferenza). La relazione fra le componenti e la risultante sarà data: (1.o) da:

$$M_s = M_v$$

che in simboli moseriani vorrà dire: la base della doppia opzione (*Mitte der Stellage*) è uguale a quella del premio diretto (*Mitte der Vorprämie*). (2.o - a) L' inclinazione E_m (*Écart der Mitte*) deriverà dalla differenza fra lo scarto del premio diretto ed il suo ammontare:

$$E_m = E_v - P_v$$

e potrà essere positiva, negativa o nulla. Il punto d'indifferenza S_i eguale a P_{s_r} , premio della doppia opzione semplice, diversificherà dal punto d'abbandono del premio diretto A_v , per l'importo positivo, negativo, o nullo di E_m e cioè:

$$S_i = A_v + E_m.$$

tesi (3.a') e nella (2.a'), la posizione del venditore d'opzione doppia ad una base, in contrapposto alla posizione dell'acquirente, è quella di uno speculatore sulla costanza o sulle lievi oscillazioni dei corsi, o meglio è la posizione di un assicuratore contro le forti variazioni in rialzo o in ribasso dei corsi.

Abbiamo visto come: date una vendita ferma semplice e una compra doppia a premio diretto, ne derivi una certa opzione doppia ad una base: ora si può risolvere il problema inverso e teoricamente più lato partendo cioè dalla doppia opzione, vedere quali coppie di vendite ferme semplici e di compre doppie a premio diretto possano corrispondere all'opzione data. Nella pratica, questo problema, come abbiamo già visto per ipotesi analoghe (§ 25), si presenta tanto (1) nel caso in cui per la via delle indicate componenti si voglia giungere ad una certa opzione doppia, quanto, (2), nel caso in cui, avendosi l'opzione doppia, si voglia risolverla in una coppia delle componenti, ad esempio per coprirsi poi colle reciproche di queste.

Naturalmente la risoluzione pratica del problema dipenderà

(2.o - b') Il premio della doppia opzione P_s sarà uguale al premio diretto P_v più il suo scarto E_v , e cioè:

$$P_s = P_v + E_v,$$

ovvero (2.o - b'') sarà eguale a due volte il premio diretto più l'inclinazione E_m , cioè

$$P_s = 2 P_v + E_m,$$

anche perchè sostituendo nell'equazione

$$P_s = P_v + E_v$$

il valore di E_v ricavato dalla:

$$E_m = E_v - P_v, \text{ cioè } E_v = E_m + P_v, \text{ si ha } P_s = P_v + (E_m + P_v) = 2 P_v + E_m$$

La posizione della contropartita dell'acquirente d'opzione a doppia base, sia tale posizione ricavata (1.a') dalle reciproche di AB e CDE o (2.a') dalle reciproche di *abc* e *dbe* o (3.a) dalla reciproca di HFG, è sempre data dalla KIL e su di essa, come sulle sue eventuali componenti, andrebbero fatte considerazioni molto facili, dopo quello che abbiamo detto pel caso inverso.— Volendo sapere quali coppie di acquisti doppi a premio diretto e di vendite ferme corrispondono ad una data opzione a doppia base, è necessario tener conto delle relazioni fissate sopra. Data l'opzione,

dal potere in qualche modo attuare le relazioni generali, da noi fissate, fra la doppia opzione e le sue indicate componenti (1.a ipotesi). Queste relazioni che costituiscono ora condizioni essenziali sono: (1.a) la coincidenza della base della doppia compra a premio diretto colla base dell'opzione doppia, (2.a - a) il punto d'indifferenza, che dista dalla linea dei corsi per l'importo del premio nella doppia opzione semplice, diverso dal punto d'abbandono del premio, per quanto lo scarto del premio diversifica dal suo importo totale e quindi diverso per l'ammontare dell'inclinazione, (2.a - b') il premio della doppia opzione uguale al premio della compra a premio diretto, più lo scarto del premio diretto, ovvero (2.a - b'') il premio della doppia opzione uguale a due volte il premio della compra a premio diretto, più l'inclinazione, se c'è.

Data l'opzione a doppia base sarà quindi anche data (1.a) la base della compra doppia a premio diretto; (2.a - a) il punto d'abbandono del premio diretto dovrà essere il residuo fra il punto d'indifferenza della doppia opzione e l'inclinazione: positiva, negativa o

è anche data, come si è detto (1.o) la base della compra doppia a premio diretto 100

$$Mv = Ms.$$

Il punto d'abbandono del premio diretto $\cdot D$ (4 punti sotto l'asse dei corsi, cioè il doppio del premio diretto) dovrà essere (2.o - a) il residuo fra il punto d'indifferenza dell'opzione, 5 punti e l'inclinazione: + 1 che, se è forte, crea difficoltà di passaggi, quindi dovrà aversi:

$$Av = Si - Em;$$

nel caso nostro: 4. La $Em = + 1$, come sappiamo deriva da $Ev - Pv$: cioè $3 - 2$. Ovvero (2.o - b') il premio della compra doppia a premio diretto 2, dovrà essere uguale al premio della doppia opzione 5, detratto lo scarto della prima operazione 3;

$$Pv = Ps - Ev.$$

Ovvero infine (2.o - b'') il premio della doppia compra a premio diretto, 2, dovrà essere uguale alla metà del premio della doppia opzione, 5, dopo che sia stato diminuito dall'inclinazione + 1 e cioè uguale a:

$$\frac{5 - (+ 1)}{2} = 2;$$

nulla, derivante dall'eccedenza, inferiorità o eguaglianza dello scarto del premio diretto dal suo importo; ovvero (2.a - b') il premio della compra doppia a premio diretto dovrà essere uguale al premio della doppia opzione, meno lo scarto proprio, tanto nel caso in cui lo scarto dello stesso premio diretto ed il suo importo siano uguali (§ 20 - 2.o caso) e coincidano il punto d'abbandono del premio diretto e quello d'indifferenza della doppia opzione, quanto nel caso in cui quelle due quantità siano diverse (§ 20 - 1.o caso); ovvero ancora (2.a - b'') il premio della compra doppia a premio diretto dovrà essere uguale alla metà del premio della doppia opzione, dopo che sia stato diminuito della inclinazione, che potrà essere: positiva, negativa (§ 20 - 1.o caso) o nulla (§ 20 - 2.o caso), (1).

Realizzando le inverse non perfette delle componenti della doppia opzione ad una base, si potrà conseguire l'arbitraggio di operazioni (§ 16 - 3) con o senza arbitraggio di luogo (§ 16 - 1), (2).

27. — Col (§ 26 - 2.o modo) la vendita ferma si combina con due compre semplici di premio diretto e ne seguono risultati diversi. Sopra il piede del premio a base più elevata, in rialzo, le
in formula generale:

$$P_v = \frac{P_s - E_m}{2}.$$

Se si osserva, teoricamente anche la MN ed OPQ costituiscono una risoluzione di HFG, come pure potrebbero aversi altre soluzioni in teoria: ma la difficoltà consiste nel poterle realizzare in pratica, tanto più che occorrono poste doppie per il premio diretto. ‡ (2) Avendo ((26) (1) - Fig. 7) la doppia opzione 105/5, HFG e facendo un acquisto fermo a 98, RS e una vendita doppia a premio diretto 102/3, TUV: queste due operaz. non coprono perfettamente HFG, recando la sua reciproca KIL, ma danno per risultante XYZ che, combinata con HFG, dà la R₁ R₂ R₃ R₄ con beneficio costante di 1, in rialzo, sopra 100 e di 3, in ribasso, sotto 99 e vendita doppia nell'intervallo fra 100 e 99, al corso di 100,5. Si ha così arbitraggio di operazioni (16-3) e se le componenti furono concluse su diverse piazze o sulla stessa piazza, ma diversa da quella dell'operazione iniziale, si ha anche arbitraggio di luogo (16-1).

(27) (1) E. De Montel. *Lo spread*, in: *Giorn. degli Ec.* N. cit. ((18) (1)), p. 425. ‡ (3) Si abbiano (Fig. 8) una vendita ferma AB a 99 e due acquisti a premio diretto CDE a 102/2 ed FGH a 104/1. In rialzo, sopra il piede del premio, a base più elevata,

due levate semplici dei premi compensano la vendita semplice ferma per tutto il suo ammontare, restando, per di più, una vendita semplice al corso che risulterà dalla differenza fra la somma dei corsi delle due levate e il corso della vendita. Sotto il piede della compra a premio a piede più basso, la vendite ferma dà un introito, ridotto dall' ammontare dei due premi abbandonati : fra

cioè sopra 103, le due levate semplici a 104 e 102 si combinano colla vendita semplice a 99 ; e v'è compensazione fino al suo importo, restando, come differenza, la vendita IK al corso .

$$(104 + 102) - 99 = 107.$$

In ribasso, sotto il piede della compra a base meno elevata, la vendita ferma a 99 dà un risultato ridotto per la perdita costante dei due premi :

$$1 + 2 = 3,$$

come dimostra la LM a 96. Nell' intervallo fra i due piedi, la levata del premio a base minore a 102, si combina colla vendita a 99, compensandola con una perdita di :

$$102 - 99 = 3.$$

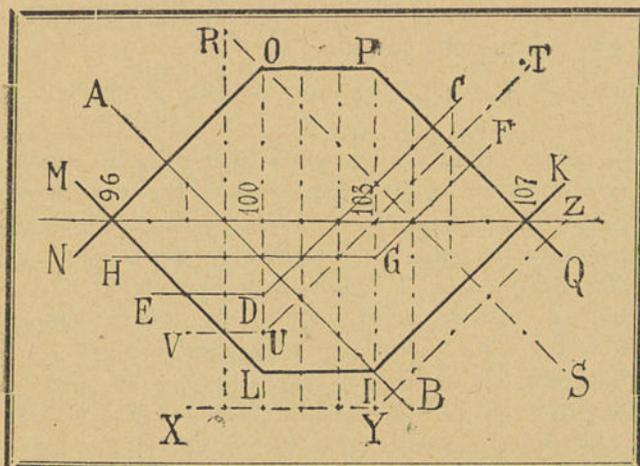


Figura 8

alla quale va aggiunto l' importo dell' altro premio a base maggiore abbandonato : 1, quindi si ha una perdita totale di :

$$3 + 1 = 4,$$

I tre segmenti, di compra IK, di vendita LM e di abbandono LI, formano insieme la doppia opzione a doppia base : MLIK, detta *spread*, fra 100 e 103,

di cui 4, o, come si può scrivere : $100 - 103 / 4$. Sia fatta indirettamente (1.a ipotesi) ovvero venga fatta direttamente (2.a ipotesi) la doppia opzione a due basi : alla risposta dei premi l' operatore acquisterà dalla base maggiore : 103, in su, a 107 :

i piedi delle due compre a premio: la levata del premio a base minore si combina colla vendita, compensandola, con un residuo, al quale va aggiunto il premio abbandonato.

Insieme questi risultati formano una nuova operazione e cioè la doppia opzione a due basi (§ 15 - II - a - β - 2') che è una estensione della doppia opzione ad una base, la quale giustamente fu detta un caso speciale della prima (1). Nella doppia opzione a due basi, il punto d'indifferenza si trasforma in una linea d'abbandono, che sta tra i piedi dei due acquisti a premio: per cui si hanno due basi e l'operatore, non soltanto ha diritto d'acquistare sopra la base superiore e di vendere sotto quella inferiore, ma ha anche una terza facoltà: quella di abbandonare nell'intervallo.

Se la doppia opzione a due basi è fatta (1.a ipotesi) per la via tracciata, l'abbandono avviene colla perdita dei due premi diretti, più l'inclinazione, positiva, negativa o nulla, della prima base dell'opzione, inclinazione che a sua volta dipende dall'inferiorità, dalla superiorità o dalla coincidenza del premio dell'acquisto libero al corso più basso, in confronto del suo scarto; se la doppia opzione a due basi fosse fatta (2.a ipotesi) direttamente, l'abbandono avverrebbe colla perdita del premio pattuito.

riducendo la perdita cagionata dal premio (2.a ipotesi) fra 103 e 107 e per quanto il primo corso è superato; da 107 in su, guadagnando, illimitatamente, in teoria, il di più; sempre non computando le spese, che vanno naturalmente a diffalco del lucro. Da 100 in giù, l'operatore venderà a 96, compensando la perdita del premio (2.a ipotesi) per il meno da 100 fino a 96; poi guadagnando teoricamente fino alla svalutazione dell'unità di borsa acquistata, da 96 a 0. Fra 100 e 103, l'operatore abbandona perdendo il premio. — Alla posizione MLIK fa pieno riscontro l'opposta NOPQ, comunque conseguita, del venditore d'opzione doppia a due basi. — Nella (Fig. 8) risultano evidenti le relazioni e le condizioni fissate nel testo. (1.o) Date: la vendita ferma a 99 e le compre a premio diretto 102/2 e 104/1, le basi: minore M's' e maggiore M''s' della doppia opzione corrisponderanno rispettivamente alla base del premio a piede minore, Mv', cioè a 100, ed a quella del premio a piede più elevato, Mv'', cioè a 103. In via generale si avranno le due relazioni:

$$M's' = Mv' \text{ ed } M''s' = Mv''.$$

La posizione dell' acquirente di doppia opzione a due basi è quindi in ogni ipotesi ben evidente: in un mercato agitato da grandi rialzi e da grandi ribassi, può essere vantaggioso mettersi in una posizione che dia modo di utilizzare il rialzo o il ribasso o di abbandonare prudentemente il campo senza grave danno.

Per vie direttamente opposte può giungere all' opposta posizione la contropartita dell' acquirente d' opzione a doppia base. Il venditore di doppia opzione a due basi, contro ricevimento di un premio (*reciproca della 2.a ipotesi*) s' impegna di ricevere ad un prezzo e di vendere ad un altro più elevato, guadagnando al massimo il premio in caso di stabilità dei corsi, non calcolando le spese.

Le relazioni stabilite fra le componenti date e la risultante trovata nella (1.a ipotesi), acconsentono di formulare le condizioni che si debbono soddisfare per risolvere prima teoricamente, poi, se possibile, praticamente, anche qui il problema inverso della ricerca di quei sistemi che formati da una vendita ferma semplice e da due acquisti semplici a premio diretto, valgono, nei casi già visti per altre derivazioni (§ 25 - § 26) a produrre una determinata opzione a due basi.

Servendosi in parte delle analogie che corrono fra la doppia opzione ad una base e quella a due basi, si può stabilire per quest' ultima che, derivando essa da una vendita ferma e da due acqui-

(2.o) Il premio Ps' della doppia opzione, sarà eguale al premio Pv' dell' acquisto a piede minore, e cioè: 2, più il premio Pv'' dell' acquisto a piede maggiore, e cioè 1, più l' inclinazione Em' della base minore della doppia opzione, la quale inclinazione a sua volta deriva dalla differenza fra lo scarto Em' del premio a base minore, cioè 3, e l' importo di questo premio cioè 2, onde:

$$3 - 2 = 1 \text{ e } 2 + 1 + 1 = 4.$$

In linea generale:

$$Em' = Ev' - Pv' \text{ e } Ps' = Pv' + Pv'' + Em'.$$

Da tali relazioni risultano anche le condizioni che si devono soddisfare, quando si vogliono trovare i sistemi possibili delle 3 operazioni: $-F, +V, +V$, corrispondenti ad un certo S' , per poi vedere, se tra i sistemi possibili, ve ne sia alme-

sti a premio diretto a base diversa, avrà: (1.o) *le due basi proprie coincidenti con quelle dei due acquisti a premio diretto*; (2.o) *la linea d'abbandono, che dista dall'asse dei corsi per l'importo del premio dell'opzione a due basi semplice, ad una distanza dal detto asse dei corsi, diversa dall'ammontare dei due premi diretti, per quanto lo scarto del premio a base inferiore diversifica dal suo importo e quindi per l'ammontare dell'inclinazione della base inferiore.*

Tali relazioni stabiliscono senz'altro le condizioni alle quali devono soddisfare i sistemi di operazioni formati dalla vendita ferma semplice e dai due acquisti semplici di premio diretto, per produrre una opzione a due basi ricercata: (1.o) *la base del premio a base inferiore e quella del premio a base superiore devono rispettivamente corrispondere alla base inferiore ed alla base superiore della opzione*; (2.o) *la somma dei premi diretti deve essere uguale al premio della doppia opzione a due basi, meno la sua inclinazione.*

La risoluzione geometrica pone nel debito rilievo queste regole, (2), come pure potrebbe illustrare l'ipotesi semplicissima dell'arbitraggio d'operazioni (§ 16 - 3).

no uno attuabile, in un dato momento e in dati luoghi, capace eventualmente di procacciare, per via di coperture arrecanti un beneficio, i lucri dell'arbitraggio. Anzitutto: (1.o) dato S' , sono anche fissate:

$$Mv' = M's' \text{ ed } Mv'' = M's'.$$

La libertà di scelta sarà confinata entro i limiti della (2.a relazione) fissata:

$$Ps' = Pv' + Pv'' + Em'$$

onde se si farà prima la vendita ferma, si dovrà poi avere:

$$Pv' + Pv'' = Ps' - Em'.$$

Quando si siano stabiliti Em' e Pv' , necessariamente per aver la posizione S' data, Pv'' dovrà sottomettersi alla relazione:

$$Pv'' = Ps' - Em' - Pv'$$

mentre se si son fatti già i due premi, per star dentro alle condizioni necessarie, la vendita ferma dovrà esser fatta in modo che

$$Pm' = Ps' - (Pv' + Pv'').$$

28. — Combinando (1.o caso) un acquisto fermo semplice con un acquisto a premio diretto pure semplice (§ 22) (1) - 9.a *combinazione binaria*) ovvero (2.o caso) un acquisto fermo semplice con un acquisto a premio diretto doppio, (§ 22) (1) - 15.a *combinazione ternaria*) risulta che sopra il piede del premio, in rialzo, l'acquisto fermo semplice si aggiunge alla levata semplice (1.o caso) o doppia (2.o caso) del premio e ne risulta un acquisto doppio (1.o caso) o triplo (2.o caso) al corso medio, sotto il piede del premio, in ribasso, l'acquisto fermo si combina coll'abbandono del premio, semplice o doppio, abbandono che arreca una perdita costante, a costante incremento del prezzo dello stesso acquisto fermo. Insieme questi due risultati formano una nuova operazione, conosciuta sotto il nome di diritto di aggiunta semplice (1.o caso) o doppia (2.o caso) del compratore (§ 15-II-a-1-2-γ-1'). Tale operazione si può compiere oltrechè (1.a ipotesi) per la via tracciata, anche (2.a ipotesi) diret-

A queste condizioni soddisfano naturalmente le tre operazioni AB, CDE, FGH corrispondenti ad MLIK, ma ad MLIK posson corrispondere anche le tre operazioni RS, TUV, ZYX.

(28) (1) Per poter meglio generalizzare facciamo il (2.o caso) della combinazione d' un acquisto fermo semplice, con un acquisto doppio a premio diretto; e allo scopo di mostrar meglio e con più semplicità il passaggio dalla (1.a ipotesi) alla (2.a ipotesi) ammettiamo la coincidenza (1.o-b). Sia AB (Fig. 9) l'acquisto fermo di un' unità di borsa a 100, CDE sia il doppio acquisto a premio 106/2 aggiunto. Sopra D, piede del premio, l'acquisto fermo AB a 100 si combina con la levata del doppio premio aggiunto a 106, onde ne risulta un acquisto triplo al corso desunto dalla media aritmetica ponderata dei corsi delle due operazioni, e cioè a :

$$\frac{100 + (106 \times 2)}{3} = 104,$$

come denota la risultante FG. Sotto D, l'acquisto a fermo AB a 100 si combina con la perdita costante prodotta dall'abbandono del doppio premio aggiunto:

$$(2 \times 2 = 4)$$

CD e ne risulta una compra FH al prezzo di 104, cioè al prezzo di 100 più la per-

tamente, come si suol fare ad es. in Germania e in Francia per le merci. In questa (2.a ipotesi) il compratore acquista ad un corso più elevato del fermo, per aver diritto, alla scadenza, di chiedere eventualmente una quantità doppia, tripla ecc. ricevendo in ogni caso la quantità semplice. Per la quantità semplice il contratto è quindi fermo, per altrettanta quantità nell'aggiunta semplice, per due

dita del doppio premio. Insieme la FG e la FH costituiscono il diritto d'aggiunta

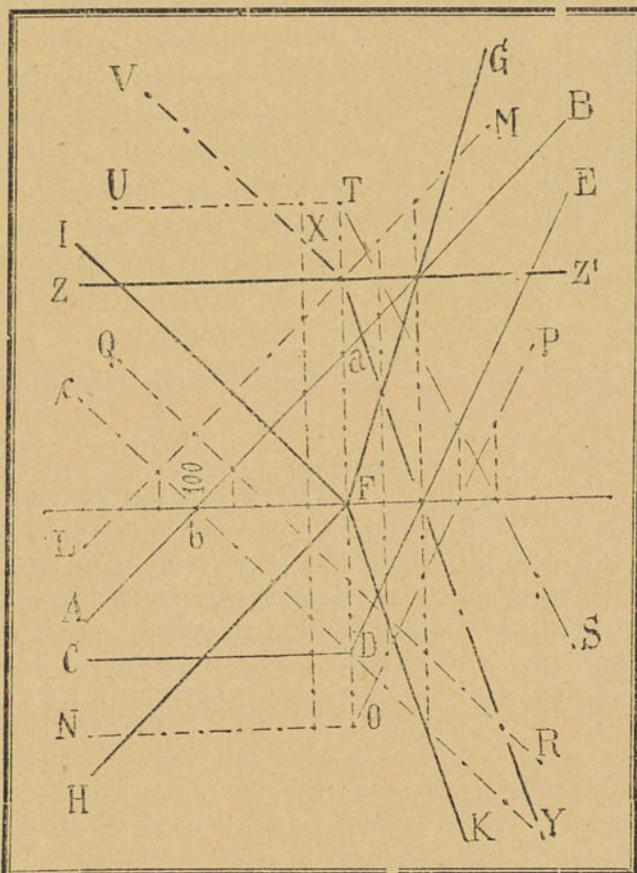


Figura 9

taggio per ogni punto d'aumento del corso, mediante l'acquisto con aggiunta il van-

doppia del compratore, a 104, (la *faculté à la hausse* dei Francesi, il *call of more* degli Inglesi, il *Geschäft mit Noch* dei Tedeschi). Alla GFH si può giungere nel modo visto (1.a ipotesi) ovvero direttamente (2.a ipotesi), ma sempre per procurarsi il diritto di chiedere tre volte la quantità acquistata, al corso d'inizio della facoltà, occorre pagare un premio di 4, corrispondente al premio diretto di 4 (1.a ipotesi) o all'aumento di corso (2.a ipotesi). Dall'inizio della facoltà, 104, in rialzo, mentre con l'acquisto a fermo AB a 100 si sarebbe accresciuto di un punto il van-

volte altrettanto nella doppia, ecc. l'acquisto è libero. Il premio dell'acquisto con aggiunta non viene solitamente fissato a parte, ma consiste in uno scarto in più sul fermo, di più che generalmente dovrà crescere col crescere del numero delle facoltà. La posizione dell'acquirente d'aggiunta è quella d'uno speculatore al grande rialzo. Egli non si limita ad assumere la posizione di acquirente fermo, ma paga un di più sul corso del fermo, per aver diritto di farsi consegnar doppio, triplo, ecc. In caso di rialzo, dall'inizio della facoltà, il vantaggio che, ricevendo semplice, sarebbe cresciuto in progressione aritmetica, con ragione di 1, ricevendo doppio, (aggiunta semplice), triplo, (aggiunta doppia) ecc. cresce pure in progressione aritmetica, ma con ragione di 2, di 3, ecc., onde coperto ben presto il danno per l'acquisto a maggior prezzo, il guadagno continua ad accrescersi in progressione aritmetica, ma con ragione doppia, tripla di quella che s'avrebbe in caso d'acquisto a fermo. Sotto il corso d'inizio della facoltà, lo svantaggio d'aver acquistato semplice ad un corso più elevato, senza potersi ritirare, resterà costante.

Opposta è la posizione del venditore d'una facoltà al rialzo del compratore nell'inversa della (1.a ipotesi) o della (2.a ipotesi). Tale venditore ottiene un prezzo maggiore, quindi dall'inizio della

taggio cresce in progressione aritmetica con ragione 2, se l'aggiunta è semplice, con ragione 3 se è doppia, come nel caso nostro; e, come denota la FG, compensata la perdita derivante dall'acquisto al maggior corso, il guadagno continua in progressione aritmetica con ragione di 3, in confronto di quello che s'avrebbe in progressione aritmetica con ragione di 1 per l'acquisto a fermo. Sotto l'inizio della facoltà, a 104, lo svantaggio sarà costantemente di 4, avendo pagato appunto un maggior prezzo di 4, per avere la facoltà doppia. — Posizione opposta, come denota la IFK, reciproca della GFH, assume il venditore del diritto d'aggiunta del compratore. La vendita a fermo sarebbe stata rappresentata dalla cY a 100, la quale è ben diversa dalla IFK. Sotto l'inizio della facoltà, in ribasso, il vantaggio è costantemente di 4, avendo venduto a 104 anziché a 100. Sopra 104, dovendo consegnare triplo, FK, a 104, anziché semplice a 100, il vantaggio del corso superiore di vendita è tosto perduto col rialzo al corso di 106; ulteriormente lo svantaggio pel rialzo continua a crescere in progressione aritmetica con 3 di ra-

facoltà, in ribasso, s' avvantaggia costantemente della differenza dal corso del fermo, sopra l'inizio della facoltà, in rialzo, dovendo consegnare doppio, anzichè semplice, se l'aggiunta è semplice; triplo, se è doppia, ecc. il vantaggio d'aver venduto ad un corso superiore vien presto perduto, poichè: vendendo semplice, scemando di 1 il corso, si sarebbe avuto danno per 1; vendendo doppio (aggiunta semplice) si ha invece un danno di 2, vendendo triplo (aggiunta doppia) si ha un danno di 3, e così via.

Nella derivazione dell'aggiunta semplice (1.o caso) e doppia (2.o caso) del compratore dall'acquisto fermo semplice e dall'acquisto a premio diretto pure semplice (1.o caso) e doppio (2.o caso) abbiamo visto le relazioni che intercorrono fra la risultante e le componenti: e cioè (1.o - a) *la base dell'aggiunta, cioè l'inizio della facoltà, coincide sempre colla base del premio diretto: inoltre (1.o-b) coincide col corso del fermo dell'aggiunta (onde nella (1.a ipotesi) come nella (2.a ipotesi) si hanno in un sol punto il corso del fermo, l'inizio ed il corso della facoltà) quando lo scarto positivo del piede del premio diretto dal corso del fermo iniziale è uguale all'importo semplice (1.o caso) doppio (2.o caso) del premio diretto, per modo che sul*

gione, nella FK, anzichè crescere con progressione aritmetica con ragione di 1, come nel caso di vendita ferma cY, a 100. — Dall'esempio dato si possono stabilire le relazioni che corrono fra componenti e risultante, al modo stesso usato nel testo. Anzitutto (1.o - a) la base Mn, a 104, dell'aggiunta coincide colla base Mv, pure a 104, dell'acquisto doppio a premio diretto aggiunto: quindi si ha in via generale:

$$Mn = Mv.$$

E nell'es. dato c'è anche la coincidenza non necessaria (1.o - b), cioè:

$$DF = Fa \text{ e quindi } = Fb;$$

cioè lo scarto del piede del premio diretto F (104), dal corso del fermo b (100) è uguale all'importo doppio del premio FD (4). (2.o). Il prezzo 104 dell'acquisto fermo dell'aggiunta è uguale al prezzo del fermo iniziale 100, più il premio doppio, 4, abbandonato; vale a dire lo scarto En dell'aggiunta a 104 dal fermo iniziale a 100 è uguale al premio doppio: 2 Pv dell'acquisto doppio a premio iniziale. In via generale per l'aggiunta doppia:

$$En = 2 Pv \text{ e per l'aggiunta } \alpha, \text{ sarà: } En = \alpha Pv.$$

*pie*de del premio v' è compensazione tra lo stesso premio ed il fermo, e la risultante è un punto sulla linea pei corsi; (2.o) il prezzo dell'acquisto fermo risultante nell'aggiunta è uguale al prezzo dell'acquisto fermo iniziale, più il premio semplice o doppio abbandonato; cioè lo scarto (o premio reale) dell'acquisto fermo dell'aggiunta dal fermo, è uguale all'ammontare semplice (1.o caso) o doppio (2.o caso) del premio diretto iniziale.

Volendo ora, come nei casi precedenti (§ 25 - § 27) dare la regola per il passaggio inverso: cioè per giungere, almeno teoricamente, ad una determinata facoltà al rialzo (ci sia o no (1.o - b)) attraverso ad una compra ferma e ad una compra di premio diretto: bisognerà tener conto delle relazioni trovate.

Tali relazioni acconsentono di stabilire come condizioni essenziali della risoluzione del problema: (1.o) *che la compra a premio diretto abbia la stessa base dell'aggiunta*; (2.o) *che il semplice o*

Volendo giungere ad una data facoltà del compratore, per es. a quella doppia a 104, rappresentata dalla GFH, occorrerà (1.o) che la compra a premio diretto abbia in ogni caso la stessa base 104 dell'aggiunta. In via generale:

$$Mv = Mn;$$

inoltre (2.o) il doppio premio diretto (4) dovrà avere un importo uguale allo scarto (4) del fermo dell'aggiunta a 104, dal fermo iniziale a 100. In generale:

$$2 Pv = En.$$

Se si osserva, si vede che teoricamente soddisfano alle due condizioni: non soltanto le AB e CDE, ma anche le LM ed NOP, come potrebbero soddisfarvi altre teoricamente. Sarà a cercarsi in pratica se fra le possibili coppie di componenti ve ne sia almeno una attuabile. ‡ (2) Se si ha la posizione GFH (Fig. 9 - (28) (1)), per annullarla, occorre fare operazioni inverse a qualcuna delle coppie di possibili componenti della GFH, per modo che ne risulti la reciproca della GFH, cioè la IFK che vale a compensare la prima. Se invece, facendosi la vendita ferma semplice QR a 102, e la vendita di doppio premio diretto STU, a 108/4, ((22) (1) - 16.a *combinaz. tern.*) ne risulta la VXY, che non combacia con la IFK, ma la supera; non solo viene annullata la GFH, ma resta un beneficio costante di 6, come dimostra la ZZ' e come proverebbe anche il semplice calcolo aritmetico.

doppio premio diretto abbia anche un importo uguale allo scarto del fermo dell'aggiunta dal fermo componente (1).

Resterà a vedersi se fra i casi possibili ve ne sia qualcuno attuabile, come pure sarà a vedersi, se in questa specie di passaggi sia realizzabile l'arbitraggio di operazione (§ 16 - 3) congiunto o no a quello di luogo (§ 16 - 1), (2).

29. — Combinando una doppia vendita ferma con una compra semplice di premio diretto (§ 22) (1) - 19.a *combinazione ternaria*), in ribasso, sotto il piede del premio, la doppia vendita ferma, combinandosi coll'abbandono del premio, produce una doppia vendita ferma, a corso ridotto per la metà dell'importo del premio; in rialzo, sopra il piede del premio, la levata semplice di quest'ultimo si combina colla vendita doppia, e quest'ultima compensa la prima in tutto il suo ammontare, risultandone in più una vendita semplice

(29) (1) Si siano vendute a fermo (Fig. 10) 2 unità di borsa AB a 106 e si sia acquistata a premio diretto un'unità CDE a 108/4. Combinandosi le due operazioni: al piede del premio F, a 104, il punto risultante si trova sulla linea dei corsi, per la coincidenza (1.0 - b): essendo lo scarto del premio metà dell'importo del premio medesimo. In ribasso, sotto il piede del premio la vendita doppia ferma a 106, si combina coll'abbandono del premio e ne risulta una vendita doppia a fermo FH ad un corso ridotto della metà del premio:

$$\frac{(106 \times 2) - 4}{2} = 104.$$

In rialzo, sopra F, la levata semplice DC a 108 si combina colla vendita doppia AB, a 106, e ne risulta una vendita semplice, FG, pel corso eccedente:

$$(106 \times 2) - 108 = 104.$$

La FG e la FH insieme formano una facoltà d'aggiunta semplice del venditore a 104 (*faculté à la baisse, put of more, Geschäft mit Ankündigung*). Tale posizione, come abbiám detto nel testo, può ricavarsi (1.a ipotesi) nel modo visto; come pure (2.a ipotesi) dalle equivalenti della compra a premio diretto semplice e della vendita ferma doppia e infine (3.a ipotesi) direttamente. Nella (2.a ipotesi) sapendo (25) che la vendita a premio indiretto corrisponde ad una compra semplice a premio diretto, più una vendita ferma: al posto della compra a premio diretto CDE e della

al corso corrispondente all' eccedenza. Insieme questi due risultati formano una nuova operazione, che vien conosciuta sotto il nome di facoltà d' aggiunta del venditore (§ 15 - II - a - 1 - γ - 2').

Questa operazione si può concepire, in una (1.a ipotesi) derivata a questo modo, che è il più usato, ovvero, in una (2.a ipotesi) derivata dalle equivalenti della compra a premio diretto semplice e della vendita ferma doppia, le quali sono la vendita a premio indiretto semplice e la vendita ferma semplice, corrispondendo, come sappiamo (§ 25), la vendita a premio indiretto semplice ad un acquisto a premio diretto semplice più una vendita semplice; infine la facoltà d' aggiunta semplice del venditore si può concepire (3.a ipotesi) stipulata direttamente.

In tutti i casi chi vende con diritto d' aggiunta semplice è un ribassista che spera in un grande ribasso e vende a prezzo minore del fermo per aver diritto di consegnare, dal corso d' inizio del

vendita ferma di un' unità a 106, si può porre l' equivalente vendita a premio indiretto *abc*, a 104/2, che combinandosi colla rimanente vendita ferma semplice *de* a 106, dà per risultato la posizione HFG. Supponendo ora l' aggiunta del venditore stipulata direttamente: tale operazione significa che il venditore si è accontentato di un corso 104, inferiore al fermo ordinario 106, pur di aver diritto di consegnare una quantità doppia da 104 in giù. Mentre vendendo semplicemente a 106, in ribasso, il vantaggio sarebbe cresciuto in progressione aritmetica con ragione di 1, vendendo doppio, da 104 in giù il vantaggio cresce in progressione aritmetica con ragione di 2, compensa ben tosto, a 102, lo svantaggio per aver venduto a corso minore del fermo e continua a crescere in progressione aritmetica colla ragion di 2 come mostra la FH, in confronto della *md*. Sopra il corso d' inizio della facoltà, 104, in rialzo, avendo venduto fermo FG con perdita di 2, in confronto di 106, corso del fermo *me*, tale perdita è costante. — Posizione inversa occupa l' acquirente che concede la facoltà di aggiunta semplice al venditore, in LFK. Tale acquirente ha potuto comprare fermo a 104, FL, anzichè a 106, *hb*, corso del fermo, e sopra l' inizio della facoltà ha così un vantaggio costante di 2 sul fermo, ma sotto, egli deve ricevere doppio onde il ribasso gli arreca un danno che cresce in progressione aritmetica, con ragione di 2, FK, anzichè di 1, come quando l' acquisto fosse stato semplice: *bk*, onde va tosto assorbito, a 102, il vantaggio d' aver acquistato a corso minore,

l'aggiunta in giù, altrettanta quantità di quella venduta: allora il suo guadagno di venditore, dall'inizio della facoltà, in ribasso, anzichè crescere in progressione aritmetica con ragione 1, come nel caso in cui avesse venduto a fermo, cresce in progressione aritmetica con ragione 2 (aggiunta semplice) e dopo aver compensato il danno subito per aver venduto a prezzo minore, continua a crescere in progressione aritmetica con ragione 2. Sopra il corso d'inizio della facoltà, in rialzo, avendo venduto fermo a corso minore del fermo ordinario, il venditore ha uno svantaggio costante e corrispondente alla differenza fra i due corsi detti.

Posizione inversa occupa l'acquirente che accorda la facoltà d'aggiunta semplice al venditore. L'acquirente riesce a comprare ad un prezzo minore del fermo e guadagna la differenza sopra il corso d'inizio della facoltà; sotto questo corso, in ribasso, dovendo l'acquirente ricever doppio, scemando il corso, ha un danno che

eppoi il danno continua a crescere in progressione aritmetica con ragione di 2 anzichè di 1. — La posizione del venditore con diritto d'aggiunta rappresentata ad es. dalla HFG, non va confusa con quella del venditore che acconsente il diritto d'aggiunta al compratore, com'è il caso di IFK ((28) (1) - Fig. 9). Il (1.o) venditore, in ribasso, dal corso di inizio della facoltà, dopo essersi rifatto col vantaggio crescente in progressione aritmetica con ragione multipla, del danno subito per aver venduto a minor prezzo, continua a guadagnare in progressione aritmetica con ragione multipla, mentre in rialzo, dall'inizio della facoltà non perde se non pel minor prezzo di vendita. Il (2.o) venditore in ribasso, dal corso d'inizio della facoltà, non lucra se non il dippiù del corso di vendita fatto in confronto del fermo, in rialzo, dall'inizio della facoltà, crescendo il suo svantaggio in progressione aritmetica con ragione multipla, questo assorbe ben tosto il vantaggio proveniente dalla vendita a miglior corso e continua a crescere in progressione aritmetica con ragione multipla. Così pure la posizione del compratore che acconsente con LFK al venditore la facoltà d'acquisto, non va confusa colla posizione del compratore che si riserva la facoltà d'aggiunta, come GFH ((28) (1) - Fig. 9). Il (1.o) compratore paga meno l'acquisto e di tanto guadagna in rialzo dal corso di inizio della facoltà, ma sotto quel corso, dovendo ricevere doppio, il suo danno cresce in progressione aritmetica con ragione 2, anzichè 1, assorbe tosto il vantaggio dell'acquisto a

ferma compensa perfettamente la perdita di quel premio e si ha la risultante in un punto della linea dei corsi; cioè quando lo scarto positivo del doppio fermo dal piede del premio semplice diretto è uguale alla metà dell'importo di questo premio; (2.o) il corso della facoltà risultante, è uguale al corso della vendita doppia ferma meno la metà del premio, cioè lo scarto in meno della facoltà è uguale a metà del premio diretto.

Per risolvere il problema inverso (§ 25 - § 28) di giungere cioè ad una data posizione di vendita con facoltà d'aggiunta semplice, per mezzo di una doppia vendita ferma e di una compra a premio, si dovranno desumere dalle relazioni stabilite precedentemente le condizioni essenziali da soddisfarsi.

Tali condizioni saranno: (1.o) *la coincidenza della base del premio diretto semplice coll' inizio della facoltà d'aggiunta; (2.o) l'importo del premio diretto uguale al doppio dello scarto della doppia vendita ferma dal corso della facoltà d'aggiunta.*

Anche queste condizioni valgono soltanto a dare le soluzioni possibili: fra le quali ve ne saranno o no di attuabili direttamente; come pure potranno esservene di attuabili inversamente dando uogo ad arbitraggio (1).

fermo 106, meno la metà del premio; vale a dire: che lo scarto negativo, — Ea , della facoltà è uguale alla metà del premio diretto. In via generale dunque:

$$- Ea = \frac{1}{2} Pv.$$

Da tali relazioni si desume che, volendo giungere alla posizione di una data aggiunta del venditore, per es. alla HFG: (1.o) la base del premio diretto semplice dovrà, in ogni caso, coincidere colla base dell'aggiunta e cioè:

$$Mv = Ma;$$

(2.o) l'importo del premio diretto, qui 4, dovrà essere uguale al doppio dello scarto, $E 2f$, della doppia vendita ferma dal corso della facoltà:

$$2 \times 2 = 4$$

e in via generale:

$$Pv = 2. E 2f.$$

A tali condizioni soddisfano, oltrechè le AB e CDE, pei dati del problema, anche le MN ed OPQ.

scala dei premi semplici diretti (§ 15 - II - b - 1) e costituisce la posizione del venditore di più premi diretti in contrapposto all'inversa posizione del compratore di più premi diretti (1).

La regola generale che dà il risultato della combinazione di più vendite di premi diretti, si formula pertanto nel modo che segue: *in ribasso, sotto il piede minore, c'è beneficio costante per l'ammontare dei premi; in rialzo, fra i piedi crescenti successivi, c'è vendita di tanto fermo, quanti sono i premi levati e il corso di tale vendita si ricava aggiungendo a quello della levata a corso minore la somma che si ottiene cogli scarti da tal corso dei premi levati e cogli importi dei premi abbandonati, dopo d'averla divisa pel numero dei premi levati.*

Soltanto la rappresentazione grafica può rendere pienamente intelligibile la regola data.

31. Giunta la scadenza (§ 12) (3) della compra o della vendita a termine fermo, ovvero del premio che si sia trasformato

di tanto fermo, quanti sono i premi levati, (cioè 2, BC a 100, EF a 102) ad un corso ricavato da quello della levata a corso minore (cioè BC a 100) più la somma degli scarti da tal corso dei premi levati (qui si leva EF a 102: scarto 2) e degli importi dei premi abbandonati (qui GH premio 3) (totale 5) divisa pel numero dei premi levati (2, come abbiamo visto: BC ed EF) (5:2 fa 2,5 e 100 + 2,5 dà 102,5, corso della risultante). Insieme congiunti i tratti successivi, formano la KLMH..., detta scala dei premi (*échelle des primes* dei Francesi).

(31) (1) A. E. Sayous, *Le banques de dépôt*, ecc. Paris, 1907, p. 93 e seg. A Berlino i titoli possono essere rappresentati da assegni verdi (*grüne Schecks*) della *Giro-Effekten-Depots*, presso la quale si trovano vincolati. — Schütze. Op. cit. p. 399. ‡ (2) Il riporto indiretto è usato in Francia, dove l'agente di cambio che non deve fare il nome delle parti ((3) (1) [2]), art. 40) compensa gli ordini in un senso con quelli nell'altro; ma, badandosi all'unità dell'operazione, anche in Francia il riporto si considera diretto. — Allix. O. c. p. 23, seg. ‡ (3) In Francia può accadere (Bachelier. *Th. de la Sp.* p. 7, seg.) che l'acquirente a termine paghi meno in riporto di quanto riscuoterà sul *coupon*: se per es. il *coupon* ammonta ad OC ((19) (3) - Fig. 2) il riporto ammonta ad OR: allora può

in fermo, dopo la risposta: non essendosi ancora verificato il rialzo che l'acquirente attendeva o il ribasso che il venditore sperava o non possedendo l'acquirente il danaro o rispettivamente avendo il venditore venduto allo scoperto, può convenire di prolungare l'operazione, invece di liquidarla definitivamente (§ 33). Fuori di borsa, la proroga dell'esecuzione deve essere consentita da una parte all'altra, e non sempre sarà possibile ottenere tale consentimento o ottenerlo a condizioni accettabili. Nelle contrattazioni di valori, per prolungare un'operazione (§ 1-f: § 18-b-4.o) non è assolutamente necessario mettersi d'accordo colla contropartita, poichè si può ricorrere (I.o) al prestito (II.o) al riporto.

Si può cioè (I.o-a) trovar danaro facendo un pegno sui titoli (prestito lombardo) e pagando anticipatamente o posticipamente (§ 8-I-5.o - II-3.o - III-IV-V-2.o) un certo interesse; come pure (I.o-b) si possono trovare i titoli con danaro preso a prestito, per una certa scadenza o con avviso di un giorno.

convenire l'acquisto della rendita per farla riportare indefinitivamente (*rente reportable*). Intorno ai modi di esprimere il riporto si veggia: **V. Destefanis**. *Di alcune applic. della Matem. attuar. e della Geom. anal. al rip.* in: *Riv. ital. di Ragion.* del prof. **A. Salvatori**. Luglio 1909. ‡ (4) Intorno alla natura del contratto di riporto, oltre ai trattati speciali in materia di borsa e a quelli generali di Diritto commerciale, si veggia l'**Allis**. (Op. cit.) che contiene, oltrechè un riassunto delle dispute, una notevole biografia, come pure: **D. Supino**. Op. cit. ((6) (2)) e per l'indole aleatoria dell'operazione bancaria del riportare: **F. Piccinelli**. *La "bontà" dei titoli dati a rip. e la valid. del contr. Nota a sent. Trib. Milano 14 Febb. 1910*, in *Riv. del Diritto Comm.* **Sraffa** e **Vivante**. Ott. 1910. — Per quanto si siano esumati vecchi documenti, a provar l'uso del riporto, financo ai tempi di Antonino il Pio (**Pareto**. *Cours*, II (894) (2)) il riporto è un'operazione moderna. S'origina sul mercato dei valori, per poi passare a quello delle merci (4). — **Proudhon**. (O. c. p. 81, seg.) e il **Leroy-Beaulieu** (*Traité d'éc. pol.* II, 89) suppongono che il riporto sia sorto a simiglianza del *Mohatra* e della *Schaetzung* tedeschi, allo scopo di sfuggire ai divieti antifeneratizi, alle lunghe formalità ed alle difficoltà insomma, del prestito su pegno di titoli. Il primo documento sicuro sembra risalire al 1816, cioè ad un'epoca in cui, cessata la guerra, gli Stati contrassero prestiti, che valsero ad estendere notevolmente il mercato finanziario. In un *Précis des diverses manières*

(I.o-a) Il prestito lombardo può essere (1) proprio o (2) improprio, a seconda che non trasferisce ovvero trasferisce la proprietà dei titoli dati in pegno. Nel prestito lombardo, i valori, che devono possedere i caratteri dei beni contrattabili in borsa (§ 3) venendo realizzati nel caso d'insolvibilità del venditore, sono calcolati ad un corso inferiore a quello della giornata (§ 13) (6).

A seconda della specie loro e della persona che li dà in pegno, varia il rapporto fra l'ammontare del pegno e quello del prestito. Deprezzandosi il pegno, solitamente si deve reintegrarlo.

Il prestito lombardo viene acconsentito dagli istituti bancari che possono vendere gli effetti scontati, come pure viene acconsentito dai banchieri ed anche da altre imprese, che si trovano ad avere notevoli disponibilità transitorie, come accade in certi paesi alle compagnie ferroviarie e minerarie, che dispongono degli introiti dei loro esercizi, prima dell'epoca del pagamento dei tagliandi.

Al prestito lombardo fan ricorso i banchieri ad es. in Germania anche pel collocamento di titoli di difficile mercato e fanno ricorso, per una notevole varietà di titoli coloro i quali hanno bisogni immediati e momentanei di danaro, sebbene il prestito lombardo abbia perduto terreno nella pratica bancaria di diversi paesi, sostituito da altre operazioni affini, talora meno colpite da fisco (1).

de spéculer sur les fonds publics en usage à la Bourse de Paris (Paris Impr. Cussac, 1816) è descritto il riporto indiretto, cioè senza l'unità di persone: *je fais vendre les rentes que j'ai acquises au cours qui a lieu à cette époque, et je fais racheter, en même temps, pour la fin du mois qui suit.* Léon Say riferisce che il ministro Corvetto riportò per più di 38 milioni, allo scopo di sostenere il prestito del 1818. Nel 1824 il riporto figura la prima volta a Parigi in un processo. È dal 1830, secondo il Bender, che il riporto è usato, nelle principali borse d'Europa. — Allis. O. c. p. 182, seg. † (5) Allo *Stock Exch.* di Londra la maggior parte dei riporti si regolano secondo il tasso annuale, al quale si può ottenere il danaro. Per il *contango-day* ((3) (1) [1]) *Rule* 89. — Alla Borsa di Parigi: *opérations de reports* ((3) (1) [3]), art. 63. — Alla Borsa di Vienna: *Kost-oder Prolongations-Geschäfte* ((3) (1) [7]), § 8. — Alla Borsa di Trieste, ((3) (1) [10]) § 7. — Il *Cod.*

Il riporto (II.o) è un mezzo di prolungamento proprio delle contrattazioni di borsa su valori ed anche su prodotti. Il riporto sembra complicare l'operazione del prolungamento, come la moneta sembra complicare il fenomeno dello scambio: in realtà, non soltanto il riporto facilita il prolungamento delle operazioni di borsa, ma giova anche ad altri scopi. Il meccanismo di questa importantissima operazione è in sè molto semplice. L'acquirente di titoli a termine, trovandosi alla scadenza senza il denaro per ricevere e per di più con ribasso dei corsi: deve (1.o) trovare il denaro per far fronte ai suoi impegni; (2.o) procurarsi il modo di tenere in sospeso la sua operazione, in attesa d'esser favorito da un diverso andamento dei corsi. A tale duplice scopo si presta l'operazione di riporto, che consiste nella combinazione di una vendita a contante, o di liquidazione, dei valori o prodotti precedentemente acquistati, con una compra a termine fermo (§ 12 - C): consiste cioè, in linguaggio di borsa, nel farsi riportare ad una nuova scadenza di borsa i titoli o prodotti precedentemente acquistati. La funzione stessa del riporto, la comodità e le consuetudini, vogliono che esso sia stipulato all'epoca della liquidazione o per portarsi ad essa. I valori o pro-

di Comm. ital. del 1882 agli *art. 73, seg.* considera l'operazione AV del riportatore, cioè il riporto diretto, che di solito si pattuisce in banca. Alla borsa di Genova ((3)(2)[4]) *art. 7 seg.* la pratica del riporto è comunissima. # (6) Facciamo

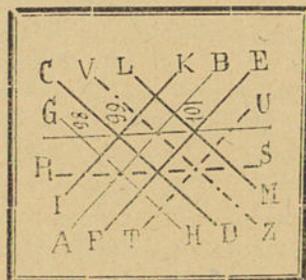


Figura 12

l'ipotesi (II.o-a-1). R.o ha comprato una unità di borsa a 100, come denota la AB (Fig. 12). Alla scadenza il corso è a 99 ed R.o vende (V) a quel corso, come rappresenta la CD, con perdita di 1, indicata dalla RS. Aggiungendo 1 all'introito, R.o può pagare l'acquisto AB. Per prolungare l'operazione, R.o deve comprare (A) a termine: se c'è deporto, ad un corso inferiore a 99; se c'è pari al corso di 99; se c'è riporto, come supponiamo noi, di 2, al corso di 101: come denota la EF. Se alla scadenza il corso è a 102, non tenendo conto delle spese, R.o si copre delle perdite, se è più basso o più alto, di tanto perde o s'avvantaggia:

dotti che si vendono e che devono avere i soliti caratteri (§ 3; § 4) sono quelli stessi dell'acquisto scaduto e pagato col ricavo della vendita, più la differenza dei corsi: avendosi ribasso. La successiva ricompra, a termine, può farsi dalla stessa persona alla quale si è venduto e allora si ha (II.o-a) il riporto diretto; ovvero da altra persona, e allora si ha (II.o-b) il riporto indiretto⁽²⁾. Tale ricompra permette di giovare dell'eventuale rialzo per coprire la perdita subita e, fors'anche, per lucrare in più.

La vendita a contante vien fatta al corso di compensazione, che è un puro corso di regolamento di conti, stabilito dai mediatori in base alle condizioni del mercato.

La compra a termine vien fatta a un corso superiore, se c'è (1) riporto, inferiore, se c'è (2) deporto, uguale se c'è (3) pari. Ed è il tasso del riporto che interessa a chi vuol prolungare; il corso di compensazione resta indifferente per chi è venditore ed acquirente ad un tempo, se si esclude l'influenza che può esercitare il corso di compensazione sull'importo delle differenze da saldare (§ 23)⁽¹⁾.

Nelle borse nelle quali si computa entro il corso dei valori il reddito (§ 7)⁽¹⁾ ad aumentare il corso del termine deve contribuire l'eventualità, che è, nel maggior numero dei casi certezza per le rendite, del maturarsi del reddito⁽⁸⁾.

Ma può darsi anche, come dicemmo da principio, che il venditore alla scadenza si trovi senza i titoli e attenda il ribasso; onde la

ciò che si vede dalla TU, che si ottiene dalla FE, corso d'acquisto a termine, meno la RS, perdita subita nell'operazione precedente. Se ci fosse stato deporto o pari, l'acquisto a termine, fatto ad un corso inferiore od eguale a 99, anziché a 101, avrebbe dato naturalmente maggior vantaggio. — Alla posizione (VA) di R.o può far da contropartita quella (AV) di R.e. Si supponga che R.e abbia venduto a 98, come denota la GH. Alla scadenza, essendo il corso a 99, R.e acquista (A) a quel corso, come rappresenta la IK, aggiungendo 1 di perdita, indicata ancora dalla RS. Per tal modo R.e può consegnare. Per prolungare la sua operazione, R.e deve vender (V) a termine: se c'è deporto, come abbiamo visto, ad un corso inferiore a 99, se c'è pari, al corso di 99; se c'è riporto di 2, com'è il caso nostro, a 101: ciò che è figurato dalla LM. Se alla scadenza il corso è a 100, non tenendo conto delle spese, R.e si copre delle perdite, se è più alto o più basso di tanto perde o s'avvan-

necessità (1.o) di procurarsi i titoli, (2.o) di tener in sospeso l'operazione. Per ciò fare, basterà che il venditore si faccia riportatore: cioè che acquisti a contanti quei titoli che aveva venduto e li riporti, cioè li rivenda a termine. Coll'acquisto fatto ad un prezzo più elevato, avendosi rialzo, il riportatore annulla la vendita primitiva. Colla vendita a termine, che può essere fatta alla pari, con riporto o con deporto, il riportatore continua la sua posizione.

Il contratto di riporto diretto (a diversità di quello indiretto, che consta di due operazioni, e vien poco usato, pel suo maggiore costo) sebbene teoricamente risulti pur esso composto di due operazioni: forma un tutto *sui generis* (4) prorogabile o rinnovabile, col semplice pagamento delle differenze. Nelle borse, il riporto riceve uno speciale trattamento giuridico (5) e dà luogo a senseria ((§ 6) (5)), imposta ((§ 12) (5)) e quotazione speciali ((§ 7) (18)).

Le operazioni di riporto non si stipulano soltanto fra chi vuole tenere in sospeso un'operazione in rialzo e chi vuol tenere in sospeso un'operazione in ribasso.

taggia, ciò che si vede dalla VZ, che si ricava dalla LM, corso di vendita a termine, meno la RS, perdita subita nell'operazione precedente. Se ci fosse stato deporto o pari, la vendita fatta a corso inferiore od eguale a 99, anziché a 101, avrebbe dato naturalmente minor lucro. # (7) Facciamo il caso (3). Se sulla piazza

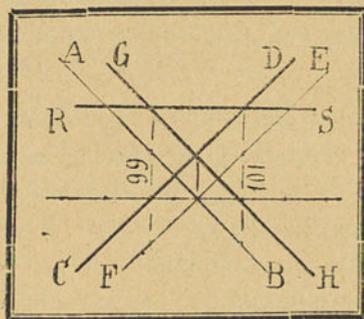


Figura 13

(A) per un dato oggetto di borsa il tasso di riporto è 1 e sulla piazza (B) per quell'oggetto c'è deporto di 1, si può fare in (B) la V a 100, come denota la AB (Fig. 13) e l'A a 99, come denota la CD, ottenendo così, contro un'unità di borsa dell'oggetto discusso, 100 in denaro e impegnandosi per 99 alla scadenza. Con quei 100 si può fare in (A) l'A a pronti dell'unità di borsa venduta in (B), come denota la EF a 100 e la V a 101, come esprime la GH: assicurandosi 1 di lucro: che ag-

giunto all'altro, forma 2, come appunto indica la risultante definitiva RS in liquidaz. quando si dovrà dare 99 per l'acquisto CD e si potrà riscuotere 101 per la ven-

A fornire il denaro col mezzo di riporti intervengono le banche in genere e specialmente le casse di riporto ed anche coloro i quali vogliono investire del denaro, o necessitano, per un certo tempo, di titoli, ad es. per partecipare ad assemblee, ciò che trova ostacolo nella nominatività adottata a scopo fiscale; a fornire titoli o prodotti, intervengono, se c'è deporto, coloro i quali, non volendo disfarsi definitivamente dei titoli o prodotti, pur abbisognando di denaro e avendo pratica di affari di borsa, trovano conveniente cedere i valori o i prodotti, ricevendo un tanto di deporto, invece di fare un pegno, pagando un interesse e ricevendo una somma minore dell'importo del pegno, con obbligo anche d'integrare quest'ultimo, quando si svaluti (⁶).

Nelle operazioni di riporto, come nelle altre operazioni di borsa, si possono istituire arbitraggi (α) da valore a valore, nello stesso luogo, (β) da luogo a luogo per lo stesso valore e (γ) da valore a valore su piazze diverse. Se il tasso di riporto è caro (α) per un valore o (β) su una piazza o (γ) per un valore e su una piazza e rispettivamente è lieve o non c'è o c'è deporto (α) per un altro valore o (β) in un'altra piazza per lo stesso valore o (γ) infine per un altro valore in un'altra piazza, l'arbitraggista si farà riportare rispettivamente (α) in quell'ultimo valore o (β) in quell'ultima piazza, ovvero (γ) in quell'ultimo valore ed in quell'ultima piazza, ottenendo il denaro a buon mercato e riporterà rispettivamente (α) nel primo valore o (β) nella prima piazza o (γ) nel primo valore e nella prima piazza (⁷).

32. — L'indagine sin qui fatta ci acconsente di approfondire meglio la distinzione già abbozzata (§ 17) delle operazioni a termine a seconda del loro scopo, e ci permette anche di caratterizzare esattamente le operazioni della categoria (B) del (§ 17).

dita GH, onde la RS si ottiene anche direttamente dalla combinazione di CD, significante l'acquisto a 99 in (B) e di GH, significante la vendita a 101 in (A), dopo che si sono eliminate le due operazioni intermedie reciproche e compensantisi quindi, a 100, cioè l'acquisto in (A) a 100, rappresentato dalla EF e la vendita in (B) pure a 100, rappresentata dalla AB.

In essa rientrano, oltre agli (I) arbitraggi, che suppongono differenze di corsi (§ 13; § 16; § 25; § 26; § 28; § 31): (II) operazioni di speculatori (a) favoriti dal rialzo illimitatamente e danneggiati dal ribasso, fino alla completa svalutazione degli oggetti contrattati e viceversa (b) di speculatori favoriti dal ribasso fino alla completa svalutazione degli oggetti contrattati e danneggiati illimitatamente dal rialzo (§ 13 - B; § 19); (III) operazioni di speculatori che prolungano le loro posizioni al rialzo o al ribasso (§ 31); (IV) operazioni di speculatori (a) favoriti dal rialzo illimitatamente e assicurati contro il ribasso (§ 20), e viceversa (b), di speculatori favoriti dal ribasso fino allo svalutamento degli oggetti contrattati e assicurati contro il rialzo (§ 25); (V) operazioni di speculatori favoriti dal grande rialzo illimitatamente, come pure dal grande ribasso sino allo svalutamento degli oggetti contrattati e danneggiati limitatamente dalla stabilità dei corsi (§ 26; § 27); (VI) operazioni di speculatori (a) favoriti dal grande rialzo e danneggiati limitatamente dalla stabilità, come pure danneggiati dal ribasso fino allo svalutamento degli oggetti contrattati (§ 28), e viceversa (b) di speculatori favoriti dal grande ribasso, danneggiati limitatamente dalla stabilità, come pure danneggiati illimitatamente dal rialzo (§ 29); infine (VII) operazioni di speculatori che migliorano le loro posizioni (§ 23; § 24). Inoltre si hanno (VIII) operazioni (a) di assicuratori contro il ribasso, avvantaggiati limitatamente da un ribasso limitato e danneggiati illimitatamente dal rialzo (§ 20; § 30), e viceversa (b) di assicuratori contro il rialzo, avvantaggiati limitatamente da un rialzo limitato e danneggiati dal ribasso fino alla svalutazione degli oggetti contrattati (§ 25); (IX) operazioni di assicuratori contro il rialzo e contro il ribasso, avvantaggiati limitatamente da un rialzo ed un ribasso limitati; danneggiati dal rialzo maggiore, illimitatamente, dal ribasso maggiore, fino allo svalutamento degli oggetti contrattati (§ 26; § 27); (X) operazioni (a) di assicuratori contro il grande rialzo, danneggiati illimitatamente dal grande rialzo, avvantaggiati dalla stabilità e dal ribasso fino allo svalutamento degli oggetti contrattati (§ 28), e viceversa (b) di assicura-

tori contro il grande ribasso, danneggiati dal grande ribasso sino allo svalutamento degli oggetti contrattati ed avvantaggiati dalla stabilità e dal rialzo illimitatamente (§ 29).

Va detto tosto che la distinzione fatta riguarda le operazioni e non gli operatori, i quali in pratica, anche se sogliono talora specializzarsi in date operazioni, acquistandone l'abilità necessaria, possono, agevolati ed allettati dalla facilità dei passaggi (§ 21), assumere, sia pure transitoriamente, le più svariate posizioni.

33. — I caratteri dei beni contrattati a termine nelle borse e la natura stessa delle operazioni (§ 18), acconsentono e consiglia-

(33) (1) Si supponga che (I°) abbia venduto a (II°) un'unità di borsa a 95, come denotano la I - I per la vendita e la II - II per l'acquisto (Fig. 14); (II°) abbia venduta, per restare al caso più semplice, la stessa unità a (III°) a 93, come denotano la II - II per la vendita e la III - III per l'acquisto; e (III°) abbia rivenduto a (IV°) a 94, come si vede nella figura dalle III - III per la vendita e IV - IV per l'acquisto; e infine (IV°) abbia rivenduto a (V°) a 91, come si può scorgere dalle

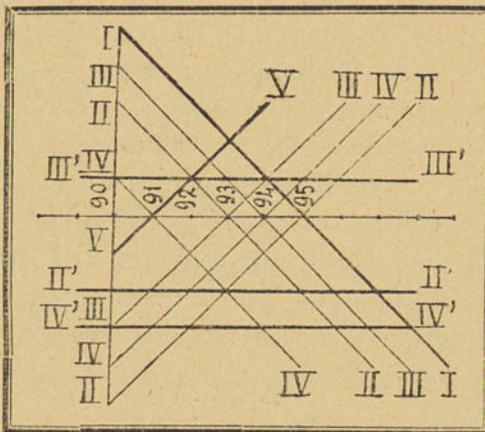


Figura 14

IV - IV per la vendita e V-V per l'acquisto. Si supponga che alla scadenza il corso sia a 90. La rappresentazione grafica acconsente di stabilire per ogni contraente la risultante. Per (I°) la risultante è data dalla vendita stessa I-I, con beneficio di 5, segnato sull'ordinata del corso 90. Per (II°) la risultante fra l'acquisto II-II a 95 e la vendita a 93 è la perdita di 2, come denota la II' - II'. Per (III°) la risultante fra l'acquisto III-III a 93 e la vendita a 94, è il beneficio di 1, come denota la III'-III'. Per (IV°) la risultante fra l'acquisto IV-IV a 94 e la vendita a 91 è la perdita di 3, come denota la IV'-IV'. Infine per (V°) la risultante è la compra a 91 con perdita di 1. Tutto il problema pratico delle compensazioni si riduce a trovare il modo più rapido ed economico per attuare direttamente le in-

no anche una forma speciale di regolamento degli affari (§ 1-g). Tale regolamento in borsa presenta principalmente due caratteri: il (1.o) si riferisce al tempo delle liquidazioni, per cui esse sono:

dicazioni delle singole risultanti ricavate. La borsa, con diversi espedienti, più o meno perfetti, s'è avviata appunto alla risoluzione del problema. # (2) Allo *Stock Exchange* le liquidazioni (*Settlements*) sono mensili pei *Consols*, quindicinali, (*Ordinary Settlements*) per gli altri valori. Le prime constano di un *Contango-day*, del *Making-up Day* e dell' *Account-day*; le altre del *Mining Contango-day*, del *General Contango-day*, del *Ticket-day* e dell' *Account-day* ((3)(4) [1]) *Rule 89*. Il sistema della compensazione dei pagamenti, noto già a Livorno, funzionò ufficialmente fin dal 1775 in Inghilterra, col *London Banker's Clearing-House*, creato, a quanto sembra, sull'esempio dei *Quatre-payements* di Lione. Tale sistema di compensazioni si estese, dagli assegni e biglietti di banca, ai titoli, quando, nel 1874, 49 borsisti fondarono lo *Stock Exchange Clearing-House*. — *Courtois. Hist. ecc.* p. 334, seg. — *Struck. Op. cit.* p. 33, seg. — *Taeuber. Op. cit.* p. 558, seg. — *R. Howlett*, in: *Palgrave. Op. cit.* vol. III. p. 703 seg. — *R. W. Barnett*, in: *Palgrave. Op. cit.* vol. 1, p. 305, seg. — *W. Howarth. Il nostro sistema di compensaz. ecc. traduzione M. Portalupi*, in: *Bibl. dell'Ec. 4.a ser. volume II. parte II. Torino 1899, pagina 209*, seg. — *M. Bossi. Svil. e stor. delle stanze di compensaz.* in: *Riv. It. di Rag. Roma, An. IV, Ser. II, N. 8, 31 Ag. 1911 e seg.* — Il movimento delle compensazioni al *Bankers' Clearing House* di Londra presentò nel 1910 un plusvalore del totale di Lst. 1.133.417.000 cioè del 7.7% sul 1909. Nei giorni di liquidazione il plusvalore fu di 132.8 milioni sul 1909. — *Stone e Raffalovich. Le march. fin.* 1910-11 p. 180, 188. — Secondo le informazioni del *Journal of the Institute of Bankers*, gli Stati Uniti contavano 141 *Clearing Houses*, le cui operazioni s'elevarono, nel 1910, alla somma di 32.811 milioni di Lst. dei quali 19.454 milioni, cioè più della metà, a N. York. — *Dombasle e Raffalovich. Le march. fin.* 1910-11, p. 572, seg. — Si veggia, per minuti ragguagli sul *Clearing House* di N. York: *Taeuber. Op. cit.* p. 640, seg. Oltre al *Clearing House* dello *Stock Exchange*, esiste a N. York uno speciale *Clear. House* al *Consolidated Exch.* A N. York le liquidazioni si fanno ogni giorno. — *Aubert. l. c.* — Alla borsa di Parigi si hanno liquidazioni mensili, per le rendite francesi, per le azioni della Banca di Francia, del Credito fondiario, delle grandi Comp. ferrov.: per gli altri valori si hanno liquidazioni quindicinali, colle norme stabilite in: ((3)(1) [3]) *art. 47*, seg. 63, seg. — A Berlino ((3)(1) [5]) § 18 le liquidaz. mensili avvengono o fuori borsa, colla consegna e il ritiro diretto dei valori, o coll'aiuto del *Liquida-*

periodiche e contemporanee e talora continue; il (2.o) si riferisce al modo delle liquidazioni, per cui esse risultano grandemente economiche (§ 18 - b - 3.o).

Il (1.o) carattere vale a recar snellezza e sicurezza al commercio di borsa. Colle liquidazioni frequenti si verificano e si alleggeriscono o si liquidano di sovente le posizioni (§ 7 - 5.o) s'impedisce quindi agli impegni assunti di far valanga, onde ne deriva una limitazione nell'estensione necessaria del credito, un freno all'assunzione dei forti rischi, cui potrebbero sentirsi altrimenti indotti gli operatori, nella considerazione della lontananza della liquidazione.

Il (1.o) carattere, della periodicità e contemporaneità del regolamento degli affari, spiega il (2.o) della economicità, che consiste in una migliore organizzazione del regolamento, con risparmio di tempo, di mezzi e di operazioni: soprattutto attraverso l'uso della compensazione.

Il sistema della compensazione, che si trova tanto sviluppato nelle contrattazioni di borsa è in sè stesso molto semplice, qua-

tions-Vereins für Zeit-Geschäfte an der Berliner Fonds-Börse, un'associazione che comprende la maggior parte delle ditte di borsa ed *hat den Zweck, das Liquidations-Geschäft an den Stichtagen des Berliner Fonds-Börse dadurch zu erleichtern und zu beschleunigen, dass sämtliche Mitglieder die Skontrierung und Regulierung ihrer per ultimo eines jeden Monats gemachten Geschäfte, jedoch nur in denjenigen Werthpapieren, in denen hauptsächlich an der Berliner Fonds-Börse Zeit-Geschäfte stattfinden, und welche der Vorstand des Vereins bezeichnet, durch ein zu errichtendes Liquidations-Bureau bewirken lassen* (7) 9) [3]) § 1, seguenti. Questo *Liquidationsbureau* viene esercitato dalla *Bank des Berliner Kassenvereins*, società per azioni, che compie, per proprio conto, affari di sconto, di prestito lombardo per l'impiego dei propri mezzi e di quelli avuti in *Giroverkehr*, con un movimento totale di 41.858 milioni di M. nel 1900, 55.120 nel 1909. Presso il *Verein* le banche ed i principali banchieri tengono in deposito effetti, dei quali dispongono con *Effekten-Schecks*, e cioè: *weisse Schecks* per la trasmissione dei titoli in natura; *rote Schecks* per l'iscrizione ai *Konto Inhaber* nel *Giro-Effekten-Konto*; infine *grüne Schecks* pel pegno. Il *Verein* ha stabilito, d'accordo col *Liquidationsverein*, un *Reglement* per il funzionamento del *Liquidationsbureau*. — Schütze.

lunque ne sia l'oggetto, in qualunque tempo e modo s'attui. Esso vale a risparmiare inutili giri intermedi di beni economici e di denaro o di altri mezzi di pagamento, in una serie di comprese successive; e tutto riduce ad una sola consegna e ad un solo pagamento, fra il primo venditore e l'ultimo acquirente d'una catena di contraenti e al semplice sborso delle differenze di prezzo per le contrattazioni intermedie (1).

Il regolamento degli affari di borsa assume forme diverse, seppure simiglianti, a seconda che si tratta (I) di affari su valori o (II) di affari su prodotti.

Pei valori (I) si fa solitamente ricorso alle liquidazioni periodiche, col mezzo di stanze di compensazione, alle quali s'inscrivono, sotto certe condizioni, i borsisti. Queste stanze di compensazione istituiscono un ufficio di liquidazione, presso il quale avviene il

Op. cit. p. 50, 160 seg., 364, seg., 567, seg., 589 seg. — **Taeuber** Op. cit. p. 49 seg.

Operazioni delle stanze di compensazione				
Anno	N. York	Londra	Berlino	Parigi
	Milioni di dollari	Milioni di sterline	Milioni di marchi	Milioni di franchi
1907	95.315	12.730	45.313	—
1908	73.630	12.120	45.961	12.888
1909	99.257	13.525	51.428	14.609
1910	102.553	14.659	54.342	16.360
1911	92.420	14.614	63.015	17.475

Tavola I

la borsa di Zurigo si veggia il [1] *Reglement betreff. den Liquidationsverband des Platzes Zürich und die Ultimoliquidation durch die Centralstelle*, come pure: **Taeuber**. Op. cit. p. 346, seg. — A Vienna: *Die Abwicklung sämtlicher "per Arrangement", gemachter Geschäfte ist dem vom Wiener-Giro- und Kassenverein errichteten Arrangement - Bureau übertragen und sind alle Börsenbesucher, welche solche Geschäfte machen, verpflichtet, dieselben nach den jeweilig bestehenden Vorschriften der publizierten Arrangementordnung, dem Arrangement-*

Ad Amburgo la *Mitteldeutsch Privatbank* esercita le *Saldoausgleichungen* col proprio *Liquidationsbureau*, organizzato sul tipo di quello berlinese. — **Taeuber**. Op. cit. p. 68, seg. — A Francoforte sul Meno per l'*Ultimoliquidation* esiste la *Zentralabrechnungsstelle für Zeitgeschäfte*, detta *Kollektivskontro*, — **Schütze**. Op. cit. p. 292, seg. — **Taeuber**. Op. cit. 175, seg. — Per

regolamento degli affari al corso di compensazione (§ 31; § 23) ⁽¹⁾, che è una specie di comune denominatore degli affari e vien fissato in certi modi, da speciali uffici, desumendolo dalle condizioni del mercato, quando non convenga tenerlo alto per ritardare le liquidazioni o basso per agevolarle ⁽²⁾.

Pei prodotti (II) che nelle contrattazioni vengono rappresentati da titoli girabili (*filières*) (§ 4) ⁽⁶⁾ emessi sotto certe condizioni, il regolamento avviene (a) per mezzo delle stanze di compensazione,

— *Bureau aufzugeben und durch dasselbe abzuwickeln.* — (3) ⁽¹⁾ [7] *Bedingungen*, ecc. § 2, seg. e *Arrengementordnung* unito alle *Bedingungen*. Si veggano anche: **Schütze**. Op. cit. p. 298, seg. — **Taeuber**. Op. cit. p. 250, seg. 262, seg. — Per la borsa di Trieste, le norme intorno alla liquidazione mensile si trovano in: (3) ⁽²⁾ [10] § 4. — Alla Borsa d'Alessandria d'E. si hanno liquidazioni almeno mensili (5) ⁽²⁾ [6] *art.* 19; (3) ⁽¹⁾ [11] *art.* 16, 19, 22 *Clearing*, 27, 37. — Alla Borsa di Genova la liquidazione mensile degli affari a termine deve effettuarsi presso la Stanza di Compensazione (3) ⁽²⁾ [4] *art.* 15, seg. — A Milano la Stanza di Compensazione esercitata dalla Banca d'Italia (7) ⁽¹⁾ [3] *art.* 3, compie la liquidazione mensile di Borsa di Titoli dello Stato, Obbligazioni ed Azioni di Società commerciali ed industriali (7) ⁽¹⁾ [4] *art.* 1, 13, 49, seg. [2] *Convenzione Aggiuntiva al Regolamento della Stanz. di Compensazione di Milaou per il servizio dei " non „ Associati, Gennaio 1911.* Gli associati furono 173 nel 1910. Le liquidazioni mensili aumentarono da 3 miliardi e 309 milioni nel 1909 a 4 miliardi e 51 milioni nel 1910, coll'impiego di contante in una percentuale di 0.761. *Rendiconto del Consiglio di Vigilanza della Stanza di Compensazione di Milano, nell'eserciz. 1910. Milano, 1911.* Complessivamente, in Italia nel 1907: 51.404,6 milioni di lire circa; nel 1908: 39.637,7; 1909: 44.549,7; 1910: 58.046,3; 1911: 1° sem. 30.127. In ordine d'importanza sta ora al primo posto la Stanza di Comp. di Milano, poi vengono quelle di Genova, Roma, ecc. — *L'Econ. dell'It. Modern.* 27 *Genn.* 1912. — *La fin. ital.* 10 *Febr.* 1912. Si trovano dati anche nell'*Annuario statist. itat. Sec. ser.* dir. dal prof. **Montemartini**. vol. I. 1914 (p. 275) e successivi. ‡ ⁽²⁾ In Inghilterra il *clearing arrangement* sulle merci si applica soltanto pei *time-burgains in goods described by quality*: i massimi istituti che lo adottano sono il: *London Prod. Clearing House* (4) ⁽³⁾ [1], il *Clearing House della Liverpool Cotton Assoc.* primo in ordine di tempo essendo sorto nel 1875 (4) ⁽³⁾ [2] *B. L.* 37 seg. e quello della *Liverpool Corn Trade Ass.* (4) ⁽⁸⁾ [3] *Sect. D.* — **Fuchs**. Op. cit. p. 14, seg. — **Barnett**. l. c. p. 310, seg. — **F. J. Faraday**, in **Palgrave**. O. c. vol. III p. 211. — **W. Hooper e Schuster**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III, p. 542. — Gli alli-

cui sono iscritti i borsisti, allo scopo di compensare, ogni volta che se ne presenti l'occasione, e liquidare, in diversi modi, ma periodicamente, gli affari, con economia di tempo e di mezzi; ovvero (b) il regolamento si attua per mezzo delle casse di liquidazione.

Queste ultime sono di solito società anonime, che assumono, non soltanto (1) il regolamento degli affari e (2) il servizio di cassa ad essi inerenti, benanche (3) la garanzia degli affari registrati. Perchè l'affare venga registrato bisogna che si sia fatto ricorso a mediatori privilegiati e responsabili, bisogna che si sia effettuato un deposito iniziale ed, eventualmente, si faccia un deposito supplementivo di margini, quando sorga una certa differenza fra il prezzo contrattuale e quello ultimo di liquidazione, fissato ufficialmente, di solito, ogni giorno. La cassa trasmette poi alle parti le cedole di liquidazione non girabili.

bramenti per lo zucchero 88° Rendement. della Lond. Prod. Clear. House Lim. furono dal 21 al 27 Marzo di sacchi 752.000, per lo zucchero di canna 900 ton. — **F. O. Licht.** *Statistisches Bureau für die Zuckerindustrie-Wochenbericht.* Magdeburg. 29 März. 1912. — Pel *N. Orleans Cotton Exchange* ((4) (3) [7]) *Future Business Rings and Margins, Rule 55 (modific. 1910).* — A Parigi esistono le *Chambres syndicales du Commerce des Alcools, Huiles, Farines, Seigle & Avoine, Sucres* ((4) (3) [12-16]). A Parigi secondo il **Kohn** (Opera citata pag. 42) si sarebbe usata la *filière* per la prima volta nel commercio dell'olio. In Francia si è proposta l'istituzione di casse di liquidazione per gli affari a termine sulle merci, per sostituire la responsabilità della cassa a quella dei contraenti, per impedire quindi ai commissionari di compiere affari in proprio, come pure per escludere dalle trattazioni di borsa coloro i quali compiono operazioni sproporzionate ai loro mezzi e non appartengono alla categoria dei professionisti della speculazione (6-A-a'). L'idea di considerare ammissibili soltanto le operazioni speculative compiute dai professionisti non è nuova. Si veggano: **Walras.** *Études*, p. 437 — **Pareto.** *Cours*, volume II § 892. È il concetto che fu accolto anche dal progetto belga sui mercati a termine. — *L'Econ. dell'It. Modern.* 2 Marzo, 1912. — A Roubaix Tourcoing [1] *Règl. de la Caisse de Liquidation* per le lane pettinate. — Allo Havre esiste la *Caisse de Liquidation des affaires en marchandises* ((4) (9) [1]) che fu delle prime a formarsi. — **Fuchs.** Op. cit. p. 20. — **Kohn.** O. c. p. 58, seg. — **Taeuber.** Op. cit. p. 542, seg. — A Anversa la *Caisse de Li-*

Se una parte si trova, in base a due contratti, stipulati anche con diverse persone, ad esser acquirente e venditrice, per uno stesso oggetto e per uno stesso termine; per evitare inutili giri di merce e di denaro, si fa tosto la liquidazione, che, mediante l'intervento della cassa, da periodica, si rende continua.

La cassa si trattiene un diritto sull'importo che viene accreditato al contraente o pagato tosto, come pure si trattiene la sen-seria, che va iscritta ad un conto dei mediatori, da regolarsi mensilmente, salvo anche in tal caso il diritto della cassa (3).

liquidation des affaires en marchandises ((4) (9) [4]). — Ad Amburgo esiste la *Waaren-Liquidations-Casse* per la *Nordamer. Baumwolle*, il *Kaffee* e il *Rüben-Rohzucker* ((4) (3) [19-21]) *Buchungen: Abteilung Kaffee*, 1908: 5.029.000 *Sack*, 1909: 5.971.000 *Sack*, 1910: 9.474.500 *Sack*; *Abt. Zucker*, 1908: 13.736.500 *Sack* 1909: 11.279.000 *Sack*, 1910: 13.611.500 *Sack*. — [2] *Jahres Bericht für die General-Versamml. der Aktionäre am 14 Februar* 1911. — **Taeuber**. O. c. p. 72 seg. — A Magdeburgo esiste la *Magd. Liquidationskasse*. — **Taeuber**. O. c. p. 121, seg. — A Rotterdam esiste la *Rotterdamsche Liquidatiekas* ((4) (3) [28]). — **Taeuber**. Op. cit. p. 389, seg. — Il sistema della cassa di liquidazione è adottato a Trieste per gli affari a termine sul caffè ((4) (3) [30; 31]) e sugli zuccheri ((4) (3) [32; 33]). — Ad Alessandria d'E. esiste la *Chambre de compensation* ((4) (3) [35]) art. 19, seg. — Alla borsa dei grani di Rovigo, come in altre italiane del genere, si suol fare, nell'ultimo mercato settimanale del mese, la media delle medie dei corsi settimanali, per liquidare al corso che se ne ricava. La liquidazione avviene direttamente e non col mezzo di compensazione, anche perchè gli affari si compiono da persone che si trovano su piazze diverse. Chi risulta in credito per affari compiuti, manda il conto al suo debitore, il quale salda in denaro.

PARTE II.^a TEORICA

Carattere economico della speculazione

34. — I recenti progressi fatti dall'economia sintetica, soprattutto

(34) (1) P. Boven. *Les applicat. mathém. à l'écon. pol. Lausanne. 1912*, p. 187.— L. Amoroso. *La teor. dell'equil. econ. ecc.* in: *Giorn. degli Ec. Ott. 1909*. ‡ (2) Seguiamo le analisi del Pareto (*Manuel, Append.*) nella forma che abbiamo loro dato nelle nostre *Lezioni di Scienza economica razionale e sperimentale*, Rovigo, 1920, p. 261 e seg. e supponiamo di esser giunti ad una posizione d'equilibrio, cioè ad un punto in cui si trasformano collo scambio, o in altro modo, indefinitamente certe quantità di merci, aventi certi prezzi, e cerchiamo di determinare queste quantità e questi prezzi. Facciamo dapprima il caso dello scambio in condizioni di libera concorrenza (tipo 1): supponiamo cioè che ogni individuo accetti i prezzi del mercato, senza modificarli, neppure indirettamente, coi propri scambi, ciò che accade invece nella realtà, e ammettiamo che i prezzi siano costanti per le successive porzioni scambiate in una stessa operazione. Conosciamo, fra i dati del problema, il numero degli scambisti, che supponiamo in tutto u e singolarmente: (1); (2); (3); . . . il numero delle merci, m , singolarmente: A; B; C; . . .

$$\text{Con: } \frac{\partial I_1}{\partial a'_1} ; \frac{1}{p_b} \frac{\partial I_1}{\partial b'_1} ; \dots ; \frac{\partial I_2}{\partial a'_2} ; \frac{1}{p_b} \frac{\partial I_2}{\partial b'_2} ; \dots$$

indichiamo le ofelimità elementari ponderate delle singole merci, pei singoli scambisti: avendo preso A come numerario ed avendo quindi fatto:

$$p_a = 1.$$

$$\text{Con: } a'_1 ; b'_1 ; \dots ; a'_2 ; \dots$$

matematici, quali il Cournot, il Jevons, il Walras, il Marshall,

Siccome le entrate e le uscite d'uno scambista sono rispettivamente le uscite e le entrate degli altri scambisti, dati i bilanci di questi ultimi, si ha anche, colle condizioni (c) che vedremo, il bilancio di quel primo scambista: onde le equazioni (b) sono tante quanti sono gli scambisti u meno 1, cioè sono in numero di $u - 1$. Esse valgono per tutti i valori delle variabili:

$$a'_1; \dots a'_2; \dots$$

Infine avremo, per tutte le merci, l'eguaglianza delle quantità esistenti prima dello scambio e dopo (bilancie delle merci) e cioè la categoria (c) di equazioni

$$(c) \begin{cases} a'_1 - a''_1 a'_2 + - a''_2 + \dots = 0 \\ b'_1 - b''_1 + b'_2 - b''_2 + \dots = 0 \\ \dots \dots \dots \dots \dots \dots \end{cases}$$

Le equazioni (c) sono tante quante sono le merci m , sono cioè in numero di m e sono valide anch'esse per tutti i valori delle variabili:

$$a'_1; \dots a'_2; \dots$$

Riassumendo: si ha la (Tav. I), dove il numero delle equazioni si pareggia con quello delle incognite ed il problema è perfettamente determinato. — Ristabilendo l'equazione che manca in (b), sopprimendo quindi una delle equazioni di (c), si potranno ottenere le leggi dell'offerta e della domanda. Le $m u$ quantità:

$$a'_1; \dots a'_2; \dots$$

EQUILIBRIO DELLO SCAMBIO (in condizioni di libera concorrenza)	
<i>Incognite da determinare:</i>	
prezzi delle m merci	$m - 1$
quantità scambiate	$m u$
In tutto	$m - 1 + m u$
<i>Equazioni trovate:</i>	
categ. (a) = $(m - 1) u$, cioè	$m u - u$
categ. (b)	$u - 1$
categ. (c).	m
In tutto	$m - 1 + m u$

Tavola I

l'Edgeworth, il Fisher : non soltanto permettono di collegare nella

saranno funzioni delle $m - 1$ incognite :

$$p_b ; p_c ; \dots ;$$

rappresentanti i prezzi ; e le $m - 1$ equazioni (c) daranno il modo di determinare queste incognite. — Può accadere che il possessore (1) d'una merce offerta, B, non se ne serva per soddisfare i propri gusti ed offra *quindi tutta la quantità a sua disposizione*. Si avrà allora :

$$b^0_1 = \underline{b'_1}$$

Ci sarà un'incognita di meno, ma dovendosi sopprimere nel sistema (a) l'equazione in cui si trova :

$$\frac{\partial I_1}{\partial \underline{b'_1}}$$

il numero delle equazioni resta ancora eguale al numero delle incognite. — La *moneta*, essendo una merce, deve avere per taluno un'ofelimità propria, ma può anche non averla per altri. Supponendo che A non abbia ofelimità per (1) : occorre sopprimere in (a) l'equazione con :

$$\frac{\partial I_1}{\partial \underline{a'_1}}$$

Ma A non ha ofelimità per (1), quindi (1) non consuma A, e impiega tutta la quantità ricevuta a procurarsi dei beni : B ; C ; . . . ; fra i quali può essere compreso un bene che rappresenti il risparmio. S'avrà quindi :

$$\underline{a'_1} - a^0_1 = 0$$

con che si determina :

$$\underline{a'_1}$$

Si ha dunque un'incognita di meno ed ancora il numero delle equazioni si pareggia con quello delle incognite. — Facciamo ora il caso dello *scambio in condizioni di monopolio (tipo II)* e supponiamo che (1) non accetti i prezzi che trova fatti sul mercato, ma cerchi di modificarli in vista di qualche suo scopo. Il soggetto economico (1) vende del B e compra delle altre merci, ma non tiene conto dell'indice d'ofelimità di B, sia perchè B non è per lui ofelimo, sia perchè non gli importa d'avere un eccesso di B, posto ch'egli raggiunga altri scopi. Fra questi scopi noi ne consideriamo particolarmente uno, cioè quello per cui il soggetto econ. cerca d'ottenere dal suo monopolio il *massimo prodotto espresso in moneta*, Poichè (1) non

teoria, come è nella realtà, il fatto economico particolare a tutta la compagine della vita economica, ma indicano la via migliore, allo

tien conto dell'indice d'ofelimità di B vien a mancare nel sistema (a) l'equazione con :

$$\frac{\partial I_2}{\partial b'_1}$$

Per ristabilire l'eguaglianza fra il numero delle equazioni e quello delle incognite occorre darsi una delle incognite : supponiamo che tale incognita sia :

$$p_b ;$$

si avrà quindi :

$$b^0_1 - b'_1 = f(p_b)$$

Proponendosi (1) di ricavare dal suo monopolio la più grande quantità possibile di moneta, egli dovrà rendere un massimo :

$$(b^0_1 - b'_1) p_b = p_b f(p_b).$$

A tale scopo si dovrà porre semplicemente :

$$[1] \quad \frac{d(p_b f)}{d p_b} = 0$$

Quest'equazione serve a determinare :

$$p_b ,$$

ed il problema è senz'altro risolto. In pratica (1) potrebbe trovare un punto d'arresto, come nel caso in cui non possedesse la quantità di B corrispondente al massimo dato dall'equazione [1]. Il **Pareto** ha dimostrato che, dal punto di vista matematico, nel caso di due monopolisti e d'una merce, il problema è troppo determinato, poichè si pongono delle condizioni che sono incompatibili. Ma in pratica occorre distinguere la *possibilità* che ha un individuo di esercitare il monopolio, dal *fatto* dell'esercizio medesimo. Potrà accadere ad es. come nei *cartels*, *trusts*, ecc. che i due monopolisti *in potenza* si mettano d'accordo, ovvero l'uno subisca i prezzi fissati dall'altro ; nei quali casi si verrà ad avere di fatto un solo monopolista. Potrà anche essere che la merce B, apparentemente tutta uguale, costituisca invece, in realtà, più merci distinte, ecc. Inoltre lo scopo del monopolista (1) può essere quello di rovinare il suo concorrente (2) ovvero, al contrario, di permettergli di vivacchiare, per non indurlo a correre i rischi di una lotta ad oltranza. Se infine la somma :

$$b^0_1 + b^0_2$$

stato presente delle conoscenze, per arrivare, attraverso a succes-

e minore della quantità che corrisponderebbe al massimo della quantità di A ricavabile dal monopolio esercitato da (1) e (2) uniti insieme, i due soggetti economici (1) e (2) avrebbero entrambi dei punti d'arresto e converrebbe a ciascuno di essi di offrire tutta la quantità disponibile. Ma allora non saremmo più nel caso di soggetti econ. che agiscano secondo il (tipo II) ma, come abbiamo visto, nel caso di soggetti econ. che agiscono secondo il (tipo I). Ed è bene rilevare fin d'ora che, nella realtà, i casi di monopolio che si osservano, sono più spesso casi di monopolio della produzione, anzichè dello scambio. — Passiamo pertanto alla *produzione*. Si supponga che certi beni economici o certi servizi di capitali: A; B; C; . . . ; in numero di n , siano trasformati in altri beni economici: M; N; O; . . . ; in numero di m . (È soltanto col tener conto delle quote di riparazione, d'ammortamento, d'assicurazione ed altre, che si può ammettere che il capitale resti integro dopo l'atto produttivo, mentre il solo suo uso si è trasformato nel prodotto). Si supponga ancora che u sia il numero dei soggetti economici;

$$q_m; q_n; \dots;$$

siano i prezzi di costo pel produttore di beni: M; N; . . . (I prezzi unitari di costo o spese pel prodotto, si ricavano sommando tutte le spese fatte per ottenere il prodotto e dividendo il totale per la quantità del prodotto medesimo. — **P. Jannaccone**. *Il costo di produzione*, in: *Bibl. dell'Econ. IV.a ser.* dir. da **S. Cognetti de Martiis**, ecc. vol. 4.o parte 2.a p. 71, seg. 38, seg. — *Lezioni di Econ. Pol. alla R. Univ. di Padova (dispense) Ann. acc. 1909-10 p. 337*). Siano:

$$p_m; p_n \dots$$

i prezzi di vendita di: M; N

$$p_a; p_b; \dots;$$

i prezzi dei beni A; B; Prendendo A come moneta, si avrà ancora:

$$p_a = 1.$$

Siano inoltre:

$$m'_1; \dots n'_1;$$

le quantità dei prodotti che sono consumate fino ad una posizione intermedia avanti di giungere ad una posizione di equilibrio;

$$\underline{m}'_1; \dots \underline{n}'_1; \dots$$

le stesse quantità per la posizione d'equilibrio:

$$a'_1; \dots a'_2; \dots \text{ ed } \underline{a}'_1; \dots \underline{a}'_2; \dots$$

sive approssimazioni, dalla teoria generale al singolo fatto concreto (1).

avranno ancora significati analoghi per: $A; B; \dots$. Supponiamo uguali a zero le quantità iniziali di: $M; N; \dots$; mentre sono invece:

$$a^0_1; \dots a^0_2; \dots$$

le quantità iniziali di: $A; B; \dots$. Chiamiamo: $M'; N'; \dots$ le quantità totali di merci prodotte in una posizione intermedia, prima di arrivare alla posizione d'equilibrio; $\underline{M}'; \underline{N}'; \dots$; quelle medesime quantità prodotte, quando si è giunti ad una posizione d'equilibrio. $M''; N''; \dots$; sono le quantità totali consumate in una posizione intermedia, prima di giungere alla posizione d'equilibrio $\underline{M}''; \underline{N}''; \dots$; quelle stesse quantità consumate, quando si è giunti alla posizione d'equilibrio. Supponiamo: $A''; B''; \dots$; le quantità fornite all'impresa in una posizione intermedia; $\underline{A}''; \underline{B}''; \dots$; le quantità fornite all'impresa quando si è giunti ad una posizione d'equilibrio; $A'''; B'''; \dots$; le quantità trasformate dall'impresa in una posizione intermedia; $\underline{A}'''; \underline{B}'''; \dots$; le quantità trasformate dall'impresa quando si è giunti in una posizione d'equilibrio; $A'; B'; \dots$; le quantità consumate dall'impresa in una posizione intermedia ed: $\underline{A}'; \underline{B}'; \dots$; le medesime quantità quando si è arrivati ad una posizione d'equilibrio; $A'_0; B'_0; \dots$ le quantità iniziali di $A; B; \dots$.

Avremo allora:

$$[2] \left\{ \begin{array}{l} \underline{a}'_1 + \underline{a}'_2 + \dots = \underline{A}'; \quad \underline{b}'_1 + \underline{b}'_2 + \dots = \underline{B}'; \dots \\ a^0_1 + a^0_2 + \dots = A'_0; \quad b^0_1 + b^0_2 + \dots = B'_0; \dots \end{array} \right.$$

$$[3] \quad \underline{A}'' = A'_0 - \underline{A}'; \quad \underline{B}'' = B'_0 - \underline{B}'; \dots$$

$$[4] \left\{ \begin{array}{l} m'_1 + m'_2 + \dots = M''; \quad n_1 + n_2 + \dots = N''; \dots \\ \underline{m}'_1 + \underline{m}'_2 + \dots = \underline{M}''; \quad \underline{n}'_1 + \underline{n}'_2 + \dots = \underline{N}''; \dots \end{array} \right.$$

Giunti alla posizione d'equilibrio, si avrà:

$$[5] \left\{ \begin{array}{l} M' = M''; \quad N' = N''; \dots \\ M'' = \underline{M}''; \quad N'' = \underline{N}''; \dots \\ A''' = \underline{A}'''; \quad B''' = \underline{B}'''; \dots \end{array} \right.$$

Queste equazioni non valgono naturalmente per una posizione intermedia. Nel caso della *libera concorrenza* si dovrà avere:

È partendo dalla nozione di equilibrio economico generale e delle condizioni che lo determinano, prendendo per base le ipotesi più reali e comuni (2) che si può pervenire ad una teoria economica pura della speculazione, tanto commerciale, (§ 36-§ 41) quan-

$$[6] \quad \underline{M''} = \underline{M'}; \quad \underline{N''} = \underline{N'}; \dots$$

Nel caso del *monopolio*, di N per es. N' potrà essere più grande di N'', andando a beneficio del monopolista. Oppure qualcuna delle quantità: A'; B'; ... sarà diversa dalla corrispondente quantità: A''; B''; ... e la differenza costituirà il beneficio del monopolista. — Le condizioni tecniche della produzione renderanno note le quantità: A'''; B''', ...; in funzione di: M'; N'; ... vale a dire:

$$A''' = F_a (M', N', \dots) \quad B''' = F_b (M', N', \dots); \dots$$

Si chiamano *coefficienti di produzione* le derivate parziali:

$$[7] \quad m_a = \frac{\partial F_a}{\partial M'}; \quad m_b = \frac{\partial F_b}{\partial M'}; \dots; \quad n_a = \frac{\partial F_a}{\partial N'}; \dots$$

Allora:

$$m_a \text{ d } M'$$

è la quantità di A che è necessaria per produrre dM' di M, quando si è già prodotto M' di M; N' di N, ecc. Così pure:

$$n_a; \dots; m_b; n_b; \dots;$$

hanno significati analoghi. Ammettendo l'esistenza delle funzioni integrali: F_a ; F_b ; ...; ammettiamo implicitamente che le quantità di: A; B; C; ...; impiegate nella produzione non dipendano dalla via seguita per arrivare al punto considerato: ed è ciò che accade nella realtà: Supponiamo che:

$$m_a; m_b; \dots;$$

siano funzioni soltanto di M'; che:

$$n_a; n_b; \dots;$$

siano funzioni di N' soltanto, ecc. Supponiamo ancora che ci siano delle spese generali:

$$A'''_0; B'''_0; \dots;$$

indipendenti da M'; N'; ... In questo caso le funzioni integrali; F_a ; F_b ; ...; esistono certamente. Ed avremo:

to finanziaria, (§ 42 - § 50) e si può giungere via via alla intel-

$$[8] \left\{ \begin{aligned} A''' &= F_a = A'''_0 + \int_0^{M'} m_a dM' + \int_0^{N'} n_a dN' + \dots; \\ B''' &= F_b = B'''_0 + \int_0^{M'} m_b dM' + \int_0^{N'} n_b dN' + \dots; \\ &\dots \end{aligned} \right.$$

Se si suppone che i coefficienti di fabbricazione siano *costanti*, e che non ci siano spese generali indipendenti dalle quantità prodotte, si avrà:

$$[9] \left\{ \begin{aligned} A''' &= m_a \underline{M'} + n_a \underline{N'} + \dots; \\ B''' &= m_b \underline{M'} + n_b \underline{N'} + \dots; \\ &\dots \end{aligned} \right.$$

Supponendo invece che ci siano spese generali, si avrà:

$$[9 \text{ bis}] \left\{ \begin{aligned} A''' &= A'''_0 + m_a \underline{M'} + n_a \underline{N'} + \dots; \\ B''' &= B'''_0 + m_b \underline{M'} + n_b \underline{N'} + \dots; \\ &\dots \end{aligned} \right.$$

Supponiamo che le produzioni di M; N; . . . , siano indipendenti. I costi di produzione di: d M'; d N'; . . . ; quando si son già fabbricate: M'; N'; . . . ; saranno

$$[10] \left\{ \begin{aligned} q_m d M' &= (m_a + p_b m_b + p_c m_c + \dots) d M' \\ q_n d N' &= (n_a + p_b n_b + p_c n_c + \dots) d N' \\ &\dots \end{aligned} \right.$$

Queste espressioni possono essere o meno le derivate parziali di una stessa funzione. Ammesso che lo siano, si ammette anche d'arrivare sempre allo stesso risultato, qualunque sia l'ordine delle fabbricazioni. Diversamente i costi di produzione varierebbero con quest'ordine. Considerando *costanti* i prezzi:

$$p_b; p_c \dots;$$

per modo che i prezzi delle successive porzioni di: B; C; . . . ; impiegate in una stessa operazione non varino, ma varino per operazioni successive conducenti all'equilibrio, si fa un'ipotesi che non è molto lontana alla realtà. E allora tenuto conto che abbiamo supposto:

$$m_a; m_b; \dots$$

ligenza degli ordinari fatti economici speculativi, come pure

funzioni soltanto di M' ;

$n_a; n_b; \dots$

funzioni soltanto di N' ; esiste certamente la funzione integrale di cui le espressioni [10] rappresentano le derivate parziali. Integrando separatamente ciascuna di queste equazioni si hanno isolatamente i costi di produzione di M' ; N' ; \dots ; costi di produzione che, tenuto conto delle spese generali:

$q^0_m; q^0_n; \dots$

indipendenti da: M' ; N' ; \dots ; saranno:

$$[11] \quad Q_m = q^0_m + \int_0^{M'} q_m \, dM'; \quad Q_n = q^0_n + \int_0^{N'} q_n \, dN'; \dots$$

Tenendo poi conto delle equazioni [8] e [10] si ottiene:

$$[12] \quad q^0_m + q^0_n + \dots = A''^0 + p_b B''^0 + \dots$$

Studiamo l'*equilibrio dei consumatori*, facendo due supposizioni: la (1.a) che *tutti i prezzi siano costanti*; la (2.a) che i consumatori agiscano in *regime di libera concorrenza*. Da ciò che si è detto in tema di scambio, risultano le seguenti equazioni di equilibrio:

$$\begin{array}{l}
 \text{(A)} \left\{ \begin{array}{l}
 \frac{\partial I_1}{\partial \underline{a}'_1} = \frac{1}{p_b} \frac{\partial I_1}{\partial \underline{b}'_1} = \dots = \frac{1}{p_m} \frac{\partial I_1}{\partial \underline{m}'_1} = \dots \\
 \frac{\partial I_2}{\partial \underline{a}'_2} = \frac{1}{p_b} \frac{\partial I_2}{\partial \underline{b}'_2} = \dots = \frac{1}{p_m} \frac{\partial I_2}{\partial \underline{m}'_2} = \dots \\
 \dots \\
 \dots
 \end{array} \right. \\
 \text{(B)} \left\{ \begin{array}{l}
 \underline{a}'_1 - a^0_1 + p_b (\underline{b}'_1 - b^0_1) + \dots + p_m \underline{m}'_1 + p_n \underline{n}'_1 + \dots = 0 \\
 \underline{a}'_2 - a^0_2 + p_b (\underline{b}'_2 - b^0_2) + \dots + p_m \underline{m}'_2 + p_n \underline{n}'_2 + \dots = 0 \\
 \dots \\
 \dots
 \end{array} \right. \\
 \text{(C)} \left\{ \begin{array}{l}
 a^0_1 - \underline{a}'_1 + a^0_2 - \underline{a}'_2 + \dots = \underline{A}'' \\
 b^0_1 - \underline{b}'_1 + b^0_2 - \underline{b}'_2 + \dots = \underline{B}'' \\
 \dots \\
 \underline{m}'_1 + \underline{m}'_2 + \dots = \underline{M}'' \\
 \underline{n}'_1 + \underline{n}'_2 + \dots = \underline{N}'' \\
 \dots
 \end{array} \right.
 \end{array}$$

di quelli che vengono detti correntemente gli eccessi della speculazione (§ 51).

Il numero delle equazioni è indicato dalla (Tav. II):

N.º delle equaz. di (A)	(m + n - 1) u
" " " " (B)	u
" " " " (C)	m + n
Totale	(m + n) u + m + n

TAVOLA II

Sommando le equazioni (B) e tenendo conto delle (C) si ha:

$$[13] \quad \underline{A}'' + p_b \underline{B}'' + \dots = p_m \underline{M}'' + p_n \underline{N}'' + \dots$$

Se i prezzi:

$$p_m; p_n \dots;$$

sono variabili per le porzioni successive,

$$p_m$$

essendo funzione soltanto di M'' ;

$$p_n$$

soltanto di N'' ; ecc. l'equazione [13] sarà sostituita dalla:

$$[13 \text{ bis}] \quad \underline{A}'' + p_b \underline{B}'' + \dots = \int_0^{M''} p_m d M'' + \int_0^{N''} p_n d N'' + \dots$$

Passiamo all'*equilibrio delle imprese*. Supponiamo che le imprese producano esattamente le quantità di: $M; N; \dots$; che esse vendono: i loro guadagni o le loro perdite venendo espressi in quantità di merci: $A; B; \dots$. Abbiamo già dato le quantità: $A''; B''; \dots$: che occorrono alle imprese per produrre le quantità: $M'; N'; \dots$. Abbiamo così il sistema:

$$[14] \quad A''' = F_a; \quad B''' = F_b; \dots$$

Le spese totali:

$$Q_m; Q_n \dots$$

Congiungendo poi ai risultati dell'indagine economica così

necessarie per produrre: M' ; N' ; ...; sono date dalle equazioni [11]. Sommandole si ha:

$$[15] \quad A'' + p_b B'' + \dots = Q_m + Q_n + \dots$$

equazione che si poteva anche scrivere direttamente, poichè ciascuno dei due membri rappresenta la somma totale spesa per la produzione. — Per ottenere l'*equilibrio della produzione*, occorre mettere in rapporto le imprese ed i consumatori. A seconda del modo col quale si determineranno tali relazioni fra le imprese ed i consumatori, si avranno diversi stati economici. Cominciamo dal supporre che *imprenditori e consumatori agiscano in condizioni (I) di libera concorrenza*. Questo stato è caratterizzato dall'*eguaglianza del costo di produzione e del prezzo di vendita delle merci*. Supponiamo che questa eguaglianza abbia luogo per la totalità delle entrate e delle uscite. Quando i *prezzi sono costanti e non ci sono spese generali*, questa eguaglianza implica anche l'*eguaglianza del costo di produzione e del prezzo di vendita dell'ultima particella prodotta*. Si avrà quindi:

$$(D) \quad p_m \underline{M''} = Q_m; \quad p_n \underline{N''} = Q_n; \dots$$

equazioni che, sommate insieme, danno:

$$p_u \underline{M''} + p_u \underline{N''} + \dots = Q_m + Q_n + \dots$$

Ora, tenuto conto delle equazioni [13] e [15] questa equazione diverrà:

$$\underline{A''} + p_b \underline{B''} + \dots = \underline{A'''} + p_b \underline{B''} + \dots$$

Le quantità: $\underline{A''}$; $\underline{B''}$; ...; possono essere più grandi di: $\underline{A'''}$; $\underline{B''}$; ...; ma non più piccole, siccome l'impresa riceve le merci in parola soltanto dai consumatori. L'equazione precedente implica quindi le equazioni:

$$(E) \quad \underline{A''} = \underline{A'''}; \quad \underline{B''} = \underline{B''}; \dots$$

Nel caso dei *prezzi variabili*, basta sostituire a:

$$p_m \underline{M''}; \quad p_n \underline{N''}; \dots$$

$$\int_0^{M''} p_m dM''; \quad \int_0^{N''} p_n dN'';$$

Se le q^0_m ; q^0_n ; ...; sono nulle ed i *coefficienti di produzione sono costanti* (ipotesi del **Walras**), le equazioni (D) diventano:

compiuta, il sussidio di altre ricerche di carattere politico, giuridico,

$$(D') \begin{cases} p_m = m_a + p_b m_b + \dots; \\ p_n = n_a + p_b n_b + \dots; \\ \dots \end{cases}$$

Le equazioni (E) in forza delle equazioni [9] divengono:

$$(E) \begin{cases} \underline{A}'' = m_a \underline{M}' + n_a \underline{N}' + \dots \\ \underline{B}'' = m_b \underline{M}' + n_b \underline{N}' + \dots \\ \dots \end{cases}$$

L'equazione [13] è la conseguenza dei sistemi (B) e (C); le equazioni (E) sono la conseguenza delle equazioni, (D), [13] [15], ma la [15] è una identità, quindi nel sistema: (B); (C); (D); (E); c'è un'equazione conseguenza delle altre e da sopprimersi. Si può anche vederlo direttamente sui sistemi (D') (E') che comprendono il sistema [15]. Questi sistemi dànno:

$$\underline{A}'' + p_b \underline{B}'' + \dots = p_m \underline{M}' + p_n \underline{N}' = \dots,$$

ovvero, avendosi al punto d'equilibrio:

$$\underline{M}' = \underline{M}''; \underline{N}' = \underline{N}''; \dots$$

$$\underline{A}'' + p_b \underline{B}'' + \dots = p_m \underline{M}'' + p_n \underline{N}''$$

equazione identica alla [13] che risulta dai sistemi (B) e (C). Le equazioni (D); (E), delle quali una è soppressa, dànno i valori di: $\underline{M}''; \underline{N}''; \dots; \underline{A}''; \underline{B}''; \dots$; meno uno qualunque, che resta incognito. I sistemi: (A); (B); (C): racchiudono allora soltanto questa incognita, le $(m + n)$ u quantità:

$$\underline{a}'_1 \dots; \underline{a}'_2; \dots \underline{m}'_1; \dots$$

e gli $m + n - 1$ prezzi:

$$p_m; p_n; \dots p_b; \dots;$$

in tutto dunque $(m + n) u + m + n$ incognite. Ma noi abbiamo visto (Tav. II) che il numero di queste equazioni è precisamente $(m + n) u + m + n$. Il problema dell'equilibrio è pertanto risolto e ben determinato. — Passiamo ora a considerare

morale, storico, ecc, si può studiare successivamente una serie di

il caso in cui il produttore (2) d'una merce, per es. di N, possa agire (II) *in condizioni di monopolio*. Mancherà un'equazione del sistema (D) cioè la:

$$p_u \underline{N}'' = Q_n ;$$

onde tutto il sistema (E) non esiste più: poichè se il monopolista ha un beneficio, occorrono nuovi dati per sapere come verrà impiegato tale beneficio: sia per acquistare dell'M; dell'N; . . . ; dell'A; del B; Supponiamo che il beneficio del monopolista si realizzi nella merce A, tenuto fermo:

$$p_a = 1$$

In tale ipotesi si ristabiliscono tutte le equazioni del sistema (E), tranne la prima, che si trova sostituita da un'equazione la quale indica che la differenza: $\underline{A}'' - \underline{A}'''$ invece d'essere zero, è uguale al beneficio dell'imprenditore, cioè:

$$[16] \quad \underline{A}'' - \underline{A}''' = p_n \underline{N}'' - Q_n .$$

Indicando con A_2 questo beneficio, i sistemi: (D) ed (E) vengono sostituiti dai seguenti:

$$(D'') \quad p_m \underline{M}'' = Q_m ; p_n \underline{N}'' - Q_n = A_2 ; p_o \underline{O}'' = Q_o ,$$

$$(E'') \quad \underline{A}'' - \underline{A}''' = A_2 ; \underline{B}'' = \underline{B}''' ; \dots$$

Anche qui un'equazione è conseguenza delle altre e deve essere soppressa. Infatti le (D'') danno:

$$p_m \underline{M}'' + p_n \underline{N}'' + \dots = A_2 + Q_m + Q_n + \dots$$

e sostituendo a:

$$Q_m ; Q_n ; \dots$$

i loro valori, si ha:

$$p_{uu} \underline{M}'' + p_n \underline{N}'' + \dots = A_2 + \underline{A}''' + p_b \underline{B}''' + \dots$$

D'altra parte i sistemi: (B) e (C) danno:

$$p_m \underline{M}'' + p_n \underline{N}'' + \dots = \underline{A}'' + p_b \underline{B}'' .$$

Queste due equazioni, tenendo conto delle altre:

$$\underline{B}'' = \underline{B}''' ; \underline{C}'' = \underline{C}''' ; \dots ,$$

fenomeni sociali più complessi e che hanno in qualche modo attinenza colla speculazione (*Parte III.^a politica*).

del sistema (E''), ci danno:

$$\underline{A''} = A_2 + \underline{A'''},$$

cioè precisamente la prima equazione del sistema (E'') che è quindi conseguenza delle altre. Sopprimendo un'equazione dei sistemi (D''); (E'') ne restano: $m + n - 1$. I sistemi: (A); (B); (C) ci forniscono: $(m + n) u + m + n$ equaz. Tav. II): ne abbiamo così in tutto: $(m + n) u + 2m + 2n - 1$. Le quantità

Le quantità: $\underline{a}'_1 ; .. \underline{m}'_1 ; ..$; in No	$(m + n) u$
i prezzi $p_m; p_n ; .. p_b . . .$	$m + u - 1$
le quantità: $\underline{A}' ; \underline{B}' ; .. \underline{M}'' ; \underline{N}'' ; ..$	$m + n$
la quantità A_2	1
Totale	$(m + n) u + 2m + 2n$

$A''' ; B''' ;$ sono sempre determinate dalle equazioni [14]. Poi abbiamo come incognite quelle della (Tavola III). Il numero delle incognite è dunque più grande d'una unità di quello delle equazioni: tutte le incognite possono quindi essere de-

Tavola III

terminate in funzione d'una di esse, da scegliersi arbitrariamente. Se si prende;

$$p_n ,$$

tutte le altre incognite essendo espresse in funzione di

$$p_n ,$$

avremo:

$$A_2 = f (p_n)$$

Il monopolista si sforza generalmente di rendere massimo il suo beneficio A_2 , espresso in numerario. Si dovrà quindi avere:

$$[17] \quad \frac{df}{dp_n} = 0$$

ed è questa l'equazione che mancava, per avere il numero delle equazioni uguale a quello delle incognite, cioè per risolvere il problema.

35. — La diversità di significati e la stessa anfibologia della parola e della nozione di speculazione, hanno ingenerato diversi inconvenienti, non soltanto nel campo delle discussioni e delle misure pratiche, ma anche in quello dell'indagine scientifica: da ciò la necessità di precisare dappprincipio, e fin dove è possibile, il valore attribuito ai termini usati.

Spinti dal desiderio di amplificare e di generalizzare, taluni hanno identificato il concetto di speculazione economica con quello di previsione inerente ai risultati di ogni atto economico, sia di scambio, sia di produzione, e persino di consumo: atto che abbia qualche sua ripercussione nell'avvenire.

(35) (1) **F. J. Faraday**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol III, p. 210 — **Proudhon**. Op. cit. p. 11 seg. — **F. Lassalle**. *Herr Bastiat - Schulze von Delitzsch der ökonomische Julian oder Kapital u. Arbeit*, in: **F. Lassalle's Reden und Schriften, herausg. von Ed. Bernstein**. Berlin, 1893, *Dritt. Band* p. 233, seg. — La distinzione fra *Spéculateurs* viventi su redditi variabili e *Rentiers* viventi su redditi fissi, molto feconda dall'aspetto sociale, è fondamentale nella Sociologia del **Pareto** e già in *Rentiers et spéculateurs*, in: *L'indépendance*, 1. er Mai 1911. — *Trattato di Sociologia Generale*, Firenze, 1916 vol. II § 2233, seg. — Si veggano anche le nostre *Lezioni di Scienza economica*, ecc. cit. p. 519, seg. # (2) **Laurent**. Op. cit. pag. 94. # (3) **Regnault**. Op. cit. p. 103. # (4) **De Laplace**. *Essai philosoph. sur les probabilités 6.e ed.* Paris, 1840, p. 197 seg. Quest'opera si trova anche come *Introduction* al *Tome septième* delle *Oeuvres complètes sous les auspices de l'Académie des Sciences*. Paris MDCCCLXXXVI — **Regnault**. Op. cit. pag. 94, 95. — **Laurent**. Op. cit. pag. 98, seg. — **J. Bertrand**. *Calcul des probabilités 2.e ed.* Paris 1907. p. 102, seg. — **Bachelier**. *La Spéc.* p. 16. seg. — **R. de Montessus**. *Leç. élém. sur le calc. des probab.* Paris, 1908, p. 74, seg. — Dicesi *speranza matematica* di un beneficio eventuale il prodotto di questo beneficio per la probabilità di realizzarlo. La speranza matematica è quindi negativa quando corrisponde ad una perdita. La *speranza matematica totale* di un giuocatore sarà la somma dei prodotti dei benefici eventuali per le loro rispettive probabilità. Un giuocatore non è avvantaggiato nè danneggiato se la sua speranza matematica totale è nulla. Si dice allora che il giuoco è equo. Il *vantaggio assoluto* di un giuocatore è uguale alla differenza fra la somma delle sue speranze positive e la somma delle sue speranze negative; il *vantaggio assoluto* è quindi la

E non essendovi un gran passo dall'assunzione di rischi per atti che devono avere una portata sull'avvenire, alla creazione di cotali rischi: altri hanno addirittura identificato il cosiddetto spirito o talento speculativo, coll'intelligenza inventiva, coll'abilità nel campo dell'attività economica. Il Pareto ha identificato l'istinto speculativo coll'istinto delle combinazioni, in contrasto coll'istinto di persistenza degli aggregati (1).

Nè son mancati coloro i quali han ridotto la speculazione all'assunzione di rischi inerenti alle variazioni di prezzi nel tempo, senza dire poi ad es. di quali prezzi abbia a trattarsi: cioè se di prezzi all'ingrosso o al minuto; e per quali beni economici: lasciando così aperta la via ad includere fra le operazioni speculative gran parte di quelle che vengon dette d'impiego (§ 13 - A; § 17 - A) e tutte le specie di speculazione sulla variazione dei prezzi, anche quelle compiute nei piccoli mercati.

Taluni hanno voluto avvicinare la speculazione al giuoco o alla scommessa, escludendo ogni influenza personale dell'operatore sull'esito dell'operazione, nella quale, per puro accidente si sono prese per

speranza matematica totale: è la somma che si dovrebbe dare equamente al giuocatore se lo si impedisse di giuocare quando il giuoco lo favorisce. Se un giuoco si compone di più partite, la speranza matematica totale è la somma delle speranze relative alle diverse partite, se queste debbon certamente essere giuocate. Se poi il giuoco è identico in ogni partita, la speranza totale è uguale al prodotto della speranza relativa ad una partita, per il numero delle partite. Se un giuoco è equo ad ogni partita, è equo nell'insieme, e non c'è combinazione che possa rendere vantaggioso o svantaggioso un giuoco equo ad ogni partita. La nozione di speranza matematica permette talora di determinare le probabilità, come nel caso del classico problema che segue. Due giuocatori fanno un numero illimitato di partite ad un giuoco equo, le loro fortune sono m ed n : quale e per ciascuno la *probabilità di rovinare l'altro*? Dicesi *fortuna* del giuocatore la somma totale che egli consacra al giuoco e si considera *rovinato* il giuocatore quando ha perduto tale somma. Si suppone naturalmente che dopo ogni partita, chi perde versi la sua posta al vincitore. Sia P la probabilità che il primo giuocatore rovini il

base certe variazioni di prezzi e il rischio è poi anche indeterminato (2).

Altri, per l'opposto, identificando la speculazione coll'aggiotaggio, hanno inteso per operazioni speculative ogni sorta di manovre rivolte ad influenzare i prezzi di certi beni economici.

Tutte queste diverse nozioni corrispondono, più o meno bene, ad operazioni economiche e ad attività sociali che si riscontrano effettivamente nella pratica e sono spesso talmente aggrovigliate fra di loro, che riesce difficile separarle nettamente (3).

Ma volendo elaborare una teoria puramente economica della speculazione, prescindendo da principio dal suo aspetto sociale più complesso, conviene, in una prima approssimazione, separare nel fenomeno economico la curva interpolata dalla curva reale, cioè il generale dell'accidentale, trascurando provvisoriamente quest'ultimo: conviene insomma non occuparsi del giuocatore, che allettato dalla sola idea della fortuna sperata, affronta inconsideratamente i rischi più folli e straordinari: giuocatore che, se non ha un vantaggio speciale, finisce ordinariamente per rovinarsi (4); e neppure conviene occuparsi dell'aggiotatore che, se non è molto abile e pronto e non dispone di mezzi adeguati, sui quali principalmente basa le sue operazioni, può cadere in quello stesso tranello ch'egli aveva voluto tendere ad altri; — ma soltanto conviene occuparsi del tipo economico dello speculatore, che diremo che diversifica dagli altri soggettivamente e non pel genere di operazioni che compie.

Così speculatore è per noi colui il quale, ha una certa conoscenza economica professionale del mercato in grande di una certa merce (5), che egli può anche (§ 4) non conoscere tecnologicamente (6) e che può

suo avversario; la sua speranza positiva sarà Pn , quella negativa sarà: — $(1 - P) m$. Essendo equo il giuoco la speranza totale sarà nulla e si avrà:

$$Pn - (1 - P) m = 0$$

non voler possedere definitivamente: e si fonda su certe supposizioni, che possono anche essere sbagliate, ed ammetton sempre la possibilità di supposizioni opposte, cercando di approfittare sistematicamente, nelle forme più perfette, cautelate e coordinate fra di loro, delle variazioni, (intese in senso matematico, cioè positive, negative o nulle) che avvengono ordinariamente, e non per la sola sua opera diretta, nei prezzi da un momento all'altro: trascurando, cioè supponendo eliminate in un mercato perfetto, quelle differenze di prezzi da luogo a luogo, le quali derivino soltanto da una cattiva organizzazione delle comunicazioni.

Può accadere benissimo che lo stesso speculatore compia, in un certo momento, operazioni su merci delle quali non conosce il mercato e per rischi superiori a quelli ch'egli suole assumere normalmente, ma allora l'attività speculatrice vera e propria si trasforma in puro giuoco, non si ha più da fare con uno speculatore, bensì con un giuocatore (7).

da cui si ricava tosto:

$$P = \frac{m}{m + n};$$

mentre poi si avrebbe analogamente:

$$1 - P = \frac{n}{m + n},$$

per cui le probabilità di guadagno dei giuocatori sono proporzionali alle somme che essi giuocano. Ciò vrebbe anche nel caso di tre o di n giuocatori, supponendo che il giuoco finisse quando $n - 1$ di essi sono rovinati. Quando due giuocatori non fissano il numero massimo delle partite: le loro probabilità di rovina sono inversamente proporzionali alle somme che giuocano: e il più povero sarà verosimilmente rovinato. Colui che giuoca equamente contro chiunque si presenti si trova appunto nelle condizioni di chi giuoca con un avversario molto ricco: e la sua rovina è pressochè certa. La probabilità della sua rovina si avvicina alla certezza, nello stesso tempo in cui il suo guadagno sperato cresce indefinitamente.

Così intesa la speculazione, può avere per oggetto certe merci che furono già descritte in (§ 4) ed in tal caso vien detta speculazione commerciale (§ 36-§ 41). Se ha per oggetto, valori (§ 3) si dice comunemente, speculazione finanziaria (§ 42-§ 50).

36. — Cominciamo ora a considerare la speculazione commerciale, intesa nel suo significato proprio. Per comprenderne la funzione, conviene fare dapprima un'ipotesi (A) del resto non del tutto fantastica: conviene supporre la mancanza di speculatori sui prodotti di borsa (§ 4) e vedere come si possa formare in tale ipotesi l'equilibrio del consumo con la produzione, nel caso (I) della libera concorrenza.

Passando in seguito all'ipotesi (B), che ammette la presenza di speculatori, si può vedere come si formi l'equilibrio della produzione, non soltanto nel caso (I) della libera concorrenza, ma anche in quello (II) del monopolio.

Se dal confronto dell'ipotesi (A) con l'ipotesi (B) risulterà

— **Bachelier.** *Calcul des probabilités*, cit. § 11 e seg. e per le probabilità determinate, rovina alla μ .esima partita; perdita m in μ . partite, si veggano i § 135 e seg. # (5) **Worms.** Op. cit. p. 173. — **Ben.** Op. cit. p. 128. — **Tronci.** Op. cit. p. 43, seg. — **Crump.** Op. cit. p. 399. — **Pareto.** *Cours*, vol. II, § 892. — **E. Sella.** *La speculaz. comm. e le crisi di produz.* Torino, 1906, pagina XIII, seg. — **P. Boninsegni** *Précis d'écon. pol.* Lausanne, 1910. § 561. — **Prato.** *Gli insegn. ecc.* p. 496, seg. Si è voluto rintracciare una prima operazione speculativa nell'edissodio biblico (*Genesi. Cap 41, 47*) di Giuseppe che mette da parte il grano per sette anni di carestia. — **C. Jannet.** *Le capital, la spéculation et la finance au XIX. e siècle.* Paris, 1892, p. 234. # (6) **Labriola.** Op. cit. pag. 68. # (7) **F. J. Pflieger**, in: **F. J. Pflieger e L. Gschwindt.** *La riform. delle Borse in Germ. Esposiz. dei risultat. dell' Inch. ted. sulle Bors. traduz. L. Einaudi*, in: *Bibl. dell'Econ.* 4.a serie dir. da **S. Cognetti de Martiis**, vol. II, part. II p. 580.

(36) (1) Non va confusa la speculazione esercitata dai produttori (ipotesi A-b) col ricorso che questi ultimi fanno agli speculatori, specialmente quando i ri-

che in quest'ultima e sotto le dovute condizioni, l'equilibrio della produzione col consumo si può in generale raggiungere con maggior prontezza e facilità: sarà anche messa in rilievo, nel miglior modo, la funzione economica della speculazione, a parte le sue ripercussioni fuori del campo economico, in quello sociale: ripercussioni che vanno naturalmente studiate in seguito e sotto tutt'altro punto di vista (*Parte III^a politica*).

L'ipotesi (A) va ancora suddivisa: nel supposto (a) che la mancanza di speculatori significhi anche mancanza completa di speculazione e nel supposto (b) che la speculazione, in forma più o meno appropriata, venga esercitata dai produttori e dai consumatori.

Il supposto (a) difficilmente s'incontra nella realtà economica, specialmente quando s'intenda la speculazione in un'accezione piuttosto lata (§ 35). Possiamo quindi fare a meno di considerare il supposto (a).

Il supposto (b) invece, essendo molto più reale, merita uno speciale esame. In un ambiente economico in cui, mancando gli speculatori, la speculazione venga assunta dai produttori e dai consumatori: queste due categorie di persone, oltre alle funzioni più strettamente proprie e rispettive della produzione e del consumo, vengono ad avere anche quella della speculazione.

I produttori, come tali, dovranno cercare di adattare la produzione al consumo, per avere il maggior vantaggio: vincendo la difficoltà di prevedere, non soltanto (l.o) i bisogni del consumo,

sultati della produzione sono scarsi, per coprirsi contro i rischi derivanti dalle variaz. di prezzi alle quali sono esposti i prodotti e le materie prime. Si tratta allora dell'ipotesi (B) com'è il caso ad es. dei filatori inglesi di cotone. — **Faraday** in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III p. 211, seg. ¶ (2) Pei prodotti industriali veri e propri produzione e consumo possono equilibrarsi con maggiore rapidità. — **C. Jarach**. *Appunti sulla teor. della speculaz.* in: *Suppl. Reform. Soc. Gen.* - Febr. 1912 p. 93.

benanche (2.º) i risultati della produzione: come speculatori, i produttori dovranno cercare di acquistare le materie prime e di vendere i prodotti nei momenti più opportuni, procurandosi i mezzi e le conoscenze necessarie, e sempre più difficili ad aversi, coll' estendersi del mercato: per approfittare delle variazioni di prezzo nel tempo, nel modo stesso col quale dovrebbero cercare d'approfittare nei loro contratti delle differenze di prezzi da luogo a luogo, nel caso in cui mancassero i commercianti.

Per parte loro i consumatori, come tali, dovranno cercare di adattare il consumo alla produzione: come speculatori, dovranno cercare di acquistare i prodotti nei momenti più opportuni, procurandosi i mezzi per fare le provviste e le conoscenze necessarie per trarre giuste previsioni; come dovrebbero fare del resto anche i piccoli e medi commercianti, non esistendo i grossisti speculatori.

Per risolvere nell' ipotesi (A - b) il problema dell' equilibrio del consumo con la produzione, non mancherebbero quindi serie difficoltà, specialmente in riguardo ai prodotti adatti al commercio di borsa (§ 4).

Difficilmente i produttori ed i consumatori potrebbero curare le loro funzioni proprie e insieme sviluppare la tecnica complicata (§ 32) delle operazioni di borsa (¹). Sbagliando gli uni o gli altri nelle previsioni: s' allontanerebbe, invece d' avvicinarsi, la posizione d' equilibrio fra consumo e produzione.

Come nel caso d' un commercio male organizzato, s' avrebbero qua ingombri e altrove scarsità di provviste, con influenze notevoli sui prezzi, e possibilità d' arbitraggi di luogo: nel caso d' una speculazione poco sviluppata, male si distribuirebbero le contrattazioni nel tempo e i prezzi non potrebbero fare a meno di manifestare forti distacchi da un momento all' altro ed una limitata elasticità, mentre poi non potrebbero servire in alcun modo di guida nelle previsioni, anche più prossime.

Diverso sarebbe naturalmente il caso di beni non adatti al

commercio di borsa, cioè sforniti di qualcuno dei caratteri del (§ 4), com'è a dirsi dei prodotti industriali veri e propri (2), ecc.

37. — Nell' ipotesi (B) e nel caso (I) della libera concorrenza, supposte eliminate le perturbazioni derivanti da incompleta organizzazione del commercio, e verificate tutte quelle condizioni che formano i caratteri del mercato di borsa (*Parte I^a descrittiva*) si riscontra una divisione del lavoro (1) per la quale esiste una categoria speciale di persone (§ 6 - A) che avvalendosi di mezzi adatti di previsione (§ 7) ed anche dell'opera di altre persone (§ 6 - B) cerca di approfittare, con un complesso ingegnosissimo di operazioni: a contanti ed a termine, ferme ed a premio, pel prolungamento e per la liquidazione (§ 13 - § 33) delle variazioni di prezzo in ordine di tempo.

A tale scopo gli speculatori acquistano e vendono la merce fluttuante fra la produzione ed il consumo, la merce facente parte degli *stocks* (2) procurandosi il capitale necessario per tali operazioni e cercando in un modo, sostanzialmente molto semplice, di scontare anzi tempo, a proprio vantaggio, le variazioni di prezzo (3).

Gli speculatori prendono per base delle loro operazioni i prezzi del contante, del termine fermo e del premio, nelle

(37) (1) Anche qui la divisione del lavoro va intesa nel senso di specializzazione di funzioni e di cooperazione di sforzi. — **F. Ferrara.** *Introduzione alla II.a serie*, vol. II, *della Bibl. dell' Econ. Torino, 1861*, p. XXIII. # (2) Gli *stocks* vengono considerati come serbatoi di carico e scarico. — **Lefèvre.** *Principes*, ecc. p. 11. # (3) **Prato.** *Insegnam. ecc.* p. 296, seg. # (4) **Pfleger.** l. c. p. 568. # (5) **Auspitz und Lieben.** Op. cit. p. 290, seg. — **Pareto.** *Cours, tome second*, § 893, seg. — **E. Leone** *Il principio dell' equilibrio econom.* *Pescara, 1911*, p. 57, 91, # (6) **Pfleger.** l. c. p. 440. — **Gschwindt.** l. c. p. 560. — La dimostrazione statistica dell' influenza esercitata in un senso o nell'altro dalla speculazione sui prezzi, non è possibile,

forme più varie, ma tutte riducibili ad elementi semplicissimi (§ 21).

Se in un determinato momento (z) il corso del contante è molto basso ed il termine alto, ciò che si esprimerà col dire che esiste riporto (§ 31 - II.o 1) vi saranno speculatori che opereranno tenendo conto (1) del contante, altri terranno conto (2) del termine, altri (3) del contante e del termine. Gli (1) prevedendo il rialzo del contante (speculatori al rialzo) perchè considerano che il prezzo che si quota non corrisponda alla posizione d'equilibrio (§ 34) (z) si asterranno dal vendere o compreranno: influendo, per loro conto, e a parte naturalmente tutte le altre innumerevoli circostanze operanti sul sistema economico, a non spingere oltre o ad arrestare il ribasso del contante. I (2) prevedendo il ribasso del termine (speculatori al ribasso) si asterranno dal comprare a termine, ovvero, avvalendosi del credito (4) venderanno allo scoperto, sperando di poter acquistare più tardi a miglior mercato per consegnare. Per conto loro i (2) comunque la loro opera venga ostacolata o favorita da altre forze operanti sul mercato: agiranno nel senso di non elevare ulteriormente il termine o di

rigorosamente parlando, in quanto non si possono isolare praticamente le conseguenze della speculazione, che è connessa a tutte le altre condizioni dell'equilibrio economico e non si realizza mai in condizioni di libera concorrenza. — **G. Prato.** *Speculazione e prezzi nel mercato del cotone americano*, in: *Supplemento alla Riform. Soc. Gen. Febr. 1912*, p. 6. — **E. Sella.** *Studi sugli effetti della speculaz. cerealicola.* Torino, 1904 p. 9. L' A. pone in rilievo (p. 31, seg. 64 seg. 101, seg.) le difficoltà dell'indagine statistica nei riguardi del prezzo del grano. — È forse interessante notare, che coloro i quali studiarono questioni pratiche attinenti al grande commercio, furono i primi fra gli economisti ad intuire la connessione tra i fenomeni economici e quelli sociali. Basta ricordare ad es. **Samuel Ricard.** *Traité Général du commerce.* Amsterdam, 1781, tome I, p. 31, laddove l' A. esige dal grande commerciante conoscenze pressochè universali. # (7) **Pareto.** *Manuel.* Chap. IX § 3, § 7, § 8; VI § 44, § 45. — **Boninsegni.** Op. cit. § 561, seg. Si veggano le nostre *Lezioni di Sc. econ.* p. 187, seg. # (8) In pratica si sentono spesso lagnanze nel senso che l'offerta di merce aneora in-

abbassarlo. Infine i (3), tenendo conto delle condizioni del contante e del termine ad un tempo, potranno combinare insieme ciò che gli (1) e i (2) fanno separatamente, acquistando a contante e vendendo a termine, assumendo la posizione di riportatori.

Se si avesse (β) il caso opposto, d' un contante alto e d' un prezzo basso del termine: gli (1') prevedendo il ribasso del contante (speculatori al ribasso) si asterrebbero dal comprare o vendere: rattenendo o limitando il rialzo del contante; i (2') prevedendo il rialzo del termine (speculatori al rialzo) si asterrebbero dal vendere a termine, ovvero, avvalendosi del credito, non possedendo il danaro, comprerebbero a termine: non deprimendo nell' un caso ed elevando nell'altro, per conto loro, il termine. Infine i (3') potrebbero combinare la vendita a contanti colla compra a termine, assumendo la posizione di riportati.

L'azione continua esplicata dagli speculatori, considerata del tutto a sè: nel caso (β) tenderebbe a determinare il passaggio al caso (α) dal quale tenderebbe a sua volta a spingere il mercato nel caso (β) e così via (⁵) trovando in sè stessa il proprio correttivo, colla tendenza ad eliminare le differenze di prezzo sulle quali essa si basa.

Se ne avrebbero così importantissimi risultati: particolarmente questo: che tanto i prezzi del contante, quanto quelli del termine sarebbero caratterizzati da una grande mobilità, cioè da frequenti, ma non forti, nè inattese oscillazioni (⁶) onde il mercato di borsa, reso continuo ed esteso (§ 2 - ϵ - δ) si differenzerebbe notevol-

sistente deprime i prezzi. Nel *Sole* del 21 *Luglio* 1910 si attribuiva appunto a vendite fatte allo scoperto l'oppressione dei corsi delle sete giapponesi. Si veggia anche: **Prato**. *Speculaz. ecc.* p. 4. È notata anche la lagnanza dei consumatori contro la speculazione, che eleva i prezzi. ‡ (⁹) **C. Supino**. *Il mercato mon. ecc.* p. 283. — **R. A. Murray**. *Sommari di lezioni di Econ. Pol. Firenze*, 1911 § 114. ‡ (¹⁰) **Auspitz und Lieben**. *Op. cit.* p. 284, seg. La distinzione, puramente economica, delle speculazioni indovinate da quelle sbagliate, è diversa dalla distinzione fra speculazioni buone e speculazioni cattive. In quest'ultima ripartizione

mente dal mercato del consumo, che è caratterizzato dalla costanza dei prezzi, raramente identici a quelli d'equilibrio (§ 34) ⁽²⁾ : per accostarsi invece al tipo di mercato che studia l'Economia razionale nel quale, corrispondendo le variazioni dei prezzi alla variazione dei costi in rapporto alla quantità prodotta, si consegue il massimo di ofelimità ⁽⁷⁾.

E mentre dall'una parte si ridurrebbe l'entità delle variazioni dei prezzi a contanti e di quelli a termine, in momenti successivi; dall'altra andrebbe anche ridotto lo scarto del contante dal termine, per opera della speculazione nel tempo, che verrebbe così ad esercitare un'azione analoga a quella che esercitano, sui prezzi da un luogo ad un altro, gli arbitraggi di luogo ⁽⁸⁾.

Tuttociò tornerebbe naturalmente vantaggioso alla produzione ed al consumo, che guadagnerebbero in sicurezza e sarebbero più facilmente condotti ad equilibrarsi ⁽⁹⁾.

Fin qui si è fatta l'ipotesi della speculazione indovinata, cioè di quella che previene ed asseconda i movimenti del mercato. Nel caso di speculazioni sbagliate ⁽¹⁰⁾ la soluzione pratica del problema dell'equilibrio economico verrebbe allontanata, anzichè avvicinata, accentuandosi gli scarti dalla posizione di equilibrio, con maggior danno, quando gli speculatori riuscissero, nel loro errore, a trascinarsi dietro i produttori ⁽¹¹⁾ ed i consumatori.

Tuttociò è detto in linea del tutto generale, prescindendo dalla

si fanno entrare inevitabilmente idee ed apprezzamenti morali, dai quali prescinde lo studioso di Economia razionale. ‡ ⁽¹¹⁾ **E. Sella**. *La crisi laniera*, in: *Riforma Soc.* 15 Ott. 1900 ‡ ⁽¹²⁾ Pel commercio a termine dei cereali, degli spiriti, del caffè, dello zucchero, della lana pettinata: **Pfleger**, l. c. pag. 492 seg. Pel cotone: **Faraday**, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III p. 211, seg. Per le lane, i cotonei ed i cereali: **Sella**. *La speculazione commerciale*, p. 127, seg. ‡ ⁽¹³⁾ Rendono all'evidenza il fenomeno le citate: *Graphische Darstellungen der Preisbew. der haupt. Körnerfr. an der Wiener Produktenb.* nella serie d'annate successive. ‡ ⁽¹⁴⁾ **Garnier** citato dal **Sella**. *La speculazione commerciale* p. XXXV. — **J. W. Herschell**. *Sulla teoria delle probabilità*, ecc. *Introduz.* alla *Fisica Sociale* di **A. Quetelet**. in: *Bibl. dell'Econ.* III.a serie, diretta da **G. Boccardo**. vol. II, p. 356.

considerazione dei casi concreti di speculazione su determinati prodotti ⁽¹²⁾ ed anche restando nel campo della pura teoria. In pratica, come è facile a comprendersi, ed a riscontrarsi sui listini dei prezzi, la speculazione anche meglio sviluppata, non può eliminare ad es. l'influenza dell'arrivo sul mercato delle merci di nuova produzione ⁽¹³⁾, come non può cancellare le apparenti anomalie fra prezzo e prezzo, l'influenza notevole di elementi psichici, tanto più efficaci su di un mercato, che per essere più perfetto, è anche più delicato e sensibile ⁽¹⁴⁾.

38. — Dal punto di vista della pura teoria, gli speculatori possono venir considerati (a) nei loro rapporti coi produttori da una parte ed i consumatori dall'altra, nell'ipotesi (I) della libera concorrenza e in quella (II) del monopolio; come pure gli speculatori possono venire considerati (b) l'uno di fronte all'altro, nei loro rapporti reciproci.

In ognuno dei due casi: (a) e (b), va poi tenuto conto dei rapporti che intercorrono fra speculatori veri e propri da una parte e mediatori veri e propri dall'altra: si trovino quest'ultimi ad agire: (I) in condizioni di libera concorrenza, ovvero (II) in condizioni di monopolio

(38) (1) Lefèvre. *Le comm.* p. 93. — Pfleger. l. c. p. 565, seg. — Ellis, in: Palgrave. Op. cit. vol. I, p. 769. — L. Einaudi. *A favore dei contratti differenz.* in: *Riform. Soc.* 25 Sett. 1896. — C. Supino. *Principii di Econ.* Napoli, p. 350 #
(2) Walras. *Études, ecc.* p. 283. — M. Levi. *L'assicuraz. sulla vita.* Feltre, 1911, p. 4. # (3) U. Broggi. *Matematica attuariale.* Milano, 1906, p. 29, seg. # (4), Pareto. *Manuel. Ch.* III § 226. — H. Poincaré. *Calcul des probabilités, rédigé par A. Quiquet.* Paris, 1896, p. 6. — E. Czuber. *Wahrscheinlichkeitsrechnung. Erster Band.* Leipzig und Berlin, 1908, p. 77, seg. # (5) Osserva appunto il Bachelier. (*Th. de la Sp.* p. 70) che *.. le marché, à son insu, obéit à une loi qui le domine: la loi de la probabilité.* — E. Sella. *La speculaz. e gli antichi trattatisti*, in: *Giorn. degli Econom. Ott.* 1904, (estratto dal volume). # (6) Nell'assicurazione sulla vita il Radtke, il Bohlmann, il Landrè hanno parlato

Nel caso (a - I) la funzione degli speculatori è stata lontanamente paragonata ⁽¹⁾ a quella di assicuratori, cioè di assuntori dei rischi che corrono produttori e consumatori per le variazioni dei prezzi alle quali sono esposte in ordine di tempo certe merci, prodotte dai primi e consumate dai secondi.

Tenuto il debito conto delle molte differenze che corrono fra gli ordinari procedimenti assicurativi e l'assunzione degli speciali rischi dipendenti dalle variazioni di prezzi in momenti successivi: il paragone può essere di qualche utilità teorica, soprattutto se si tien conto che manca sinora una teoria economica propria della speculazione teoria la quale possa, con vantaggio sostituire l'analogia di cui è parola e della quale sono evidenti i difetti.

Dato che il procedimento assicurativo è, in generale, una specie d'associazione, per la quale si mettono in comune certi

di minimo d'assicurati per dar stabilità all'impresa — Broggi. Op. cit. p. 343, seg. ⁽⁶⁾ Supponendo che speculatori rendano agli acquirenti e venditori di valori e merci un servizio d'assicurazione contro il rischio cui sono esposti, di non trovare da acquistare o da vendere i valori o le merci al momento voluto e altresì contro al rischio di subire il danno di oscillazioni inattese: si ammetterà che tale servizio sia un costo di produzione, sostenuto dagli speculatori e consistente in remunerazioni figurate per la loro opera personale, in interessi di capitali impiegati, in perdite sui corsi, premi di riassicurazione dei rischi, spese di mediazione, di bollo, ecc. ed ha pure un prezzo di vendita o premio dell'assicurazione, costituito da guadagni sui corsi: prezzo di vendita che si detrae dal prezzo delle vendite dei valori o delle merci fatte agli speculatori o si aggiunge ai prezzi delle compre dei valori o delle merci, fatte dagli speculatori: prezzo di acquisto che viene determinato insieme a tutte le incognite, da tutte le equazioni dell'equilibrio, comprese quelle della speculazione, che si possono pertanto scrivere nella forma più generale e più semplice. Chiamiamo: p_{ms} ; p_{ns} ; . . . i premi unitari di assicurazione contro i rischi di variazione dei prezzi delle merci o dei servizi: M ; N ; . . . considerati in numero di m' . Chiamiamo: $m's_1$; . . . le quantità dei detti servizi di assicurazione acquistate da: (1), . . . Chiamiamo: Q_{ms} ; . . . i costi complessivi dei servizi di assicurazione delle quantità: $M''s$; . . . si avrà, nell' ipotesi della concorrenza e dei prezzi variabili:

rischi, sostituendo la certezza di una frazione minima di spesa (costo dell'assicurazione o premio) all'eventualità del sinistro totale (2): affinché tale procedimento possa attuarsi, è necessario anzitutto:

$$(A') \left\{ \begin{array}{l} \frac{\partial I_1}{\partial a'_1} = \dots = \frac{1}{p_m} \frac{\partial I_1}{\partial m'_1} = \frac{1}{p_{ms}} \frac{\partial I_1}{\partial m'_{s1}} = \dots \\ \dots \end{array} \right.$$

$$(B') \left\{ \begin{array}{l} a'_1 - a_{01} + p_b (b'_1 - b_{01}) + \dots + p_m m'_1 + p_{ms} m_{s1} + \dots \\ \dots \end{array} \right.$$

$$(D''') \left\{ \begin{array}{l} Q_m = \int_0^{M''} p_m d M'' \\ Q_{ms} = \int_0^{M'_s} p_{ms} d M''_s \\ \dots \end{array} \right.$$

$$(E) \left\{ \begin{array}{l} \underline{A''} = \underline{A'''} \\ \dots \end{array} \right.$$

Equazioni (A')	(n + m + m' - 1) u
" (B')	u - 1
" (D''')	m + m
" (E)	n
Totale	n u + m u + m' u - 1 + m + m' + n

Incognite: p _b ; . . . ; p _m ; p _{ms} ; . . .	n + m + m' - 1
" : a'_1; . . . m'_1; m'_{s1}; . . .	(n + m + m') u
Totale	n + m + m' - 1 + n u + m u + m' u

il numero delle equazioni è uguale al numero delle incognite ed il problema è perfettamente determinato. Ma queste equazioni, occorre insistere, sono scritte considerando l'assicurazione come una specie di produzione (produzione di servizi assicurativi) e la speculazione una specie di assicurazione (assicurazione

(1.o) costituire un'associazione quanto più è possibile numerosa di tali rischi, (indipendentemente dalle persone cui appartengono: si tratti di una sola persona (assicurazione diretta) o di più persone volontariamente ed obbligatoriamente associate in via diretta (mutua) o indiretta per mezzo di un'impresa privata (compagnia) o pubblica (impresa di stato, ecc.)) rischi che devono essere omogenei fra di loro: onde riesca anche (2.o) non soltanto possibile, ma più sicura (legge dei grandi numeri ⁽³⁾) la previsione dei sinistri e la divisione anticipata del loro indennizzo fra i possessori dei rischi.

Nel raffronto della speculazione col procedimento assicurativo, va subito notato che i rischi di variazioni di prezzo, assunti dagli speculatori, mediante compre e vendite, sono troppo vagamente valutabili a priori, dipendendo essi da sinistri (variazioni di prezzo) che a rigore non si possono prevedere, con qualche sicuro fondamento, essendo in rapporto con tutte le mutevoli circostanze dell'equilibrio economico ⁽⁴⁾ e avendo, talora, almeno in teoria, il carattere della illimitatezza (§ 32). Ciò non esclude del resto che, nella pratica di borsa, la tecnica speculativa s'addestri (2.o) nei modi più acconci, a prevedere i sinistri (variazioni di prezzi) ed a fronteggiarli, adeguando il premio (prezzo dell'assunzione da parte degli speculatori dei rischi di variazione) al rischio; rendendo il premio minimo, colla concorrenza degli speculatori; elevandolo laddove restano possibili molti errori di previsione ⁽⁵⁾ e non riuscendo sempre ad impedire la rovina degli assicuratori (speculatori) quando la stessa elevazione del premio non sia bastata a fronteggiare il sinistro.

contro i rischi inerenti alle variazioni dei prezzi). Tale semplificazione evidentemente allontana molto dalla realtà, anche se è la sola via che ci consente di avere una veduta generale del fenomeno. Per accostarsi alla realtà, bisognerebbe tener conto delle caratteristiche dell'assicurazione, le quali la rendono diversa dalla produzione di servizi in genere, di quanto gli indennizzi per sinistri sono diversi dai costi di produzione e i premi stabiliti in base a calcoli di probabilità

D'altra parte (1.o) l'associazione dei rischi non manca nella pratica speculativa, in quanto i veri speculatori, cioè quelli di professione, ne assumono un numero grande, per aver modo di compensare il vantaggio che arreca l'uno, colla perdita che cagiona l'altro (6). Gli speculatori accidentali, anzichè attuare la condizione (1.o) del procedimento assicurativo, fanno un giuoco e ne subiscono le incerte e pericolose vicende assai spesso dannose.

Considerata quindi la funzione degli speculatori, come una specie di servizio assicurativo reso ai produttori ed ai consumatori: in regime di libera concorrenza fra speculatori (1) in un dato momento, l'equilibrio sarà determinato, fra l'altro ((§ 34) (2)) dalla condizione d'eguaglianza del costo di produzione e del prezzo di vendita del servizio speculativo medesimo (6).

(premi puri) più l'addizionale per gli scarti dalle previsioni e le spese di amministrazione (premi di tariffa) sono diversi dai prezzi di vendita: e bisognerebbe poi tener conto delle caratteristiche della speculazione che la rendono diversa dall'assicurazione in genere, di quanto le perdite sui prezzi e le spese inerenti alle operazioni speculative sono diverse dagli indennizzi per sinistri e i guadagni sui prezzi sono diversi dai premi di assicurazione. La ricerca e la considerazione delle dette caratteristiche costituiscono oggetto delle successive approssimazioni alla realtà del fenomeno. Si veggano le nostre *Lezioni di Sc. econ.* p. 451, seg. # (7) **T. Fornari.** *I checks e la Clear. House. Napoli*, 1878, p. 6, ivi citati: **W. S. Jevons.** *La moneta e il meccanismo degli scambi, Milano*, 1876, e **Rota** Op. cit. **Pareto.** *Cours. Tome prem.* § 410. — *Manuel. Chap. VIII.* § 42. — **Jannaccone.** *Lezioni*, p. 721. # (8) **Lefèvre.** *Le comm.* p. 5, 6, 109. # (9) **Labriola.** Op. cit. p. 343. # (10) L'alta remunerazione del capitale speculativo ha dato motivo di lagnanza a coloro i quali vedono sotto cattiva luce il diffondersi della speculazione e ne considerano i lucri elevati, come allettamenti dannosi, rivolti a sottrarre il capitale ad impieghi socialmente più proficui (54). In questi giudizi c'è un errore economico ed un apprezzamento morale. L'errore economico, o l'omissione, consiste nel giudicare la remuneraz. indipendentem. dal rischio che in regime (1) tende a contrabbilanciarla. La valutaz. morale, se può avere, in altro campo di indagini, il suo peso, esorbita dalla ricerca di pura Economia, nella quale il solo criterio per giudicare della "bontà" di un impiego è quello della elevatezza relativa del rendimento (*Parte III^a politica*)

Non tenendo conto di tutte le altre condizioni dell'equilibrio economico, tale costo tenderà anche a scemare in regime di libera concorrenza, man mano si andrà perfezionando la tecnica speculativa.

Fra gli elementi del costo del servizio che rendono gli speculatori ai produttori ed ai consumatori, ve n'è uno che merita speciale rilievo, ed è il servizio dei mediatori, del quale gli speculatori non possono far a meno se non raramente (§ 6) assumendo talora quel servizio, i caratteri della tassa obbligatoria, se non dell'imposta, e mancando spesso la possibilità d'evasione.

Anche pel servizio dei mediatori, si possono fare i soliti due casi: se i mediatori si fanno (I) la concorrenza l'un l'altro: al punto d'equilibrio si avrà l'eguaglianza fra il costo del servizio dei mediatori e il prezzo di vendita (senseria) del servizio medesimo ((§ 34) (2)). Se invece (II) i mediatori, uniti insieme, sfrutteranno il loro monopolio di diritto o di fatto, tenderanno a renderne massimo l'introito in moneta ((§ 34) (2)). È ciò che accade più di frequente nella realtà, e spiega l'elevatezza della senseria. Anche laddove sorgono istituti in concorrenza colla mediazione ufficiale, essi non riescono ad annientare il monopolio di fatto o di diritto, per sostituirvi la libera concorrenza, ma finiscono, di solito, per venire ad accordi espressi o taciti, allo scopo di condividere i benefici del privilegio (§ 5 (3); § 34) (2)).

Fra gli elementi del costo del servizio speculativo, va pure posto il prezzo del servizio che rende agli speculatori il capitale, anche nella forma monetaria. Basta pensare alle anticipazioni, ai riporti, ecc, (§ 43).

Ma qui occorre tener presenti due considerazioni. La (1.a) è che, continuando il paragone fra speculazione ed assicurazione, va notato che, se la speculazione è così bene organizzata da aver raggiunto un certo grado di quella che in assicurazione vien detta stabilità: i bisogni di capitale sono ridotti al minimo, dovendo i premi far fronte alle indennità per sinistri, occorrendo il capitale per coperture, ecc. La (2.a) è che, sviluppandosi il commercio di borsa, si tende in esso,

forse più che nelle altre specie di scambi (7) a ridurre l'uso della moneta, per l'impiego del credito e della compensazione (§ 33), che è resa possibile dal fatto che le merci di borsa, rappresentate spesso da titoli, hanno raggiunto anch'esse (§ 4) un grado notevolissimo di fungibilità (8).

Onde si può osservare sin d'ora, che non va esagerata l'importanza dell'intervento del capitale, specialmente monetario, nella speculazione commerciale, anche se in certi momenti e sotto certe condizioni (§ 51) l'abbondanza stessa di questo capitale possa essere un valido incentivo alla speculazione (9).

Ad ogni modo, in un punto d'equilibrio, l'interesse netto di tutte le specie di capitali, e quindi anche di quelli impiegati nella speculazione, risulta determinato da tutte le condizioni che determinano l'equilibrio economico, tenuto conto anche della capitalizzazione (§ 42; § 43).

E non va trascurato fin d'ora, che all'interesse netto s'aggiungono: la quota di rischio, quella d'assicurazione, ecc. E la quota di rischio non può far a meno d'essere piuttosto elevata per capitale speculativo: ciò che vale ad accrescerne la remunerazione nominale (10).

39. — Considerando ora (§ 38 - b) gli speculatori nei loro reciproci rapporti, si può anche ammettere ch'essi attuino fra di loro una specie di riassicurazione (1) dei rischi di variazione dei prezzi; rischi assunti insieme colle compre e vendite della merce fluttuante tra la produzione ed il consumo. Cedendosi l'un l'altro la merce assunta, non appena gli speculatori temono d'aver sbagliato le previsioni: se ne cedono i rischi, che così coll'allargarsi della loro associazione van divisi, insieme coi benefici e le perdite dell'assicurazione: onde collo svilupparsi dell'abilità degli speculatori e col perfezionarsi della tecnica speculativa, cioè del mercato di borsa, si stabilizzano viepiù le imprese degli speculatori di profes-

(39) (1) Già il *Michaelis* aveva parlato di mutua assicurazione. — *Struck*. Op. cit. p. 93.

sione, si da rendersi non molto più arrischiate di altre imprese, e da abbassare, in regime di libera concorrenza e *cæteris paribus*, col costo del servizio speculativo, il suo prezzo.

Naturalmente anche nelle cessioni che si fanno gli speculatori dei rischi assunti, va tenuto conto, nel maggior numero dei casi ((§ 7) (5)) del servizio dei mediatori, pel quale valgono le considerazioni svolte nel (§ 38).

40. — Resta a considerarsi il caso (§ 38 - a - II), cioè quello del monopolio d'uno speculatore singolo o di più speculatori concordi, di fronte ai produttori ed ai consumatori, come pure di fronte

(40) (1) **Pareto**. *Cours. Tome premier* § 141. — *Manuel Chap. III* § 145 # (1') Nel caso del monopolio, ad es. da parte di (2) dei servizi speculativi inerenti ad es. alla merce M, dalle (D''') scomparirà la 2^a., ma verrà sostituita dall'equazione che serve a dare il beneficio A_2 del monopolista, in funzione del prezzo p_{ms} del servizio speculativo inerente ad M e cioè

$$A_2 = f(p_{ms})$$

e stabilendosi che tale beneficio sia massimo, si avrà :

$$\frac{d A_2}{d p_{ms}} = 0$$

si veggano anche a tal riguardo le nostre *Lezioni di Sc. econ.* cit. p. 453. # (2). Intorno alla difficoltà di assicurarsi monopoli commerciali, soprattutto pei prodotti di borsa, si vegga: **Jannet**. Opera citata, pagina 290 e seguenti. È stato notato più volte ad es. che l'oro sfugge alle manovre della speculazione, come ai tentativi d'accaparramento. — **A. R. délégué à la Conférence monétaire, internationale de 1893**, in: *Journ. des Écon.* 15 Avril 1912. — Il **Prato** (*Speculaz. ecc.* p. 21, seg.) rileva che nei casi in cui si pattuisca d'accordo la riduz. della produz. i singoli produttori hanno interesse ed incentivo a mancare agli impegni presi, producendo di più, per giovare della riduzione altrui. # (3) È stato notato che il commercio a termine del petrolio, esercitato nelle borse di Berlino e di Amburgo, scomparve non appena si costituì il sindacato del petrolio. **Pfleger**. l. c. p. 606. # (4) Intorno al costo della coalizione: **Jannaccone**, *Lezioni, ecc.*, p. 246 seg. # (5) Nel caso d'accaparramento ((40) (7)) salendo i prezzi, le diverse porzioni di merce dovranno acquistarsi a prezzi diversi e allora saranno da considerarsi le posizioni successive d'equilibrio ((42) (5)). Il **Pareto** ricorda che fu l'oblio di tali considerazioni che cagionò la cattiva riuscita del tentativo d'accaparramento del rame fatto tra il 1887 e il 1888. — **Pareto**. *Manuel. Chap. III*, § 171 (1) *App.* § 38. —

agli altri speculatori. Il monopolio, degli speculatori potrà combinarsi: sia (II) col monopolio, sia (I) colla concorrenza dei mediatori: ed il monopolio o la libera concorrenza di quest'ultimi influiranno sul prezzo di vendita del loro servizio, nel modo che abbiamo visto nel (§ 38).

Affinchè si abbia il monopolio d'uno speculatore o di più speculatori concordi, di fronte ai produttori, ai consumatori ed agli altri speculatori, bisogna che un solo speculatore, o più speculatori, espressamente o tacitamente d'accordo, riescano a modificare i prezzi di una o più merci ⁽¹⁾, elevando per tal modo il prezzo complessivo cioè l'introito pel servizio reso. In questo caso il monopolista o i monopolisti concordi, cercheranno di elevare ad un massimo l'introito derivante dalla vendita del loro servizio ((34)⁽²⁾) Teoricamente il monopolio degli speculatori, il quale è una specie di monopolio commerciale, non presenta difficoltà di studio ⁽¹⁾. Nella pratica, in genere, il monopolio commerciale, per essere efficace e durevole, va congiunto a quello della produzione ((34)⁽²⁾). Ma per le merci di borsa, le quali posseggono i caratteri visti in (§ 4), il monopolio della produzione non è tanto facile a stabilirsi nè a conservarsi ⁽²⁾. Nel caso in cui una merce di borsa venisse monopolizzata durevolmente, cioè nella produzione e nello spaccio, nei diversi luoghi, per un certo tempo: assumendosi i monopolisti

C. Supino (*Princ. cit.* p. 551) mostra come l'elevazione del prezzo derivante dall'accaparramento facesse entrare in attività miniere povere di rendimento, le quali non poterono essere accaparrate dagli speculatori. ‡ ⁽⁶⁾ **Boninsegni**. *Op. cit.* § 554, 565. ‡ ⁽⁷⁾ Nel campo della produzione e della vendita dei prodotti industriali, gli accordi temporanei o durevoli fra produttori, hanno assunto, in pratica, molte forme e molti nomi, sì che la dottrina non si è trovata d'accordo nella classificazione e ciò che più importa, nel giudizio intorno alla portata economica di tali accordi. Si veggano fra gli altri: **J. Bonar**, in: **Palgrave**. *Op. cit.*, vol. I, p. 229. — **J. E. C. Munro**, in: **Palgrave**. *Op. cit.* vol. I, p. 335, seg. — **Schütze**. *Op. cit.* p. 169, seg. — **F. Flora**. *I sindacati industriali (trusts)*, in: *Riform. Soc.* 15 Ott. 1900. — **E. Cossa**. *I sindacati industriali*, Milano, 1901. — **M. Panteleoni**. *Alcune osservaz. sui sindacati e sulle leghe a prop. d'una memoria del*

produttori, e fin dove è in loro potere, il regolamento della vendita, anche nel tempo, scomparirebbe l' utilità e la possibilità stessa della funzione distinta degli speculatori (3); i quali s'intromettono appunto fra produttori e consumatori per distribuire la merce nel tempo, assumendo i rischi delle variazioni di prezzo (§ 32; § 38). Resterebbe soltanto quella specie di speculazione ricordata sopra, ed esercitata dai monopolisti per conto loro, allo scopo di tentar d' accrescere i benefici del monopolio, con una conveniente distribuzione dello spaccio dei prodotti nel tempo.

Diverso è il caso di un monopolio conseguito transitoriamente dagli speculatori. Questo caso non è infrequente nella realtà.

Ma anche per la sua attuazione, non mancano difficoltà gravi e talora insormontabili. Fra queste van messe: l' estensione del mercato di borsa e la rapidità delle comunicazioni (§ 7). Chi tenta il monopolio, deve disporre di larghi mezzi (4) e soprattutto di grande prontezza di movimenti; deve conoscere la condizione del mer-

prof. Menzel. in: *Scritti varii di economia.* Milano, 1909. Pei sindacati finanziari: — **G. Arias.** *Sulla classificazione dei sindacati finanziari*, in: *Diritto Commerciale*, rivista di **Cogliolo** e **Supino**, Luglio 1911. Nel commercio di borsa son noti i *corners*, mediante i quali una categ. di speculatori è messa alla mercè di un'altra categ. Gli speculatori *cornered* sono quelli che han venduto allo scoperto (*baissiers, bears, Kontremine*) per più di quanto vi sia di disponibile sul mercato. Se i compratori (*haussiers, bulls, Liebhaber: Mine*) che s'accaparrano quella merce han modo di chiedere la consegna, possono *étrangler* i venditori, che non sanno rivolgersi altrove, per procurarsi la merce. Col *rig* invece si cerca di assicurarsi tutta la merce per dettar la legge ai compratori. — **Palgrave** Op. cit. vol. I, p. 427. — **Jannet** (Op. cit. p. 282, seg.) rileva la differenza fra gli antichi accaparramenti e i moderni *corners*. Gli organizzatori di questi ultimi continuano le vendite, per quel tanto che occorre allo scopo di non affamare i consumatori e si servono dei *warrants* per procurarsi denaro. L'A. descrive diversi esempî di *corners* (p. 289 seg.) — Il **Pareto.** (*Cours Tom. Sec. § 907²*) ricorda pure parecchi tentativi di *corners*, solitamente falliti. Il **Palgrave** (*ibid.*) accenna al *rig* e *corner* ad un tempo della *Société des Métaux* francese, che tentò d'accaparrarsi fra il 1887 e il 1888 tutta la produzione del rame, ma finì disastrosamente. — **Jannet.** Opera citata, pagina 320, seguenti. Su quel tentativo e su altro del genere,

cato e degli *stocks*, per poter fare previsioni quasi certe intorno alle variazioni dei prezzi, all'intervento dei surrogati, ecc. altrimenti può essere tosto sconfitto dalla reazione stessa del mercato, per cui tendono ad eliminarsi, più o meno rapidamente, quelle condizioni che potevano essere abilmente sfruttate (5).

L'indole stessa del mercato di borsa, acconsente talora il ricorso a mezzi che possono avere una grande influenza psichica (vendite simulate (6), voci false, ecc.). Ma tutti questi mezzi possono avere un'efficacia soltanto temporanea e portano in se stessi la causa della propria eliminazione; onde ancora si vede che tutto dipende dal poterne e saperne prontamente approfittare.

Se lo speculatore sa giovare delle condizioni di monopolio, e magari sa determinarle, evitando anche di incappare in ostacoli giuridici, penali, ecc. ne pagheranno il prezzo i produttori e i consumatori della merce transitoriamente monopolizzata. Fallendo il ten-

fatto 10 anni più tardi dal gruppo **Rockefeller**, che riuscì a portare il prezzo del *Lake copper* da 13 a 19 *cents*, mantenendolo fino al 1901 a 17 *cents*, assorbendo 300 milioni di libbre di rame dagli *outsiders* e deprimendo poi per parecchi anni il corso del rame a 11 *cents*, si trovano ragguagli in: **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10 p. 15, 16. L'A. accenna anche a un nuovo tentativo patrocinato, nel 1909, dal **Morgan**. Si trattava di rimpiazzare delle società aventi insieme un cap. nom. di 500 milioni di doll. Si disse che la nuova compagnia possedesse un miliardo. Così pure ricorda l'A. (p. 334, 347) che alla fine di Febr. del 1909 si formò una *clique* di rialzisti sul frum. In Apr. a capo del *corner* a Chicago era **James Patten**, della casa *Bartlett Patten & Co.* Allora si credette a un tentativo d'*étranglement* per il Maggio. Il 15 Aprile il frum. di Maggio era 1.29 1/4, ma poi ribassò, quando si constatò che il capo del movimento s'era ritirato in un *rancho* nel Colorado. Il 24 Apr. il frum. di Maggio valeva 1,18; il 30: 1,24. Lo stesso **Raffalovich**. (*Le march. fin.* 1910-1911, p. 15, 16) ricorda che un gruppo di speculatori di Bombay riuscì un certo momento a *étrangler* il mercato dell'argento di Londra, essendo stato pagato pel disponib. un premio di 7/8 *penny* per oncia. Gli acquisti degli speculatori cominciarono in Marzo, nell'idea che il governo delle Indie avesse da comprare argento in autunno. A poco per volta fu acquist. uno *stock* valutab. a 4 milioni e mezzo di Lst. di cui una parte si trovava a Londra ed il resto a Bombay, e di cui l'esistenza costituiva una minaccia

tativo dello speculatore, egli stesso potrà averne gran danno, venendo colpito da quell'arma ch'egli aveva tentato di rivolgere ad altri, e tutto l'ambiente economico risentirà le conseguenze del turbamento prodotto, essendosi allontanata la posizione d'equilibrio: a parte sempre le ripercussioni non strettamente economiche (*Parte III^a politica*) e cioè: morali, politiche, sociali (7).

41. — L'indagine economica fin qui fatta ci ha indotti a considerare la speculazione commerciale come un servizio recato da certe persone, le quali si assumono i rischi inerenti alle variazioni di prezzo di certi prodotti, nel periodo che intercorre fra la loro produzione e il loro consumo. A seconda che tale servizio viene prestato in condizioni di libera concorrenza o di monopolio: al punto di equilibrio, il prezzo sarà eguale al costo, ovvero il prezzo potrà esser quello che reca il massimo introito al monopolista (§ 34 (2)). Così intesa

sospesa sul mercato. Il governo delle Indie non fece gli acquisti in autunno, ma, data la temperatura favorevole, i raccolti furono abbondanti, gli affari ripresero lena, e gli speculatori poterono sbarazzarsi di parte del metallo. Nello stesso 1910 si ebbe in Inghilterra il famoso *boom* del caucciù. Il *good sheet rubber* era a 7 sh. 7 pence all'inizio del 1910. La speculazione sulla materia prima e sulle azioni faceva salire il prezzo. Il 16 Aprile il *fine hard Para* era a 12 sh. 6 pence la libbra. Poi venne la reazione, onde si quotò al 31 Dic. 5 sh. 6 pence. Nel 1910 si crearono 260 compagnie pel caucciù, con un cap. di 42 milioni. È degno di nota che al tracollo della materia prima, sopravvenne quello delle azioni gonfiate dai lautì dividendi. Ciò accadde in Inghilterra anche pel rame: le azioni delle compagnie ribassarono *in simpatia* colla materia prima. — Stone e Raffalovich. *Le march. fin.* 1910-11 p. 207, 216. Di tentativi più o meno notevoli, da parte degli speculatori, è parola quasi ogni giorno nelle cronache commerciali.

(41) (1) Pareto. *Manuel, Chap. III.* § 171. ‡ (2) L'Economia matematica ha stabilito le equazioni dell'equilibrio economico anche nel caso del *commercio internazionale*, cioè nel caso in cui non si consideri più una sola collettività isolata X, ma si considerino più collettività, X; Y; ... le quali, pur restando tutte indipendenti le une dalle altre, in modo da poter regolare la propria produzione e non quella delle altre, almeno direttamente: vengano in rapporti reciproci. Si consideri una collettività X

la speculazione commerciale rientra propriamente nei fenomeni della Dinamica economica (1) e s'addestra di continuo ad avvicinare l'equilibrio della produzione col consumo, non di rado subendo essa per prima i danni derivanti da errori eventuali commessi nella direzione o nella intensità dei movimenti suscitati nei prezzi.

La speculazione si connette pertanto a tutte le circostanze dell'equilibrio economico e da tutte dipende, ma più strettamente essa dipende da quelle circostanze che influiscono sul suo costo.

Abbiamo accennato al servizio dei mediatori e all'interesse del

in rapporto con altre collettività dette Y, ritenute, per semplicità, come formanti una sola collettività. Ci sono note (34)(2) per ciascuna collettività le condizioni d'equilibrio, ma tali condizioni non sono sufficienti per risolvere il problema che ci poniamo, perchè ci sono altre incognite e cioè: le quantità di beni economici scambiati fra X ed Y. Se tali quantità sono 100, occorrono 100 altre condizioni. E si avrà intanto (α) il bilancio di X nei suoi rapporti con Y; per stabilirlo occorrerà tener conto di ogni entrata e di ogni uscita. Il bilancio di Y, sarà implicitamente dato da quello di X. La considerazione dei bilanci dà così una sola condizione (α). Ma occorre inoltre (β) che i prezzi, non considerando le spese di trasporto, d'assicurazione, di cambio, ecc. siano eguali per le quantità scambiate, non potendosi avere che un prezzo in un medesimo mercato (*legge d'indifferenza del Jevons*). Presa una delle merci come moneta internazionale, restano 99 prezzi. Le condizioni d'eguaglianza (β) son quindi 99. Aggiunte alla condizione (α), fanno 100 condizioni, cioè quante ne occorrono per determinare le 100 incognite. L'ipotesi d'una sola ed identica moneta per X ed Y è troppo irrealè, perchè la stessa Economia pura possa accontentarsene: onde conviene supporre che X ed Y abbiano monete loro proprie, anche se identiche e coniate dello stesso metallo. In tal caso la moneta di Y ha un certo prezzo, misurato in moneta di X: ciò dà origine ad una nuova incognita, da aggiungersi alle 100 già ricordate. Ma avendosi nel nuovo caso 100 prezzi, che valgono a costituire le condizioni (β), il problema resta pure determinato. — Pareto. *Manuel. Chap. VI, § 65, seg.* Coi simboli algebrici: *Cours. Tom. prem. (294)*. — G. Sensini. *Teoria dei cambi esteri*, in: *Giorn. degli Ec. Giugno 1907*. Si veggano anche le nostre *Lez. di Sc. econ.* p. 370 e seg. — Prendendo una merce come moneta, i rapporti di scambio di questa merce colle altre, cioè i prezzi, dipendono da tutte le condizioni dell'equilibrio economico e sono determinati, quando sono determinate quest'ultime. Se la merce-moneta ha un'ofelimità diretta, servendo al consumo, ed indiretta, servendo alla circolazione (F. Ferra-

capitale speculativo. Approssimandoci di più al fenomeno concreto, dovremmo tener conto di molte altre circostanze, dalle quali deve astrarre la teoria economica pura, cioè matematica, della speculazione, considerandole come elementi perturbatori. Tali circostanze possono essere anzitutto costituite da ostacoli alle trasformazioni nello spazio, derivanti da cattiva organizzazione delle comunicazioni, da dazi protettivi ed imposte di circolazione in genere, da difficoltà dei rapporti internazionali (commercio internazionale), dal costo elevato dei pagamenti internazionali (corsi dei cambi), ecc. come pure tali circostanze possono riguardare le trasformazioni nel tempo, onde andrebbero considerate ad es. le variazioni monetarie (2), ecc.

ra. *Della moneta e dei suoi surrogati*, in: *Bibl. dell'Econ. Sec. ser.* vol. VI. Torino, 1859, p. CCXLIV, seg.) volendo aumentare tutti i prezzi, per es. del 20%, occorrerebbe, non soltanto produrre un corrispondente mutamento nell'ofelimità della merce-moneta in confronto all'ofelimità delle altre merci, ma anche disporre della quantità di moneta che è sufficiente per la circolazione coi prezzi aumentati del 20%. Perchè la quantità di moneta dovesse in tal caso variare in proporzione dei prezzi (*teoria quantitativa*) bisognerebbe che, variando i prezzi, non variassero: (1.o) la rapidità di circolazione della moneta; (2.o) le proporzioni dei succedanei della moneta (biglietti di banca, assegni bancari, cambiali, giri di conti, ecc.). Con tali restrizioni, i prezzi verrebbero determinati dall'ofelimità della merce-moneta e dalla sua quantità circolante. Se la moneta non fosse costituita da una merce, ma ad es. da pezzi di carta emessi dallo Stato, tutti i prezzi dipenderebbero dalla quantità di quei pezzettini di carta posti in circolazione. Ma va subito notato che le restrizioni supposte non sono mai completamente realizzabili. Nel caso della carta-moneta (I), si possono avere due posizioni d'equilibrio con tutte le circostanze identiche, tranne le seguenti: (1.o) i prezzi sono cresciuti, come volevamo, del 20%; (2.o) è aumentata la rapidità di circolazione, come pure può essere aumentata la proporzione dei succedanei della moneta, in modo che la stessa quantità di moneta sia bastante per la circolazione coi nuovi prezzi. Essendo quest'ipotesi abbastanza reale, si può concludere che in (I) sarebbero possibili posizioni identiche d'equilibrio con prezzi differenti. Nel caso d'una merce-moneta (II) sarebbe necessario che la rapidità di circolazione della moneta e la proporzione dei suoi succedanei aumentassero tanto, da rendere troppo grande la quantità di merce-moneta in circolazione, così che ne potesse aumentare il consumo e diminuire l'ofeli-

Non sarebbe difficile far intervenire una ad una tutte queste circostanze, per studiare le mutazioni o, come si suol dire praticamente, gli inconvenienti arrecati da ciascuna. Come pure non sarebbe difficile, estendendo l'indagine dal campo economico a quello sociale (*Parte III.^a politica*), tener conto di innumeri altre circostanze particolarmente subbietive, che influiscono sul fenomeno economico e lo modificano.

42. — Fra le varie specie di produzione, merita, in Economia in genere, e specialmente nel tema che trattiamo, una considerazione a parte la produzione dei capitali. Come abbiamo visto (§ 34) ⁽²⁾ in Economia pura o razionale si chiamano capitali certi beni economici che vengono impiegati materialmente od economicamente nella produ-

mità elementare. Sembrando l'ipotesi difficile a realizzarsi nelle volute proporzioni, si potrebbe concludere che in (II) sono impossibili posizioni identiche d'equilibrio con prezzi diversi. E la conclusione sarebbe giusta se il consumo della merce-moneta fosse grande quanto la somma degli altri consumi o poco meno: ma per l'oro, che è la merce-moneta dei popoli civili, ciò è ben lungi dal verificarsi. Inoltre per l'oro, che non è una merce d'uso giornaliero, c'è un certo margine nell'eguaglianza che la sua ofelimità deve avere con quella delle altre merci. Di più le variazioni dei prezzi delle altre merci non influiscono molto sulla produzione dell'oro. Per queste ed altre ragioni, si può quindi concludere, che, coll'oro moneta, sono possibili, entro certi limiti, posizioni identiche d'equilibrio, con prezzi diversi: posizioni che non verrebbero quindi determinate completamente ed esclusivamente dalle formule dell'Economia pura. — Pareto. *Manuel. Chap. VI, § 70, seg.* Si veggano anche: D. Berardi. *La moneta nei suoi rapporti quantitativi Torino, 1912, pag. 237, seg.* — A. de'Stefani. *Gli scritti monetari di F. Ferrara e di A. Messedaglia, ecc. Padova, 1908, p. 21 seg. e Velocità e giacenza delle monete; Caratteristiche notevoli. Venezia, 1913.* — G. Del Vecchio. *I princ. della teor. econ. della mon. in Giorn. degli Ec. Nov.-Dic. 1909, p. 540, seg.* Si veggano le n. *Lez. di Sc. econ.* p. 516, seg.

(42) ⁽¹⁾ Walras. *Études*, p. 429. — Pareto. *Cours. Tom. prem. § 90.* Il risparmio-capitale, è impiegato a fare anticipi alla produzione. Consumandosi esso interam. in ogni atto produttivo, viene, ricostituito, prelevando una quota sul prodotto, per modo che serva pur esso indefinitamente. Intorno alla nozione di capitale variam.

zione e dei quali si consumano soltanto i servizi, venendo i capitali stessi ricostituiti alla fine d'ogni periodo produttivo (1). Questi capitali, nel maggior numero, sono prodotti direttamente dalle imprese che li utilizzano o da altre imprese, mediante la trasformazione del risparmio, cioè dell'eccedenza della produzione sul consumo del reddito. Questo risparmio che, come il capitale, prende in piccola parte la forma monetaria (2), non dipende soltanto dal reddito che può ottenere (3). Siccome una volta stabilitosi l'equilibrio, operandosi in condizioni di libera concorrenza, il prezzo di vendita è uguale al costo di produzione ((§ 34) (2)): l'interesse netto del capitale (cioè il costo di trasformazione nel tempo) o l'interesse lordo (prezzo dell'uso del capitale) meno la quota d'ammortamento, il premio d'assicurazione,

inteso: **U. Ricci.** *Il Capitale.* Torino, 1910. # (2) **Pareto.** *Cours. Tom. prem.* § 280, § 429. — **E. Barone.** — *Princ. di econ. pol.* vol. II. Pescara, 1909, p. 195. # (3) **Walras.** *Études*, p. 404. — **Pareto.** *Cours. Tom. prem.* § 418. seg. — *Manuel. Chap. VIII.* # (4) **Pareto.** *Cours. Tom. prem.* § 105, seg. *Tom. Sec.* § 724. — *Manuel. Chap. V.* Si veggano le n. *Lez. di Sc. econ.* p. 335 seg. # (5) Il **Pareto** dà, nel *Manuel. Chap. V.* § 89-92, la nozione del fenomeno economico della rendita, nel modo che noi qui adottiamo. Si consideri un certo numero di spazi di tempo uguali e successivi. In generale cambierà la posizione d'equilibrio dall'uno all'altro. Si supponga che un certo bene economico (A) abbia un prezzo di 100 nel (1.o) spazio di tempo. Se in questo spazio di tempo non viene consumata tutta la quantità prodotta di (A), la porzione rimanente, che aveva il prezzo di 100, andrà ad aggiungersi alla nuova porzione di (A), ottenuta nel (2.o) periodo. Supponiamo che insieme confuse queste due porzioni abbiamo il prezzo di 120. Chi possiede la porzione di (A) rimasta dal (1.o) spazio, fa un guadagno corrispondente alla quantità rimasta, moltiplicata per la differenza di prezzo: 20 (tolte naturalmente le spese di conservazione ed altre simili). Se il prezzo nel (2.o) spazio fosse inferiore a quello del (1.o), per la differenza si verrebbe invece ad avere una perdita; sempre nel caso che i prezzi degli altri beni economici: (B); (C); . . . ; non avessero variato nelle stesse proporzioni, nel qual caso il guadagno o la perdita sarebbero soltanto nominali. Facendo intervenire la nozione di capitale, si può, in una (1.a ipotesi) supporre che l'interesse netto dei capitali sia rimasto identico nel (2.o) spazio di tempo, a quello che era nel (1.o): per es. al tasso del 5%, (A) preso ora come

ecc. deve essere uguale al frutto netto del risparmio, (cioè dedotto il premio d'assicurazione): come si suole ammettere, del resto, nel linguaggio corrente. E siccome, per la cosiddetta *legge d'indifferenza del Jevons*, in un sol momento non vi può essere che un sol prezzo per un dato bene, in un dato mercato: gli interessi netti di tutti i capitali devono essere uguali, naturalmente nell'ipotesi e soltanto nell'ipotesi, che tutti i capitali siano prodotti nello stesso momento (⁴). Considerando invece successive posizioni di equilibrio, può sorgere il fenomeno della rendita (⁵).

capitate, avendo nel (1.o) spazio di tempo un prezzo di 100, dava 5 netto, nel (2.o) spazio di tempo, avendo per prezzo 120, dà 6 d'interesse netto. Se (A) è un capitale che non si produce, ad es. è un capitale fondiario, si deduce, all'opposto del caso prec. il prezzo dal reddito. Nel (1.o) spazio il reddito netto era di 5, il prezzo era quindi di 100; nel (2.o) il reddito è di 6, il prezzo sarà salito a 120. Se gli altri capitali: (B); (C); . . .; non hanno aumentato di prezzo, nelle stesse proporzioni di (A), il proprietario di quest'ultimo capitale gode un vantaggio. Se in media tutti i prezzi dei capitali: (B); (C); . . .; hanno aumentato del 10%: il prezzo di (A) nel (2.o) periodo dovrebbe essere di 110 e al 5% il reddito netto dovrebbe essere di 5,50. Paragonato agli altri capitali, (A) dà quindi un reddito netto di 0,50 in più. Tale quantità vien detta dal **Pareto**: *rendita acquisita* nel passaggio da una posizione ad un'altra. Supponendo, in una (2.a ipotesi), che anche il tasso dell'interesse netto sia mutato dalla (1.a) posizione, alla (2.a), elevandosi in quest'ultima, per es. al 6%: (A) che nel (1.o) spazio aveva un prezzo di 100, dava un reddito netto di 5; nel (2.o) spazio, valendo 120, darà un interesse netto di 7,20. Se in media i prezzi di tutti i capitali sono aumentati del 10%: (A) che, nelle condizioni di questa media, avrebbe un prezzo di 110 e al tasso del 6% darebbe un reddito netto di 6,60: reca al suo possessore 0,60 di rendita acquisita passando dalla (1.a) alla (2.a) posizione. Nel § 747 del *Cours (Tom. Sec.)* si trova esposta la nozione generale del fenomeno della rendita in simboli algebrici. — Intorno alla teor. della rend. soprattutto all'esame delle discussioni avvenute riguardo alla dottrina del **Ricardo**, si veggia: **F. Guarnieri**. *Le basi della rend. ricard. ed il progresso agric. Padova*, 1907. Si veggia inoltre: **G. Sensini**. *La teor. della "rend. "* Roma 1912. Si veggano infine le n. *Lezioni di Sc. econ.* p. 356 e seg.

43. — Nel (§ 42) abbiamo dato la nozione generale del fenomeno della capitalizzazione. In una successiva approssimazione alla realtà, occorre apportare delle restrizioni ai principî esposti. Di fatto, i diversi capitali danno interessi netti diversi. Si possono fare per tanto diverse classi di capitali; ed è nel maggior numero di queste classi che gli interessi netti tendono ad eguagliarsi, sotto determinate condizioni, e su di un mercato sempre più largo ⁽¹⁾. Ciò accade, principalmente, mediante la trasformazione materiale d'una parte d'un capitale in un altro più produttivo, quando ciò sia possibile, o mediante la trasformazione del nuovo risparmio nel secondo capitale anzichè nel primo ⁽²⁾.

Le classi di capitali possono essere molte, in ragione dei diversi criteri di distinzione. Il Walras ⁽³⁾ distingueva i capitali fondiari, da quelli mobiliari e dai personali, che costituiscono evidentemente una categoria *sui generis*, la cui produzione risente molto meno delle pure circostanze economiche.

Il risparmio può essere impiegato in tutte queste specie di capitali, che hanno caratteristiche particolari; ma sono i capitali mobiliari (officine, case, provviste, animali, macchine, mezzi di trasporto, mobili, moneta metallica, ecc.) che si ottengono più facilmente colla trasformazione del risparmio; e sono pure i capitali mobiliari in buon numero trasportabili.

Gli investimenti del risparmio si possono distinguere anche a seconda della loro durata, più o meno lunga, in ragione della quale, non tenendo conto di altre circostanze, può variare la remunerazione.

(43) ⁽¹⁾ Pareto. *Manuel. Chap. V* § 58. — Jannaccone. *Lezioni*, p. 495. # ⁽²⁾ Pareto. *Cours. Tom. Sec.* § 724. # ⁽³⁾ Walras. *Élémt.* § 170, seg. # ⁽⁴⁾ Pareto. *Cours. Tom. prem.* § 477. — *Manuel. Chap. VIII*, § 49. # ⁽⁵⁾ C. Supino. *Il mercato monet.* p. 205. # ⁽⁶⁾ C. Juglar. *Des crises commerciales, ecc. Paris*, 1889, p. 134. # ⁽⁷⁾ C. Supino. *Il mercato ecc.* p. 210. # ⁽⁸⁾ R. W. Barnett, in: Palgrave. *Op. cit.* vol. I, p. 590. — Pareto. *Cours. Tom. prem.* § 463. # ⁽⁹⁾ Secondo la terminologia scientifica, (*Manuel. Chap. VIII*. § 29, 30) si dice *moneta ideale* o *numerario* una merce che serva ad esprimere i prezzi delle altre merci, senza intervenire materialm. negli scambi; se interviene, si dice *moneta concreta* o *moneta semplicem.* (Giac. Luzzatti. *Della moneta ideale nei suoi rapp. colla mon. reale ecc. II. ed. Padova* 1898). Una mer-

Ma va rilevato, infine, che la capitalizzazione può avvenire col l'intervento (I) dei banchieri e con quello (II) degli speculatori.

Fra le funzioni delle banche e dei banchieri, notevole è quella di trasformare il risparmio semplice in risparmio - capitale ((§ 42) (1)) e talora in capitale (4).

I banchieri ricevono depositi e fanno, fra l'altro: (1.o) prestiti, (2.o) sconti di cambiali, (3.o) riporti, ecc.

L'interesse dei prestiti (1.o) se varia in genere, come tutti i prezzi, col variare delle condizioni dell'equilibrio economico ((§ 34) (2)), particolarmente varia in rapporto ai rischi (i quali sono alla loro volta in ragione delle forme di protezione giuridica, come pure dipendono dalle specie di garanzia (prestito su pegno, prestito lombardo (§ 31 - I.o - a)) e varia anche in rapporto alla durata dei prestiti stessi, la quale può influire grandemente sulle variazioni dei rischi: avvenendo nel tempo non di rado cambiamenti nella solvibilità dei debitori, nei sistemi e nei rapporti monetari, ecc. (5).

Gli sconti di cambiali (2.o) consistono nell'anticipare l'importo di cambiali (che possono avere una scadenza diversa, fino a sei mesi e più, ma in banca solitamente di tre) meno un per cento, che dicesi sconto. Il tasso dello sconto è pertanto il prezzo dei servizi del capitale-moneta circolante (6). Molte circostanze rendono praticamente diverso il saggio dello sconto da quello dell'interesse (7).

Non va trascurato che lo sconto si rilascia in anticipo e che si quota *au dehors* (8). Se ammonta al 5 % ad es.: l'effetto di 100 è pagato

ce è *moneta vera* se, ad es. un Cg. di essa merce non monetata può, con pochissima differenza, scambiarsi con un Cg. di essa merce monetata. È invece *moneta fiduciaria*, se viene accettata volontariamente dagli scambisti; è invece *falsa moneta* (non moneta falsa) quando l'accettazione di essa nei pagamenti è resa obbligatoria dalla legge. Si chiama infine *moneta fiduciaria a corso legale* quella che deve essere accettata dal pubblico al valore legale, ma può essere convertita tosto. Tanto la moneta vera, quanto la falsa, possono servire a facilitare gli scambi. Ma soltanto la moneta vera può garantire lo scambio. Si veggano le n. *Lezioni di Sc. econ.* pag. 497, seg. # (10) C. Supino. *Stor. della circolaz. banc. in Ital. dal 1860*

95 (calcolando per l'anno) e il banchiere riceve 5 lire, non già su 100, ma su 95: ciò che eleva il tasso da 5 a 5,26 %.

Inoltre la durata stessa del prestito, che si fa scontando una cambiale, influisce sul tasso di sconto, diversi essendo i rischi e le previsioni per tempi diversi.

In rapporto a queste previsioni vi può essere un andamento diverso e persino antitetico fra il saggio dello sconto di cambiali a breve e quello di cambiali a lunga scadenza.

Il saggio dello sconto varia anche a seconda che lo sconto è fatto da banche e banchieri privati (sconto libero) o dai grandi istituti d'emissione (sconto ufficiale) (§ 7) ⁽⁸⁾. Gli istituti di emissione emettono i biglietti di banca e conservano la moneta metallica, che dovrebbe servire a cambiare tali biglietti, perchè restino moneta fiduciaria, cambio di diventare falsa moneta ⁽⁹⁾. In tal modo gli istituti d'emissione assicurano la circolazione monetaria del metallo, risparmiandone l'impiego, col consumo che ne deriverebbe, nella circolazione ⁽¹⁰⁾. È nell'intento di conservare le riserve metalliche, che gli istituti di emissione variano il saggio dello sconto, introducendo talora un elemento politico ⁽¹¹⁾ in tale specie di prezzo. Ma va rilevato che dove esiste una moneta vera, il tasso di sconto non può variare da quello che corrisponde alla posizione d'equilibrio ⁽¹²⁾. Un tasso eccessivamente elevato, allontanerebbe dalla banca le domande di credito e metterebbe in movimento le forze che varrebbero a ristabilire l'equilibrio; mentre un saggio troppo basso esaurirebbe ben

al 1894. Torino, 1895, pag. 117. — Pareto. *Manuel. Chap. VIII.* § 46. ‡ ⁽¹¹⁾ M. Pantaleoni. *Consideraz. sulle proprietà di un sistema di prezzi politici*, in: *Giorn. degli Ec. Gen. Febr.* 1911. ‡ ⁽¹²⁾ Pareto. *Manuel. Chap. VIII.* § 48. ‡ ⁽¹³⁾ Si veggano a questo riguardo le idee del dr. Koch, antico direttore della *Reichsbank*, in: Schütze. *Op. cit.* p. 125. — C. Supino. *Il merc.* p. 291. ‡ ⁽¹⁴⁾ Sensini. *Teor. dei camb.* l. c. E si veggano le n. *Lez. di Sc. econ.* p. 547 seg. ‡ ⁽¹⁵⁾ Pareto. *Man. Ch. VIII.* § 31, seg. — Boninsegni. *Op. cit.* § 210, seg. — Schütze. *Op. cit.* p. 396. — E. Leone. *La Lettera di cambio come merce*, in: *Giorn. degli Ec. Dic.* 1910. — G. Del Vecchio. *Il premio sull'oro*, in:

tosto le riserve monetarie della banca (che verrebbero portate anche all'estero) nonostante i rifornimenti; stimolando in più la produzione e la speculazione (13), onde attraverso scosse brusche si tenderebbe poi ancora alla posizione d'equilibrio.

Naturalmente è diverso il caso di un paese a circolazione fiduciaria da quello di un paese a corso forzoso. La circolazione fiduciaria presenta una certa elasticità e può adattarsi ai bisogni del traffico, ma può anche trasformarsi in una circolazione di falsa moneta (14). Col corso forzoso il saggio dello sconto può elevarsi e tende poi di solito a stabilizzarsi in un paese che, per così dire, si isola dalle correnti della circolazione monetaria internazionale.

Queste correnti sono in rapporto al commercio internazionale, alla bilancia dei debiti e dei crediti, ai corsi dei cambi, tutti elementi che influiscono particolarmente sul saggio dello sconto e intorno ai quali è opportuno dare qualche cenno, sebbene si esponga nozioni comunemente note ed accette.

Volendo dalla piazza X fare un pagamento sulla piazza Y, si può acquistare, ad es. un Cg. d'oro sulla piazza Y. La differenza di prezzo fra il Cg. d'oro in X e il Cg. d'oro in Y costituisce il cambio, ((§ 13) (8)), che si dice sfavorevole ad X se la differenza è positiva, favorevole se è negativa. La differenza fra il Cg. d'oro in X e quello in Y, non dipende soltanto dalla diversità di spazio, (spese di trasporto, assicurazione, ecc.) ma può derivare anche dalle spese di coniazione dell'oro in moneta e dalla perdita di interessi per il tempo necessario al trasporto, ecc.

Giorn. degli Econ. Apr. 1911. # (16) **Walras**. *Élém.* p. 115, seg. — **Haupt**. *Op. cit.* p. 1, seg. # (17) **G. I. Goschen**. *La teor. dei cambi esteri*, trad. **C. Baer**. *Bibl. dell'Ec.*, 4.a serie, vol. II, parte II, p. 11. # (18) **Lefèvre**. *La Bourse*, p. 127. — **Tronci**. *Op. cit.* p. VI. — **Pareto**. *Cours. Tom. Sec.* § 851¹. — **Sensini**. *Teor. dei cambi*, l. c. — **Schütze**. l. c. p. 223. — Vanno anche ricordati gli studi del comm. **B. Stringher**, direttore della Banca d'Italia, intorno alla *Bilancia dei pagamenti tra l'Italia e l'estero*. A tal proposito si veggano: *La fin. it. del 20 Genn 1912*, articolo del direttore: **L. Fontana-Russo**. *La bilancia, ecc.* ed **A. J. de Johannis**. *Alcune consideraz. ecc.* in: *L'Economista di Firenze*, 25 Febbraio

Allo scopo di fare il predetto pagamento da X in Y, si può anche acquistare un credito su Y (assegno bancario, cambiale, ecc.) pagando il cambio. Quando il cambio raggiunge le spese d'invio dell'oro (punto superiore dell'oro) e le supera (il che vuol dire che non c'è più modo di compensare i debiti coi crediti e occorre saldare in oro il debito in più) si può spedire l'oro da X ad Y; sebbene in pratica gli istituti di emissione, allo scopo di conservare le loro riserve auree, cerchino e, fino ad un certo punto, riescano, ad ostacolare l'invio d'oro (15).

Sempre allo scopo di fare il predetto pagamento da X in Y, si potranno anche (16) acquistare, ove convenga, delle cambiali in Z; U; ecc. pagabili in Y (arbitraggio).

Vi è una categoria speciale di persone le quali si esercitano a questa specie d'arbitraggi, disponendo singolarmente di opportune conoscenze, di mezzi rapidi di comunicazione e di informazione, d'abilità di calcoli: tutti vantaggi che tendono a diventare di dominio comune in un mercato internazionale sviluppato, eliminandosi così via via la possibilità dei lauti e sicuri arbitraggi.

Gli stessi arbitraggi eliminano le differenze su cui si fondano ed estendono il sistema della compensazione dei debiti e dei crediti fra una piazza e le altre. Ed è dalle condizioni della bilancia dei debiti e dei crediti (17) in un dato momento, che deriva l'esistenza o meno del cambio, che dovrebbe tendere a scomparire nel caso di perfetto pareggio delle partite.

1912. # (19) Juglar. l. c. p. 141. # (20) Karl Marx. *Das Kapital*, III Band. *Zweiter Theil herausgeg. von: F. Engels. Zweite Aufl. Hamburg*, 1904, p. 113. — Raffalovich. *Le march. fin.* 1909-10, p. 584, seg. Si veggano le n. *Lez. di Sc. econ.* p. 372 e seg. come pure i nostri articoli: *Il corso dei cambi ed il capitale straniero. Gazzetta commerc.* Venezia, 18 Ott. 1913; *Correzione o deformazione dei cambi?* in *Corriere economico*, Roma, 12 Luglio 1917; e *Regole di arbitraggio di cambio*, in *Rivista dei Ragionieri*, Padova, Genn. 1920. # (21) Pareto. *Man. Ch. VIII.* § 35. # (22) Allix. Op. cit. p. 58. — M. Fanno. *La funz. dei riporti nelle operaz. di borsa*, in: *Annuario della R. Scuola Sup. d' Appl. per gli studi comm. in Genova, Anno Scol. 1906-1907*, pag. 97, seg. — La Banca d'Inghilterra per assorbire oro, evitando i saggi bassi dello sconto e

Ma va notato che i debiti e i crediti derivano, non soltanto dalla bilancia visibile delle esportazioni e delle importazioni, ma anche dalla bilancia delle esportazioni ed importazioni non rilevate: movimenti di navi, di titoli, pagamenti d'interessi, rimesse di emigranti, spese dei forestieri (18); inoltre influiscono sui cambi le variazioni monetarie (19), come pure influiscono le previsioni e gli apprezzamenti che fanno gli speculatori intorno ai fatti economici, politici, ecc. gli interventi dell'azione di Stato, ecc. (20).

Una volta stabilito l'equilibrio del commercio internazionale ((§ 41) (2)) esso può venir turbato, ad esempio da un aumento d'importazione di merci. Siccome occorrerà pagare in oro questo aumento d'importazione, il cambio diverrà sfavorevole, il prezzo della moneta nazionale espresso in monete straniere diminuirà, quindi i prezzi delle merci nazionali, nominalmente gli stessi, diminuiranno, quando vengano espressi in moneta straniera e ne risulterà uno stimolo all'esportazione, un freno all'importazione: due forze che tendono a ristabilire l'equilibrio. Per ottenere oro dall'estero, si dovrà pagare un interesse più elevato; le banche di emissione dovranno elevare lo sconto; ciò che ostacolerà le trasformazioni del risparmio in capitale e in nuovi consumi; onde anche da questa

l'esportazione della moneta aurea, dà a riporto parte dei titoli pubblici che possiede. — C. Supino. *Il merc.* p. 232. — *L'Econ. dell'It. Modern* 4 Febr. 1911. # (23) Barriol. Op. cit. p. 339. # (24) C. Supino. *Le op. di B.* p. 76. # (25) A dar maggior valore alle osservazioni contenute nel testo, occorrerebbe disporre d'un largo materiale statistico. Agli accenni fatti in ((7) (8)) per tutti i grandi istituti d'emissione, va aggiunto, per l'Italia, che, nel 1911, la *Banca d'Italia* ha fatto per sconti di cambiali, assegni ed altri titoli un N. di 2.251.829, per L. 2.963.678.779 contro N. 1.898.383, per L. 2.714.487.436 nel 1910. Sconto medio 4,94 % contro 4,61 % nel 1910. Inoltre titoli pubbl. e cedole scontati per L. 1.142.598, contro 2.014.119 nel 1910. Anticipazioni: N. 2653 per L. 761.366.889 contro N. 2.628; per L. 670.280.487 nel 1910. Sconti sull'estero L. 111.990.749,03. Divise estere (acquisti e vendite) L. 475.181.391. Circa 60 milioni di meno del 1910. — *L'Econ. dell'It. Modern. Suppl. al N. 30 Marzo 1912.* — *Banco di Napoli*, nel 1911: effetti scontati nel Regno N. 687.838, per L. 735.189.309,92 con una diminuzione sull'anno prec. di

parte si manifesteranno delle energie rivolte a ristabilire l'equilibrio.

Opposte considerazioni andrebbero fatte naturalmente nel caso in cui l'equilibrio fosse turbato da un eccesso di esportazioni.

Non presenterebbe poi difficoltà lo studiare questi casi nell'ipotesi di un paese a circolazione cartacea (21).

I banchieri investono anche i loro capitali nei riporti (3.o). I riporti costituiscono un credito che vien fatto direttamente agli speculatori, perchè possano prolungare le loro operazioni, coi rischi che sono ad esse inerenti (§ 31 - II.o): credito che è quindi fatto indirettamente a coloro i quali emettono titoli e in attesa che i titoli dalle mani degli speculatori passino a quelle dei risparmiatori. Si tratta di un credito breve, al massimo di sei settimane, di solito, per quanto i riporti si possano rinnovare (22). Il tasso del riporto diretto (il riporto indiretto consta di due operazioni (§ 31 - II.o - a - b)) risulta dalla differenza fra il prezzo dell'acquisto a contanti di titoli, fatto dal banchiere, e il prezzo più elevato della vendita a termine della stessa quantità e qualità di titoli. Il tasso netto dei riporti, come tutti i prezzi dei servizi di capitali (interesse, sconto) vien determinato da tutte le condizioni dell'equilibrio economico e in un punto d'equilibrio non potrebbe diversificare dall'interesse netto medio dei capitali, il quale a sua volta in un punto d'equilibrio si dovrebbe equiparare al frutto netto del risparmio (§ 42). Ma abbiamo già visto che in pratica la libera concorrenza livellatrice non è mai perfetta; la trasformazione del risparmio in capitali viene talora ostaco-

103.579 effetti per L. 28.154.040,85. Saggio medio 4,94%. Nel 1910: 4.60%. Effetti scontati sull'estero: 2.588.610,05. Anticipaz. su titoli N. 3658 per L. 57.019.463,51, con un di più sul 1910 di N. 200 e un ammontare in meno di L. 12.131.944,59. Saggio dell'int. da 4 a 5 1/2%. — *L'Econ. dell'It. Modern.* 13 April. 1912. — *Banco di Sicilia* nel 1911: sconti N. 256.137 per L. 314.489.545,47, con un di più sul 1910: N. 27.985 per L. 36.465.937,90. Saggio medio 4.89%. Anticipaz. su titoli N. 12.042 per L. 41.874.474,11; aum. sul 1910 di L. 5.258.435,95. Saggio non infer. al 4% al massimo 5 1/2%. Movim. compl. della divis. ester. L. 128.889.361 con un aumento di Lire

lata, onde si riscontrano gruppi non concorrenti di capitali. È per tutte queste ragioni che il tasso del riporto, pur essendo in un certo rapporto coll'interesse dei prestiti ⁽²³⁾ e specialmente dei così detti prestiti lombardi (§ 31 - 1.º - a) come pure col saggio dello sconto: se ne differenzia talora in modo notevole, costituendo la speciale remunerazione, o, per dir meglio, il prezzo del servizio di una speciale categoria di capitali, esposti a rischi particolari. Questi capitali dei riporti vengono dati non soltanto dai banchieri (§ 7), ma anche da persone o società che si trovano ad avere in certi periodi delle disponibilità (§ 31) come pure vengono dati dai ribassisti che hanno bisogno dei titoli che vendettero allo scoperto, e vengono dati infine da coloro i quali richiedono certi titoli per partecipare a certe estrazioni a sorte, a certi diritti di opzione, a certe assemblee, dove non costituisca un ostacolo la nominatività, ecc. Tutti questi contributi influiscono naturalmente sul tasso del riporto; come vi influiscono in genere le condizioni del mercato e specialmente del mercato monetario. Vi sono, sotto questo riguardo, dei periodi di grandi pagamenti, che assorbono il medio circolante e questi periodi combaciano talora colle chiusure d'esercizio, colla compilazione dei bilanci delle varie imprese. Il desiderio di gonfiarli, fa sì che si spingano i titoli al rialzo, necessitando, in tal caso, maggior quantità di capitali pei riporti: ciò che ne eleva il saggio. E sul saggio dei riporti influiscono le condizioni della speculazione: i forti impegni al rialzo tendendo ad elevare i riporti. Vi influiscono le previsioni che si fanno sull'avvenire. Come pure vi influiscono tutte le circostanze particolari riferentisi alle singole

28.218.850,45 nel 1910. — *L'Econ. dell'It. Moder.* 6 April. 1912. — *Banca Commerc. Ital.* nel 1911: Sconti eff. sull'It. e sull'estero N. 2.605.786 per L. 8.672.944.804,71. Riporti: rimanenz. al 31 Dic. 1910: L. 98.985.637,75. Per riporti attivi si pagarono L. 1.526.604.780,89. Totale L. 1.625.590.418,64. Per estinz. di riporti vennero esatte L. 1.535.403.029,66. Rimanenz. al 31 Dic. 1911 L. 90.187.388,98. — *Banco di Roma*, 1911. Effetti pubbl. val. industr. e riporti L. 1.722.105.853,89. Portafoglio Italia ed

categorie e specie di titoli, alla solvibilità delle persone che chiedono di prolungare, ecc.

Non è quindi da far meraviglia se il saggio dei riporti va soggetto a notevoli oscillazioni, anche se in un mercato bene organizzato le scosse brusche vengono in buona parte eliminate.

Se in un dato momento, in un certo mercato, viene eliminata in modo assoluto la concorrenza dei capitali e tutto il capitale che può servire ai riporti si concentra nelle mani di uno o di pochi: costoro possono, fino ad un certo punto, dettare la legge alla speculazione⁽²⁴⁾. Un tasso di riporto molto elevato può indurre gli speculatori al rialzo ad una liquidazione disastrosa. Un tasso di riporto molto basso o nullo o il deporto: possono dar incentivo alla speculazione eccessiva, cui succederà poi la reazione⁽²⁵⁾.

estero L. 3.170.276.102,99. — *L'Ec. dell' It. Mod. Suppl. al N. del 30 Marz.* 1912. Al 31 maggio del 1920: Portafoglio: B. Ital. di sconto 1.946,4 milioni di lire; B. Comm. 2.337,2; Credito Ital. 1.816,6; B. di Roma 627,2; totale 6.727,4; Riporti attivi: B. S. 435,2; B. C. 673,7; C. I. 272,6; B. R. 123,3; totale 1.504,8; Titoli di credito: B. S. 118,2; B. C. 154,7; C. I. 55,2; B. R. 57,8; totale 385,9. Dalla *Fin. ital.* 11 *Maggio* 1912 ricaviamo i dati della (Tav. I).

Anno	VALORI SCONTATI (Migliaia di lire)			ANTICIPAZIONI (Migliaia di lire)		
	Banca d' Italia	Banco di Napoli	Banco di Sicilia	Banca d' Italia	Banco di Napoli	Banco di Sicilia
1907	2.265.557	646.593	245.866	469.768	55.736	56.069
1908	2.045.102	677.841	245.799	501.980	51.302	55.991
1909	2.170.990	766.658	244.421	502.349	63.825	40.823
1910	2.716.501	769.663	278.014	670.281	82.332	36.616
1911	2.964.821	740.562	314.480	761.366	75.407	41.875

Tavola I

Nel 1919: Sconti: B. d'It. 4.551,9 milioni di L.; B. di N. 1.549,3; B. di S. 586,8; totale 6.688,0; Anticipazioni: B. d'It. 10.077,9; B. di N. 469,3; B. di S. 191,2; totale 10.736,4.

44. — Un'altra specie di capitalizzazione (§ 42; § 43) avviene coll' intervento degli speculatori (§ 43 - II). Si tratta dell' investimento del risparmio in titoli di varia natura e principalmente in azioni ed obbligazioni di enti pubblici e privati, (§ 3). È di tale specie di capitalizzazione, e soprattutto della funzione che in essa esercitano gli speculatori, che dobbiamo qui occuparci particolarmente.

Il prezzo del servizio dei capitali forniti contro titoli va soggetto alle stesse leggi economiche che valgono per tutti i prezzi (§ 34) ⁽²⁾ e particolarmente per i prezzi dei servizi dei capitali. In un punto d' equilibrio il rendimento netto percentuale dei valori di qualunque specie, non dovrebbe diversificare dall'interesse netto medio dei capitali e quindi dal frutto netto del risparmio. Ma vi sono circostanze pratiche che ostacolano tali adeguazioni; onde il reddito del capitale investito nei titoli, per quanto stia sempre in rapporto coi redditi degli altri impieghi di capitale ⁽¹⁾, non coincide necessariamente con tali redditi.

Sotto questo riguardo va pure tenuto conto della specie di investimento che rappresentano in genere i titoli. Anche quando

(44) ⁽¹⁾ Da diversi anni e specialmente dopo la guerra, si discute intorno al ribasso del corso dei consolidati anche più antichi ((10) ⁽²⁾); ((3) ⁽¹⁶⁾) e l'entità delle conseguenze pratiche sociali di questo fenomeno, induce a suggerire rimedi ed a trarre profezie sull'avvenire. L'argomento è del genere di quelli che tratteremo particolarmente nella (*Parte III.^a politica*) di questo saggio. Ma si può dire fin d'ora, nel caso specifico, che non tutti i rimedi suggeriti potrebbero, qualora adottati, servire allo scopo. taluni potrebbero anche determinare effetti opposti a quelli voluti. Le profezie poi, chè si son fatte anche profezie in proposito, hanno, come si è sperimentato più e più volte, nel maggior numero dei casi, ben poca ragion d'essere: sia perchè è già difficile stabilire particolarmente quali e quanti siano i fenomeni che possono determinare in pratica certe conseguenze economiche; ma ancor più perchè, anche stabilita, in teoria la serie di tali fenomeni, è poi quasi impossibile predire quali dei detti fenomeni e con quale intensità e con quali altri fenomeni opposti o confluenti avranno a verificarsi. Per una questione del genere di questa si veggia: Pareto. *Cours. Tome prem.* § 466, seg. — *Manuel. Ch. VIII* § 26, seg. Si veggano anche riprodotte

l'investimento sia molto lungo, o addirittura perpetuo: chi possiede il titolo può rientrare in possesso della somma corrispondente vendendo il titolo e troncando, per conto proprio, quel dato investimento, che poteva essere lungo quanto la vita del capitalista, e riesce breve o brevissimo. Naturalmente tale possibilità dipende dall'indole del titolo e sarà notevole, se il titolo ha un mercato continuo: nè recherà danno l'avvalersi in qualunque momento di tale possibilità, se il titolo non avrà un corso molto oscillante, (come non l'hanno, ad esempio i titoli a rimborso sicuro per un ammontare fisso) e se le spese di vendita non saranno molto elevate (2).

Ma soprattutto il reddito percentuale lordo varia da valore a valore ((§ 3) (16)) presentando talora delle anomalie (3) che sarebbero inspiegabili, se non si tenesse conto della variabilità degli apprezzamenti individuali e di diversi elementi extraeconomici: come l'impulso del sentimento, che fa preferire un investimento ad un altro, comunque più redditizio, ed impedisce, in tutto o in parte, che gli investimenti più remunerativi facciano la concorrenza a quelli che lo sono meno (4).

L'investimento in (§ 3-I'') dà luogo ad un rischio diverso dall'investimento in (§ 3-II''). Nei (§ 3-I'') rientrano i debiti pubblici, che rappresentano per gran parte capitali ormai del tutto consumati o comunque impiegati a scopo politico (5) ai quali corrisponde soltanto l'impegno di pagare l'interesse, mediante proventi d'imposte, delle quali i debiti pubblici effettivamente tengono luogo (6).

sul *Sole* del 19 Luglio 1910 le considerazioni del **Neymarck** intorno all'impiego del risparmio. Tutto quello che la Scienza econ. pura può dire intorno alle oscillazioni dei corsi dei consolidati ed ai loro attuali ribassi è che si tratta di movimenti che tendono a condurre a posizioni di equilibrio dinamico fra i prezzi delle varie merci, compresi i prezzi dei servizi dei capitali e fra quest'ultimi i capitali investiti in titoli del debito pubbl. Spetta poi all'Economia applicata indagare in particolare quanto abbiano influito a determinare il ribasso precedente la guerra le affrettate conversioni, compiute in momenti realmente o artificialmente propizi, quanto abbia influito, soprattutto dopo la guerra, l'accrescersi degli altri prezzi, fenomeno quest'ultimo che ha preso il nome di "rincarare della vita", ed abbiano influito gli eccessi delle emissioni di titoli pubblici e privati seguiti anche al rincarare derivato dalle inflazioni monetarie, ed abbiano influito le distruzioni

In base alla solidità degli impegni, possono anche distinguersi (1) i debiti pubblici degli Stati che mantengono i propri impegni, da quelli (2) degli Stati che mantengono parzialmente i loro impegni e talora non li mantengono affatto (7).

Infine una notevole differenza esiste fra il rendimento dei (§ 3-I''''') e quello dei (§ 3-II'''''). Il rendimento lordo più mutevole dei (§ 3-I''''') in confronto di quello solitamente più stabile dei (§ 3-II''''') dipende dalla maggior variabilità della quota d'assicurazione pel rischio corso (8).

La distinzione walrasiana dei (§ 3-I''''') dai (§ 3-II''''') apre la via a studiare la funzione degli speculatori nel campo della capitalizzazione col mezzo di titoli.

45. — L'ipotesi (A) della capitalizzazione col mezzo di titoli, senza l'intervento degli speculatori, è quasi del tutto irreali, ma può farsi egualmente a scopo di studio. In tale ipotesi si avrebbero: da una parte (1) i produttori di risparmio, dall'altra (2) coloro i quali hanno bisogno dell'uso di questo risparmio: lo Stato, i Comuni, le Province, le imprese private: bancarie, di trasporto, industriali, ecc. Gli (1) e i (2) dovrebbero cercarsi. Incontratisi: gli (1) cederebbero l'uso del proprio risparmio ai (2) e ne riceverebbero in cambio dei titoli di varia specie, rappresentanti: questi accreditamenti di capitali nuovi e diritti ad interessi; quelli partecipazioni ad imprese e diritti ad utili eventuali, partecipazione a perdite.

di capitali, il rialzo del saggio dell'interesse derivato anche da esse e dalla riduzione del risparmio ecc. Si veggano: **G. Borgatta**. *Il saggio dell'interesse ha tendenza a rialzare?* in: *Riform, Soc. Febr.* 1911 ed **I. Fisher**. *The impatience theory of interest*, in: *Scientia*. 1. IV. 1911. p. 383 # (2) **Pareto** *Man. Ch. VIII* § 13, 14. — **C. Supino**. *Le op.* ecc. p. 27. # (3) **Pareto**. *Man. Ch. VIII* § 12, bis. # (4) **Juglar**. *Op. cit.* p. 122. # (5) **Pareto**. *Man. Ch. VI*. § 27. — **A. Loria**. *Corso compl. di Econ. Pol. per cura di G. Fenoglio*. Torino 1910 p. 288. # (6) **C. Supino**. *Le op. di B.* p. 43, 44. # (7) **Pareto**. *Cour. Tom. Prem.* § 461, 462. — Secondo le informazioni del *Council of the Corporation of foreign Bondholders* (38.º *Rapp.* riferito dalla: *Fin. it.* del 18 Maggio 1912) erano allora 4 gli Stati americani completamente insolvibili: il Guatemala, l'Honduras, il Nicaragua e l'Equatore. # (8) **Pareto**. *Cours. Tom. Prem.* § 457.

(45) (1) È ben diverso il caso degli (1) che speculano in un mercato in cui esi-

In teoria l'ipotesi (A) sarebbe ineccepibile, ma essa urta contro difficoltà pratiche. In pratica sarebbe infatti difficile l'incontro immediato degli (1) coi (2) e quindi si stabilirebbe raramente e difficilmente l'equilibrio fra il risparmio e la capitalizzazione.

Anche nel caso della capitalizzazione, l'ipotesi (A) si può sudistinguere in due sottoipotesi e cioè: (a) la mancanza di speculatori segna la mancanza completa di speculazione (§ 35); (b) in mancanza degli speculatori, sono gli (1) e (2) i quali speculano, cioè cercano il momento più opportuno per cedere gli uni il loro risparmio e per procurarsi gli altri ciò che loro abbisogna (§ 36).

Per accostarsi un po' più alla realtà, conviene attenersi ad (A-b). Anche in tale ipotesi gli inconvenienti pratici non mancherebbero. Gli (1), oltre al produrre il risparmio, dovrebbero studiare il momento e i modi più opportuni per cederne l'uso. I (2) oltre al trasformare il risparmio in capitale, dovrebbero procurarsi, nei tempi e nei modi più acconci, l'uso del risparmio. Mancando una classe di persone specializzate, difficilmente gli (1) e i (2) saprebbero svolgere da soli la tecnica delle operazioni di borsa, cioè delle operazioni a termine, che valgono a creare un mercato continuo, ben informato (§ 1), con opportune difese contro i sinistri (§ 38) con la riduzione delle oscillazioni brusche dei prezzi (§ 37), ecc. Prevarrebbe per la compra e la vendita dell'uso del risparmio il mercato a pronti, regolato dalle condizioni mutevoli dei vari momenti e dalla considerazione delle condizioni dell'istante, caratterizzato indubbiamente da brusche oscillazioni di prezzo. Gli (1) difficilmente cedrebbero nei momenti e nei modi più convenienti la loro merce: talora non troverebbero compratori, altra volta affronterebbero rischi elevati e neppure valutabili, e si lascierebbero andare a quegli ec-

stano gli speculatori. In tal caso gli (1) possono avvalersi direttamente, più o meno bene, s' intende, delle modificazioni che l'opera degli speculatori apporta al mercato. E ciò che accade oggi in pratica, specialmente in quei periodi in cui si diffonde lo spirito speculativo (51). — Piccinelli. O. c. p. 1, 2. Lo stesso risparmiatore può

cessi di fiducia, e di sfiducia, di mimetismo e di follia, che caratterizzano un mercato non stabilizzato (1): D'altra parte i (2) non troverebbero sempre ed alle condizioni più convenienti il modo di procurarsi l'uso del risparmio; dovrebbero qualche volta ritardare i loro investimenti, qualche volta dovrebbero rinunciare ad essi e andare forse in rovina. Si avrebbero insomma tutti gli inconvenienti che possono derivare dalla mancanza o dalla difficoltà d'equilibrio fra risparmio e capitalizzazione: con danni diretti per gli (1) e pei (2) e indiretti per gli altri membri della società economica.

Ma i caratteri posseduti dai valori come merci (§ 2; § 3) e soprattutto l'inevitabilità di apprezzamenti subbiettivi diversi, cui possono andar soggetti, spiegano forse per buona parte il sorgere e lo svilupparsi della speculazione finanziaria vera e propria, prima e meglio delle altre forme di speculazione commerciale vera e propria.

46. — Nella capitalizzazione col mezzo dei titoli l'ipotesi più reale è quella (B) dell'intervento degli speculatori (§ 43-II) E nello studio della speculazione finanziaria, come in quello della speculazione commerciale in genere (§ 36; § 38; § 39) si possono considerare: dapprima (a) gli speculatori nei loro rapporti coi (§ 45-1) da una parte e coi (§ 45-2) dall'altra, quando (I) gli speculatori stessi si facciano la concorrenza (§ 47) ovvero (II) quando uno, o più d'essi riuniti, si trovino in una posizione di monopolio stabile o transitorio (§ 48); in seguito si possono considerare (b) gli speculatori nei loro reciproci rapporti (§ 49).

Sempre poi va tenuto conto, che nel costo del servizio degli speculatori entrano, fra l'altro: il prezzo dell'opera dei mediatori e il prezzo dei servizi del capitale speculativo (§ 38).

capire se un titolo è sotto al corso che ha generalmente e se conviene quindi acquistarlo, poi percepire regolarmente i frutti e attendere, senza premura, che migliori di corso. — **Laurent.** Op. cit. p. 100.

Molte delle considerazioni fatte nel caso generale della speculazione commerciale (§ 36-§ 41) valgono anche, senza restrizione alcuna o con qualche restrizione, pel caso specifico della speculazione finanziaria, onde basterà sovente, per ragione di brevità, un semplice richiamo.

47. — Cominciamo a considerare il caso (§ 46-B-a-1). Gli speculatori su titoli vengono a porsi fra i (§ 45-1) e i (§ 45-2) e coi mezzi di cui dispongono, colla competenza che proviene dalla specializzazione delle funzioni (§ 37) assumono, in diversi modi ((§ 9) (3)) l'emissione dei titoli, mediante il concorso dei banchieri, quando gli assuntori non siano essi stessi banchieri, garantendo agli (1) il conseguimento delle quantità volute di titoli, ai (2) il collocamento dei titoli; come pure gli speculatori assumono i titoli che gli (1) rimettono sul mercato, facendo in tal caso operazioni a breve termine, su titoli che rappresentano investimenti a lungo termine (11) e talora perpetui.

Le operazioni che gli speculatori finanziari compiono, stimolati dal proprio tornaconto personale, sono, in sostanza, quelle stesse, seppure più perfezionate, che compiono in genere gli speculatori commerciali (§ 37).

Lo speculatore che prevede il rialzo di un titolo o di più titoli, perchè ad es. il risparmio si forma rapidamente e la capitalizzazione è lenta ad assorbirne l'uso, acquista allo scoperto, per vendere poi a termine.

Lo speculatore che prevede il ribasso, perchè ad es. il rispar-

(47) (1) Barriol. Op. cit. p. XII. Al riguardo delle emissioni, van posti in rilievo alcuni fatti, che si rendono ogni giorno più evidenti. L'accrescersi delle emissioni da una parte, dall'altra il diffondersi dell'uso d'investire, oltrecchè in depositi, in titoli, i piccoli risparmi, come pure l'accentrarsi delle banche ed il moltiplicarsi delle loro succursali: son tutti fatti che hanno contribuito a svolgere la funzione delle banche stesse, in ordine all'assunzione delle emissioni, la quale, con-

mio si forma lentamente e la capitalizzazione è attiva, vende allo scoperto, per poi acquistare a termine.

E nella serie delle operazioni speculative (§ 32) l'operatore trova quelle più conformi ai suoi calcoli e quelle anche che possono, fino ad un certo punto, premunirlo dagli sbagli di previsione e giovargli a correggere gli stessi errori di previsione (2).

Se il meccanismo del mercato non è perfettamente scorrevole, lo speculatore può compiere anche arbitraggi (3) delle varie specie (§ 16).

Se il rialzo atteso dall'acquirente a termine non sopravviene, egli può farsi riportare i titoli, che intanto vengono ritirati dalla circolazione dal capitalista che dà i fondi.

Se non viene il ribasso atteso dal venditore a termine, egli può farsi dare a contanti i titoli da chi li ha, impegnandosi di riportarli a termine: per modo che quei titoli entrano in circolazione (§ 31), (4).

Lo speculatore cerca, insomma, di prevedere le variazioni dei corsi, giovandosene, con operazioni acconcie, prima degli altri.

È noto che tutte le incognite del problema economico dipendono da tutte le equazioni dell'equilibrio economico, ma che dal punto di vista dinamico e da quello pratico, si possono considerare certe incognite, come più specialmente dipendenti da equazioni introdotte con esse nel problema per determinarle, ritenendo soddisfatte le altre equazioni (5). Ciò vale particolarmente pel corso dei titoli. Onde si possono considerare senz'altro le variazioni che avvengono nel corso di certi titoli in seguito al variare di talune circostanze particolari.

tro la tradizione inglese, non è più opera della finanza separata dalla banca (Jannet. Op. cit. p. 156, 402, seg.) ed anche in ordine al collocamento dei titoli ((6-A-b). — F. Delaisi. *La démocratie et les financiers*. Paris. 1910, p. 34. — *La fin. ital.* 15, 29 Giugno 1912): collocamento che non è più opera esclusiva del piccolo e del medio banchiere, come ai tempi del Lefèvre (*La bourse*. p. 54, seg.) e del Walras (*Études* p. 401). Inoltre chi fa il prestito oggi, non pretende più, nonostante la faci-

In genere i corsi dei valori pubblici, sono, come quelli dei valori privati, in un certo rapporto coll'apprezzamento che si fa dei diritti che i valori rappresentano e mutano col mutare di questo apprezzamento, che è per di più molto subbietivo, elastico e mutevole, riguardando soprattutto i fatti politici e tutti gli altri fatti e fenomeni che influiscono sulla consistenza finanziaria degli enti pubblici.

I corsi dei titoli privati sono particolarmente in rapporto all'apprezzamento di tutte le circostanze che influiscono sul rendimento delle singole imprese. Tali circostanze possono riferirsi all'esito della produzione di quella data impresa, o al consumo di quel dato prodotto che l'impresa allestisce, alla considerazione delle persone dirigenti l'impresa (6) ecc.

Vi sono imprese, come quelle del carbone, del ferro, ecc. che producono materie prime di un numero grande di altre imprese: onde le vicende delle prime si ripercuotono su quelle delle seconde e sul mercato dei prodotti di quest'ultime, come pure su quello dei titoli che le rappresentano.

Certi fatti: come sono ad es. il regime giuridico (7) e fiscale cui le società commerciali vengono sottoposte, influiscono su di un numero grande di imprese private e quindi sui titoli che le rappresentano nel mercato finanziario.

Vi sono circostanze numerosissime che influiscono, sia pure in modo vario, per le diverse categorie: tanto sul corso dei valori pubblici, quanto su quello dei valori privati: nello stesso senso o in senso inverso anche (§ 51) o con diversa intensità. Tali cir-

lità e rapidità del collocamento per mezzo delle banche, di disfarsi immediatamente dei titoli, passandoli tosto ai risparmiatori o facendoli portare per un certo tempo dagli speculatori, in attesa di collocamento. La forma più comune d'emissione, che è quella del ricorso ai sindacati di garanzia, i quali ricevono una commissione proporzionata ai rischi ((9) (3) - b) e si servono delle banche pel collocamento, ha valso senza dubbio, fra l'altro, a legare sempre più la banca alla speculazione. — **Raffalovich.** *Le march. fin.* 1910-11 p. 3, 4. — Va rilevato che già **A. Wagner**

stanze sono ad es.: le condizioni economiche generali e particolarmente quelle della produzione e del risparmio (tasso dell'interesse, dello sconto e del riporto, ecc.; situazione degli istituti d'emissione ecc. (§ 43; (§ 7) ⁽⁸⁾)); le variazioni monetarie; i rapporti internazionali (corsi dei cambi (§ 43)) essendo divenuti i titoli un mezzo di pagamento internazionale, e corrispondendo l'esportazione dei titoli a prestiti contratti verso l'estero, mentre l'importazione corrisponde a prestiti consentiti all'estero, ⁽⁸⁾. Influiscono anche, sia pure transitoriamente, sui corsi dei titoli: i grandi pagamenti periodici ⁽⁹⁾, sebbene si cerchi di scontarne gli effetti; le liquidazioni ⁽¹⁰⁾.

Colle operazioni viste, gli speculatori mettono in relazione i diversi mercati del contante, del termine fermo e dei premi di varie specie (§ 12 - § 32).

Quando una categoria di speculatori agisce in un senso, non tarda un'altra ad opporsi, per trar vantaggio dalla reazione del mercato. E il pubblico dei non professionisti può seguire i professionisti. Annunciandosi il rialzo, il pubblico può affrettarsi a far gli acquisti dei titoli che appaiono buoni. Iniziandosi il ribasso, può essere sollecito a disfarsi dei valori che si mostrano cattivi, cedendoli a coloro i quali avevano speculato al ribasso, vendendo allo scoperto: così le perdite vengono graduate fra i successivi cessionari. La speculazione al ribasso non è che la reazione a quella al rialzo: e può valere a frenare la salita dei corsi, con vendite allo scoperto, come può valere a frenare il tracollo, cogli acquisti per coprire le posizioni allo scoperto. È così che nell'ipotesi (§ 46 - B - a - I) il mercato del contante, quello del termine e quello dei premi di varie specie

(*Del credito e delle banche*, in: *Bibl. dell'Econ. 3.a serie* vol. XI, p. 539) accennava all'assunzione da parte delle banche di credito mobiliare di obbligazioni e di azioni da vendere poi a poco a poco in borsa ai capitalisti. # ⁽²⁾ Walras. *Études* p. 417. # ⁽³⁾ Ellis, in: *Palgrave*. Op. cit. vol. II. p. 449 # ⁽⁴⁾ Walras. *Études*. p. 419. # ⁽⁵⁾ Walras. *Éléms.* § 266. # ⁽⁶⁾ Fra l'Agosto ed il Settembre del 1900 i

possono equilibrarsi tra di loro, e i vari corsi, invece d'andar soggetti a oscillazioni brusche ad intervalli irregolari di tempo, possono acquistare una grande mobilità e venir caratterizzati da continue⁽¹¹⁾, ma lievi oscillazioni, in un mercato tipico in cui si tenda a scontare gradualmente l'influenza delle circostanze perturbatrici⁽¹²⁾.

Non occorre dire che l'equilibrio può venire facilitato dagli speculatori nel caso di speculazioni indovinate, che sono poi quelle che giovano personalmente agli stessi speculatori. Nel caso opposto, di speculazioni sbagliate, gli speculatori che non fanno in tempo a correggersi (§ 23; § 24) o che non trovano freno nell'azione d'altri: come suole accadere spesso in borsa, allontanano la posizione d'equilibrio, rovinando solitamente se stessi e facendo subire agli altri, e specialmente a quelli che li hanno seguiti, le conseguenze di uno squilibrio economico.

Anche nell'ipotesi (§ 46 - B - a - I) il servizio che rendono gli speculatori ai (§ 45 - 1) i quali vogliono acquistare certi titoli per cedere l'uso del loro risparmio, o vogliono vendere certi titoli per acquistarne altri, sempre allo scopo predetto, e ai (§ 45 - 2) che vogliono vendere certi titoli, per procurarsi l'uso del risparmio e trasformare quest'ultimo in capitali: può venire paragonato con le riserve al servizio di assicuratori contro i rischi delle oscillazioni cui sono esposti, in ordine di tempo, i corsi dei titoli medesimi (§ 38).

Anche qui gli speculatori cercano di prevedere, coi mezzi e l'esperienza di cui dispongono e nei limiti del possibile, i sinistri (variazioni dei corsi) commisurando tali sinistri il premio (prezzo del servizio) il quale nell'ipotesi (I) della concorrenza fra imprendi-

titoli dell' *Union Pacific* furono caratterizzati da grandi oscillazioni per la malattia e per la morte di **Harriman**. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10, p. 352. #
(7) Il 20 Nov. 1909 la Corte d'Appello Federaz. resid. a S. Luigi, rendeva colpevole la *Standard Oil Co.* di violaz. dello *Sherman Anti-trust act* del 1890; costituendo quella sentenza una minaccia per altre compagnie del genere, la sua conoscenza fu salutata in borsa da un notevole e diffuso ribasso. — **Raffalovich**. *Le march.*

tori tenderà, *coeteris paribus*, a scendere al minimo e in un punto d'equilibrio (§ 34) ⁽²⁾, si eguaglierà al prezzo di costo (§ 38) ⁽⁶⁾.

Sono quindi problemi di probabilità, quelli che gli speculatori tentano di risolvere in modo empirico, riuscendovi talora e ricavandone vantaggio; tal'altra non riuscendovi e provandone direttamente danno, non senza arrecarne indirettamente ad altri.

La considerazione dell' indole dei problemi che devono risolvere praticamente gli speculatori, ha suggerito da tempo ai teorici della materia l'idea d'applicare alla previsione delle variazioni dei corsi ed allo studio delle operazioni che nella pratica si compiono a tale intento, il rigore dell'analisi del calcolo di probabilità.

A questo proposito si può osservare da una parte (§ 38) che altro è tentare d'indovinare, col sussidio dell'esperienza personale, la soluzione che la pratica darà ad un certo problema che dipende da numerosissime condizioni, altro è voler determinare lo stesso problema colla forma rigorosa del calcolo.

E si deve subito notare che si tratta d'un problema di Dinamica economica, che è anche la parte quasi tutta da fare della Scienza economica ⁽¹³⁾.

Ma poi è da chiedersi: come si può stabilire la probabilità di certe variazioni nei corsi, se non si possono conoscere in anticipo i fatti svariati che potranno accadere in un certo spazio di tempo, nè l'influenza che quelli che accadranno potranno avere sulle quote; e se neppure si può dire l'influenza che avrà sulla quota una operazione ben determinata, compiuta in un certo momento: e ciò per la serie d'altre circostanze che potranno venire ad aggiungersi ad essa?

fin. 1909-10 p. 356, seg. # ⁽⁸⁾ Juglar. Op. cit. p. 141, seg. # ⁽⁹⁾ Barriol. Op. cit. p. 293, seg. # ⁽¹⁰⁾ Crump. Op. cit. p. 352, seg. # ⁽¹¹⁾ Pareto. *Manuel. Ch. III* § 226, p. 244. # ⁽¹²⁾ Ellis, in: Palgrave. Op. cit. vol. I. p. 768. — Schütze. Op. cit. p. 419, seg. # ⁽¹³⁾ Pareto. *Manuel. Ch. III* § 7, seg. # ⁽¹⁴⁾ Poincaré. l. c. # ⁽¹⁵⁾ Sotto questo riguardo vanno segnalati alcuni tentativi fatti in Francia,

D'altra parte si può rispondere, in linea generale, che il calcolo delle probabilità studia non soltanto (a) questioni nelle quali il numero dei casi possibili è finito e (b) questioni nelle quali il numero dei casi possibili resta finito, ma diventa molto grande, per cui non si ha più che un'espressione approssimata della probabilità colla legge dei grandi numeri e il teorema di Bernouilli, ma benanche (c) questioni nelle quali il numero dei casi possibili è infinito, per cui occorre definire con gran cura le convenzioni preliminari (14).

E si può soggiungere, che almeno quando si tratti di titoli aventi un largo mercato, e si facciano molte restrizioni e si stabiliscano certe costanti, ricavate mediante lunghe osservazioni statistiche: si può in teoria riconoscere che in un dato mercato, in un certo momento, certi determinati movimenti nella quota di certi titoli, sono più probabili di certi altri, e certe operazioni sono teoricamente più vantaggiose per certe persone che non certe altre operazioni: e si possono in tutti questi casi notare i valori probabili corrispondenti.

Tutto dipenderà poi dal saperne far l'uso che si conviene, dal sapersi astenere cioè dal chiedere l'indicazione d'un risultato pratico specifico e sicuro da una formula teorica. Ciò che del resto non si suol fare per altre applicazioni del calcolo di probabilità, anche quando il numero dei casi possibili si può ritenere finito (probabilità di certe estrazioni) o si può pure ritenere finito ma molto grande (statistica vitale), (15).

Tutto considerato, come dicevamo, nell'ipotesi (§ 46 - B - a - I) in un punto d'equilibrio economico, fra le condizioni, va posta quella dell'eguaglianza del costo di produzione e del prezzo di vendita del servizio

dove già da tempo il **Regnault**. (Op. cit. p. 147, seg., 188, seg.) fondandosi sulle variazioni del corso della rendita francese 3 % per un lungo periodo di tempo, cercava di ricavarne delle regole. Recentemente il **Bachelier**. (*La Spéc.* p. 42) ha applicato il calcolo di probabilità alle diverse operazioni che si soglion fare sulla rendita francese 3 %, desumendo le due costanti *b* e *k*, dai valori medi ricavati

degli speculatori finanziari (§ 34)⁽²⁾; (§ 38)⁽⁶⁾); e fra gli elementi del costo del servizio degli speculatori, andran computati: il prezzo dei servizi dei mediatori, si tratti d'un prezzo fissato in condizioni (I) di libera concorrenza o (II) di monopolio (§ 46; § 38); come pure il prezzo dei servizi del capitale speculativo, (§ 46; § 38), ecc.

La speculazione finanziaria, nei limiti dell'ipotesi (§ 46; - B - a - I), a parte gli errori nella direzione e nell'intensità dei movimenti che determina, viene così a complicare apparentemente il processo della capitalizzazione (§ 32-II.o), ma può agevolarne anche l'equilibrio colla formazione del risparmio, su di un mercato sempre più vasto e perfetto.

La speculazione finanziaria può giovare a coloro i quali producono il risparmio: procurando ad essi il modo di cederne i servizi, rapidamente, con sicurezza e continuità; ma essa può giovare anche a coloro i quali trasformano il risparmio in capitale. A questi ultimi la speculazione procura, con altrettanta rapidità, sicurezza e continuità i servizi del risparmio. E si può persino verificare, che una volta costituitosi il mercato coll'ipotesi (§ 46 - B) in modo molto sviluppato, si possa, in certi casi, passare all'ipotesi (§ 45 - A) riuscendo talune società emittenti a compiere il collocamento diretto dei loro titoli, come accade non di rado ad es. in Inghilterra e come accade spesso per certi tipi di società (banche, ecc.) anche altrove⁽¹⁵⁾.

In genere poi si può ritenere che la speculazione finanziaria incoraggi in qualche modo la formazione del risparmio e contribuisca alla sua pronta trasformazione in capitale, rendendo di quest'ultimo più economica la distribuzione e più rapida la circolazione da un'impresa ad un'altra e da un paese ad un altro circolazione internazionale dei capitali⁽¹⁶⁾.

dalla *Cote de la Bourse et de la Banque* pei cinque anni che vanno dal 1894 1898. Un accenno all'argom. si trova anche in: **Montessus**. Op. cit. p. 94, seg. ¶
(15) *L' Econ. dell' It. Mod.*, 3 Ag. 1912. ¶ (16) **G. Del Vecchio**. *Teor. dell'espportaz. del capitale*, in: *Giornale degli Econ.* Ag. 1910. — **A. Graziani**. *Movimento internaz. di capitali e di prodotti*, in: *Riform. Soc.* Luglio-Settembre 1911.

48. — Per l'ipotesi (§ 46-B-a-II) vanno ripetute e tenute presenti le considerazioni svolte nel caso generico della speculazione commerciale (§ 40); in più si devono aggiungere soltanto alcune osservazioni riferentisi in modo particolare alla speculazione finanziaria.

I tentativi di monopolizzare per un certo tempo, su di un certo mercato, qualche valore, vengono compiuti, di solito, da sindacati di speculatori, i quali approfittano, (a) del momento dell'emissione, d'un valore, ovvero (b) di qualsiasi altro momento, ritenuto favorevole, nella vita di qualche valore.

Nel caso (a) i sindacati d'assunzione, aiutati spesso, ed in special modo se si tratta di emettere valori pubblici, da forze politiche, cercano di gonfiare, con diversi espedienti ⁽¹⁾ il titolo in emissione, sino a farlo sottoscrivere un gran numero di volte, immobilizzando così notevoli somme, col mezzo di depositi dei sottoscrittori ⁽²⁾ e possibilmente si sforzano di strangolare coloro i quali avevano venduto allo scoperto, nella speranza di poter facilmente acquistare, una volta cessate le manovre d'emissione e determinatosi quindi il ribasso (§ 9).

(48) ⁽¹⁾ Il **Law** ad es. emettendo nuovi titoli, richiedeva dai sottoscrittori il possesso di titoli antichi, mirando a ritardare la depressione dei corsi, che poteva derivare dalla nuova emissione (vendita dei titoli antichi, ecc.). Inoltre il **Law** faceva fare acquisti allo scopo di sostenere i corsi. — **Courtois**. *Hist.* ecc. p. 25, seg. Tutti espedienti seguiti ancor oggi. ‡ ⁽²⁾ **Lefèvre**. *Comm.* p. 20, seg. ‡ ⁽³⁾ Il **Worms**. (Op. cit. p. 185) ricorda che l'abate d'Éspagnac aveva accaparrato tutte le 40.000 azioni esistenti della nuova Compagnia delle Indie e ne aveva acquistate in più altre 8.655. Non occorrerebbe dire che la particolarità del caso non dipende dal fatto di aver contrattato una quantità d'azioni maggiore della quantità totale esistente: ciò che è normalmente acconsentito per la moneta, come per certi valori e per certe merci, data la loro rapida circolazione e il sistema della compensazione, — ma dall'aver una stessa persona acquistato, per un medesimo istante, una quantità d'azioni superiore a quella esistente, allo scopo di chiedere effettivamente la consegna o meglio il prezzo della non consegna. ‡ ⁽⁴⁾ **Ellis**, in :

Nel caso (b) si tratta invece di accaparrare, in un certo momento, in un certo mercato, tutti o buona parte dei titoli d'una determinata specie (3) per influirne il corso e strangolare, anche in questo caso, i venditori allo scoperto, facendo loro pagare ad es. un forte deporto per la cessione dei titoli (4).

Ma lo speculatore può mettersi in condizione monopolistica anche quando, senza modificare coll'opera propria i corsi, conosca da solo fatti che indubbiamente modificheranno i corsi ed abbia insomma un grado maggiore di probabilità, se non la certezza, delle previsioni in confronto dei competitori. In ogni caso, per conseguire un monopolio, sia pure transitorio, deve prestarsi il mercato, anche per l'estensione, intesa, come si può comprendere: non già in modo assoluto, bensì in rapporto ai mezzi di cui dispongono gli speculatori: mezzi che possono svilupparsi anche nelle stesse proporzioni con cui si estende il mercato (5).

E non soltanto per l'estensione si ha da prestare il mercato, ma anche per l'impressionabilità del pubblico e quindi delle quote.

Sotto questo riguardo giova ai monopolisti (a parte naturalmente ogni considerazione morale e giuridica) l'impiego d'un certo numero d'espediti: tali sono le operazioni simulate o anche dissimulate (6), la diffusione rapida ed abile di notizie talora grossolanamente false od equivoche, ma ben spesso atte in ogni modo ad ingannare i creduli che sono molti, specialmente col mezzo di una stampa diffusa ed apparentemente obbiettiva (7).

Palgrave. Op. cit. vol. I, p. 78. # (5) Lefèvre. *Comm.* p. 345. — *La Bourse.* p. 51. — G. Arias. *Le forme modern. dell'impresa industr. e comm.* in: *Giorn. degli Econ. Gen.* 1910, p. 37. # (6) Struck. Op. cit. p. 49, seg. — J. Reeves (in: *The Rothschilds, the financial rulers of nations.* London 1887) citato da Jannet (Op. cit. pag. 495) narra che Mayer-Amschel, il capostipite dei Rothschild, faceva fare dai suoi *brokers* certe operazioni in senso inverso a quelle che a lui interessavano. Dato il suo prestigio, molti lo imitavano, determinando certi movimenti nelle quote, dei quali, a tempo opportuno, approfittava l'abile speculatore, col mezzo di *brokers* che nessuno sospettava agissero per suo conto. # (7) Jannet. Op. cit. pag. 178, seg. — Loria. Op. cit. pag. 296, seg. A Berlino nel

Giovano anche certe posizioni speciali in cui si trovano certe persone, le quali, essendo sole, ad es. a conoscere nella loro verità certi fatti, ovvero venendo anzi tempo a saperne certi altri, i quali tutti possono determinare, in un certo momento, certe variazioni nei corsi di certi titoli, si servono di tali conoscenze a proprio vantaggio. È il caso di amministratori di società, per quel che riguarda l'intelligenza dei bilanci indecifrabili pei profani o per la conoscenza delle condizioni vere dell'impresa o per la cognizione anticipata di certi avvenimenti favorevoli o dannosi all'impresa. Come pure è il caso di uomini politici, che vengono a conoscenza di fatti, che influiranno ad es. sul corso della rendita pubblica, ecc. (8).

La legge stessa accorda a taluni speculatori posizioni vantaggiose (diritto di sconto (§ 19, § 56), ecc.).

Lo Stato difficilmente trascura d'avvalersi, nei suoi atti economico-finanziari della forza politica di cui dispone. E questa può servire nel caso delle emissioni e delle conversioni per sostenere per qualche tempo i corsi (9), sempre poi per imporre acquisti di rendite, ((§ 3) (10); (§ 9) (11)) per procurarsi riduzioni di oneri, ecc.

Naturalmente, anche in questo campo, va tenuto conto degli errori in cui cadono gli speculatori e sempre poi della inevitabile reazione del mercato (10).

Nell'ipotesi (§ 46 - B - a - II) in un punto d'equilibrio econo-

Sett. 1909, durante la speculazione sui valori coloniali, detti *Terrors* (cioè della *South Africa Territories Co.* compagnia inglese, i cui titoli si trovavano per metà circa in Germania) si diffondeva un telegramma, che diceva essersi trovati: *diamanti 8 carati*. Effettivamente non si trattava di diamanti da 8 carati, come si poteva pensar subito, ma di 8 carati di diamanti. — **Raffalovich**. *Le march. fin.* 1909-10 p. 145. Intorno all'influenza della stampa sulla riuscita delle manovre degli aggiotatori: **C. Supino**. *Le crisi economiche*. Milano, 1907, p. 185. — Il **Raffalovich**. (*Le march. fin.* 1909-10, p. 23) a proposito d'un caso d'abbindolamento finanziario, compiutosi in Svizzera, col mezzo della sapiente organizzazione d'una stampa apparentem. disinteressata e superiore, generalizzando dal singolo caso,

mico, gli speculatori potranno conseguire dal loro monopolio il massimo vantaggio, di fronte ad altri speculatori, ai risparmiatori ed ai produttori ((§ 34) (2) (§ 40) (1)). Naturalmente qui è parola soltanto del costo diretto del servizio degli speculatori in condizioni di monopolio ed il monopolio stesso, inteso come transitorio (§ 40) è considerato dall'aspetto statico, cioè in un punto di equilibrio.

Vi sarebbero da considerare le conseguenze indirette (fenomeni dinamici), derivanti dalle forti oscillazioni che possono imprimere alle quote le manovre dei monopolisti, esercitate sul mercato dei valori, il quale, col perfezionarsi deve tendere anche a rendersi più sensibile. Vi sarebbero pure da considerare gli impacci e gli arresti accagionati nel risparmio; gli inconvenienti prodotti da una capitalizzazione indirizzata verso imprese private artificiose e cattive (11) verso enti pubblici sperperatori, ecc. Infine vi sarebbero da computare i danni recati ad estese categorie di persone, interessate alle vicende di certi titoli, rappresentanti certe imprese; come pure i danni e la rovina arrecati molto spesso agli stessi aggiotatori.

Nè andrebbero trascurate le conseguenze che possono avere le continuate manovre degli speculatori sull'attività economica, sulla vita politica e sociale, sulla distribuzione della ricchezza, sull'impiego delle forze politiche, sul tenore dei costumi, ecc. argomenti tutti di carattere sociologico o politico, del tipo di quelli che verranno affrontati nella (*Parte III.a politica*) del presente studio.

conclude che: *Par une sorte de justice distributive il est assez rare que les pirates qui ont exploité la crédulité publique fassent une fin heureuse.* La ragione vera è forse, che coloro i quali sono forniti della rara abilità di gabbare il mondo non dispongono, se non raramente, di altrettanto senno per sapersi imporre a tempo un limite. È il senso della misura che fa difetto a queste brave persone. ‡ (8) L'argomento dei bilanci fu discusso in vari congressi statistici e giuridici. Attorno al *Congr. internaz. della società per azioni*, si trova un cenno nella *Riv. del Dir. Com. (Sraffa e Vivante) Ott. 1910*. Si veggia nella stessa rivista del *Giugno 1911*: *A. De Gregorio, Della formaz. dei bilanci delle soc. anon. (Relaz.*

È poi opportuno ricordare, che il monopolio permanente da parte di uno o più monopolisti, eliminerebbe, anche pei titoli, la possibilità della speculazione (§ 40).

49. — Per le ipotesi (§ 46 - B - b - I - II) valgono le considerazioni fatte precedentemente. Per (§ 46 - B - b - I) nulla v'è da aggiungere a quanto abbiamo già detto in generale per la speculazione commerciale (§ 39). Per l'ipotesi (§ 46 - B - b - II) va osservato che l'ipotesi (§ 46 - B - a - II) considerata nel (§ 48) riguarda principalmente gli speculatori nei loro rapporti reciproci. Le lotte che avvengono fra gruppi e gruppi di speculatori, molte volte non toccano direttamente i (§ 45 - 1), che tengono i loro titoli nel cassetto, in attesa di percepirne i redditi, che possono restare immutati, specialmente pei titoli pubblici, ad onta delle speculazioni, sempre che non avvengano alterazioni nell'equivalente in merci dei redditi immutati.

Ma volendo cedere i propri titoli ed acquistarne altri, potranno i (§ 45 - 1) interessarsi alle condizioni del mercato. Anche i (§ 45 - 2) possono restare indifferenti alle speculazioni che si fanno, nel mercato di borsa, su titoli rappresentanti l'impresa stessa o l'ente dei (§ 45 - 2): ma ciò accadrà più raramente.

al 1.º Congr. Naz. delle Soc. anon. Giugno 1911) L'A. ha anche un'opera: *I bilanci delle Soc. anon. Milano*. Si veggia p. 43, e seg. Inoltre **G. Zappa**. *Le valutazioni di bilancio, ecc. Milano*. 1910, p. 222 seg. — **V. Artom**. *Le cause reali del marasma dei mercati finanz. ital.* in: *Rif. Soc. Febr.* 1911. Per quel che riguarda gli abusi compiuti dagli amministratori di società per azioni: col ripartire dividendi inesistenti, collo speculare sulle azioni sociali, ecc. se ne riscontra già un esempio scandaloso nella *South Sea Co.* inglese, del principio dal XVIII. — **Ehrenberg**. Op. cit. p. 17, seg. — Circa le speculazioni che possono compiere, a colpo sicuro, gli uomini di governo, in possesso di notizie importanti: si veggia ad es.: **P. Muller**. *Les coups de bourse de 1840*, in: *Jornal des Éc.* 15 Janvier 1912. #⁽⁹⁾ **Jannet**. Opera cit. p. 426, seg. — **Pareto**. *Cours. Tom. sec.* (907) ¹. #⁽¹⁰⁾ **Regnault**. Op. cit. p. 109, seg. #⁽¹¹⁾ **C. Supino**. *Le op. ecc.* p. 142.

50. — Fin qui abbiamo studiato principalmente l'aspetto economico della speculazione: ma su di essa influiscono elementi di carattere politico e sociale (*Parte III^a politica*). I fenomeni finanziari dell'imposta rivestono, tra gli altri, il carattere politico (1).

Il prezzo del servizio degli speculatori, come tutte le incognite del problema economico, dipende da tutte le equazioni, tenuto conto anche dei complicatissimi fenomeni finanziari.

Fra i fenomeni finanziari, riguardano più da vicino la speculazione quelli derivanti dalle imposte che colpiscono l'interesse di tutte le categorie di capitali (§ 43), ovvero l'interesse del capitale rappresentato da titoli, o da certe specie di titoli (2), come pure le imposte che colpiscono in particolar modo le operazioni di borsa (§ 3) (15); (§ 9) (2) (9); (§ 12) (5).

Ognuna di queste diverse specie di imposte richiederebbe una speciale trattazione, in riguardo anche alla forma di riscossione.

I fenomeni finanziari, possono, come altri fenomeni analoghi, venir studiati: (a) dal punto di vista teorico, astratto e (b) dal punto di vista pratico, concreto.

(a). Il problema teorico dell'imposta, quando sia ben determinato, può riferirsi ai fenomeni finanziari diretti della traslazione, dell'incidenza, della consolidazione, ecc. Nel caso della speculazione, va notato che essa tende a scontare, dove può, anche gli effetti d'imposte imminenti (3). Inoltre il problema teorico dell'imposta può

(50) (1) **Pantaleoni**. *Consideraz. sulle prop. di un sistema di prezzi pol. l. c*
‡ (2) **Schütze**. Op. cit. p. 187. — **Barriol**. Op. cit. p. 264, seg. ‡ (3) **Walras**. *Élém.*
p. 459. — **Neymarck**. *Les valeurs mob. en France, ecc.* p. 13 — **G. Alessio**. *Lezioni di Scienza delle Finanze, disp. lit. R. Univ. di Padova. Anno 1909-10.* pagina 470. ‡ (4) **B. Griziotti**. *I principi distributivi delle imposte moderne sul reddito e sugli acquisti di capitali*, in: *Giorn. degli Ec. Nov.-Dic.* 1909 e N. seg. ‡ (5) **Sensini**. *La teor. della "rend."* (§ 150 bis) 3. Agg. § 179. — **R. A. Murray**. *I probl. fondam. dell'Econ. finanz.* in: *Giorn. degli Ec. Marz.* 1912. ‡ (6) Il **Walras**. (*Élém.* §§ 403, 400, 432, 242, 404) ha fatto il caso di un'imposta diretta, che colpisca tutte le specie

riguardare altri fenomeni riflessi o derivanti da quei primi, nel campo economico, in quello politico, ecc.

(b). Dal punto di vista pratico le imposte possono dar luogo a molti problemi, a seconda degli scopi che si propongono coloro i quali sono in grado d'imporre un tributo. Fra questi scopi, non potranno mancare quelli relativi alle fonti della ricchezza da colpirla (⁴); ai modi di evitare le emigrazioni, le evasioni e di ottenere una certa economicità di riscossione, ecc. Ma ben altri scopi economici, politici, sociali (§ 56) potranno essere presi di mira, con maggiore o minor possibilità d'essere conseguiti. Nei riguardi della speculazione, non mancherebbero esempi interessantissimi di tutti questi casi.

Ma, i problemi relativi all'imposta, siano essi (a) di carattere teorico o (b) di carattere pratico, presentano notevoli difficoltà di risoluzione.

di interessi ed ha concluso che essa si risolverebbe in una riduzione del tasso del reddito netto. Essendo:

$$p_k$$

l'interesse lordo del capitale K prima dell'imposta, dopo l'imposta a tasso s riferito al reddito lordo, quest'ultimo sarebbe:

$$p'_k = p_k (1 - s);$$

l'interesse netto:

$$\bar{\pi}_k,$$

cioè l'interesse lordo meno il premio d'ammortamento e d'assicurazione, sarebbe approssimativamente:

$$\pi'_k = \bar{\pi}_k (1 - s).$$

Indicando con:

$$D_k; D'_k; \dots;$$

le quantità rispettivamente fabbricate dei capitali nuovi: $K; K'; \dots$; l'ammontare totale degli interessi essendo:

$$(1 - s) (D_k \pi_k + D'_k \pi'_k + \dots)$$

(a). Il problema teorico, come si può facilmente comprendere, dovrebbe essere soprattutto ben impostato. In fondo si tratterebbe di partire dalla considerazione di un sistema economico in equilibrio ⁽⁵⁾, per vedere quali ordini di variazioni determinerebbe lo stabilimento di una data imposta ⁽⁶⁾, anche nelle sue ripercussioni sulla curva empirica dei redditi individuali ⁽⁷⁾. Soltanto così il fenomeno finanziario speciale (nuovo tributo), verrebbe messo, sotto certe determinate condizioni, in rapporto con tutti gli altri fenomeni finanziari dipendenti da tributi preesistenti e coi fenomeni economici.

(b). I risultati delle indagini puramente teoriche, ma fondate, dove fosse possibile, su dati d'osservazione e sempre su ipotesi verosimili; controllati, dove pure fosse possibile, da osservazioni pratiche: potrebbero poi, colle dovute cautele, servire di guida alla risoluzione degli intricati problemi ⁽⁸⁾ che presenta la pratica finanziaria.

51. — Dobbiamo ora considerare certi momenti della speculazione detti comunemente eccessi della speculazione (§ 34). E dobbiamo, come sempre, considerarli, non tanto di per sè stessi, quanto in connessione cogli altri fenomeni della dinamica economica.

il tasso del reddito netto diventerebbe approssimativamente:

$$i' = i(1 - s).$$

Conclusione dalla quale il **Walras** ne ricava poi via via altre. Naturalm. nel caso in cui si colpisse il servizio degli speculatori o quello dei mediatori in condizioni di monopolio, andrebbero svolte considerazioni analoghe a quelle del **Cournot**. Op. cit. *Chapt. VI*. Si veggia anche: **L. Amoroso**. *La teor. matem. del monop. ecc.* in *Giorn. degli Econ. Ag.* 1911. ‡ (7) **E. Barone**. *Studi di Econ. finanz.* (1^a puntata) in: *Giorn. degli Econ. Apr. Magg.* 1912 ‡ (8) Pel caso delle imposte ricordate, le difficoltà pratiche sono poste in rilievo da: **Alessio**. l. c. p. 470. — **Flora**. *Man.* 3.a ed. p. 453. — 4.a ed. p. 411, 590. Si veggia anche **G. Prato**. *L'imposta delle Soc. per azioni nel Massachussets*, in: *Rassegne statist. ed econ. Studi del Labor d'Ec. Pol. S. Cognetti de Martiis*, ecc. III, *Torino* 1908, p. 283, seg.

(51) (1) Raguagli di storia delle dottrine economiche intorno alle crisi, si trovano nel saggio di **C. Battistella**. *La teor. delle crisi ed il principio dell'equil. econ.*

Molte sono le circostanze che possono influire sull'andamento di una impresa, per renderla attiva o passiva, per dimostrare conveniente o meno all'imprenditore quella data trasformazione materiale, di luogo o di tempo, che egli fa dei beni economici e dei servizi di capitali, onde ottenerne prodotti nuovi, da offrirsi immediatamente al consumo o alla produzione o da tenersi in serbo per l'avvenire.

Talora accadrà che la trasformazione sia economicamente indovinata e l'impresa prosperi, altra volta accadrà che l'impresa si sostenga malamente o che rovini. Tutti questi casi s'incontrano nella realtà: dove si vedono accanto alle imprese agricole, industriali, commerciali di trasporto, ecc. fortunate, quelle disgraziate, che rovinano e le altre che appena si reggono.

Spesso la rovina di una impresa o di gruppi di imprese, anche numerose, contrasta col prosperare di altre imprese o gruppi numerosi di imprese; e i movimenti che vengono determinati nel sistema economico dalla rovina delle prime imprese, sono, per così dire, compensati da quelli che vengono determinati dalla fortuna delle altre. Il fenomeno è così comune, che non si suole farne gran caso.

Esso può attirare l'attenzione dei pratici e dei teorici che si occupano di particolari imprese o molto prospere o in condizioni cattive.

Venezia 1910. p. 31, seg. L'A. fa rientrare (p. 109) la teoria delle crisi nella teoria generale dell'equilibrio economico. Per quel che riguarda l'ipotesi della periodicità delle crisi, soprattutto negli svolgimenti dati dal **Jevons** e dal **Mill**, si veggano: **G. H. Pownal**, in: **Palgrave**, Op. cit. vol. I p. 466, seg. — **E. De Laveleye**, *Le marché monétaire et ses crises*, ecc. Paris 1865, p. 290, seg. Pel fenomeno generale: **F. Ferrara**. *Delle crisi econ.* in: *Bibl. dell'Econ. Sec. ser. vol. IV*, Torino, 1864. *Introduz.* (Per un sunto delle teorie ferrar. compresa quella delle crisi: **T. Fornari**, *Franc. Ferrara. Commemor. letta alla R. Scuola Sup. di Com. di Venezia*. 1900, p. 37, seg.) e special. **Juglar**. Op. cit. p. 137, 507 seg. 167, 168, XIX, 14-16, 30, seg. 44, 49 e **Pareto**. *Manuel Ch. IX*, § 73, seg. inoltre: **Barone**. Op. cit. p. 175

Ma vi sono anche dei momenti in cui la prosperità o il languore costituiscono la nota dominante in un numero grandissimo di imprese, sicchè il movimento in un senso si fa generale e appare come legato da un ordine di successione col movimento nel senso opposto.

Per le sue conseguenze dolorose a sopportarsi : è il momento di passaggio dalla generale prosperità al languore generale, quello che viene particolarmente considerato dai pratici, i quali sogliono dire appunto che in quel momento è scoppiata una crisi.

I teorici, invece, con vedute più larghe, sogliono considerare nell'onda economica tanto il momento dell'ascesa generale (periodo ascendente) quanto quello della discesa (periodo discendente) e all'insieme danno il nome di crisi generale, per denotare che certi movimenti sono comuni a molte imprese ed essi vengono anche osservati nella loro generalità. Quando invece certi movimenti sono propri di poche imprese o di pochi gruppi d'imprese si ha la crisi parziale, da non confondersi col caso, non raro, in cui, considerandosi certi movimenti, che sono di fatto generali, nei soli riguardi di poche imprese o di pochi gruppi di imprese, si parla pure, ma erroneamente, di crisi parziali.

Quando alla discesa economica generale sta per seguire l'inizio di una nuova ascensione, gli economisti dicono che la crisi economica è superata ⁽¹⁾.

Considerate nella loro generalità, le crisi, nonostante le conseguenze pratiche, talora gravissime, che possono avere, non presentano per il teorico dell'economia nulla di misterioso e neppure, si potrebbe dire, di eccezionale. Esse si spiegano : in parte cogli errori che facilmente compiono gli uomini nel risolvere praticamente, per

seg. — **Bagehot**. Op. cit. p. 48, seg., 192, seg. — **Crump**. Op. cit. p. 340. Particolarmente per le crisi finanziarie: **C. Supino**. *Le crisi*, ecc. p. 179, seg. — **N. Spinelli**. *Le crisi di borsa* (Lez. inaug.), Torino, 1908. Per la descrizione degli eccessi di fiducia e sfiducia: **E. Castelnovo**. *Man. di Istituz. comm*, 3.a ediz. Milano p

via di tentativi, il problema economico dell'equilibrio della produzione col consumo, come pure si spiegano, per il resto, coi sentimenti che suscitano sempre nell'animo degli uomini codesti errori; sentimenti generali, quasi diremmo contagiosi, di fiducia, cui succedono sentimenti, pure diffusi, di sfiducia; e valgono tutti, nel maggior numero dei casi, ad aggravare, in parte anche soltanto in apparenza, gli errori e le conseguenze degli errori.

I vari momenti che si notano nell'andamento di una crisi generale vengono solitamente caratterizzati, dal più al meno, da una certa serie di fatti o da buona parte di essi. E questi fatti si presentano poi anche con intensità diversa: senza che si possa dire, come invece si è fatto talora, che sia l'uno piuttosto che l'altro il vero motivo o l'indizio sicuro della crisi.

Nel periodo ascendente, che di solito si prolunga per un certo tempo, la prosperità è la nota sempre più manifesta e generale dell'attività economica nei suoi vari campi.

Il capitale abbonda e si offre ad un interesse relativamente basso. Il consumo cresce e cresce la produzione, stimolata dalla fiducia nello spaccio dei prodotti. I prezzi si elevano via via con maggiore o minor rapidità nei vari campi. L'elevazione si fa notevole nelle materie prime, specialmente in quelle generalmente richieste per gli usi industriali: ferro, carbone, ecc. le quali giungono a scarseggiare relativamente. Ciò accade anche pel risparmio, che appena prodotto, si trasforma in capitali mobiliari o immobiliari e personali.

369, seg. Per un caso di crisi particolare: C. di Noia. *La crisi cotoniera*, in: *Giorn. degli Econ. Apr. Magg.* 1912. In Italia si sono fatti a suo tempo studi e ricerche intorno alla crisi dell'industria serica (*L'Econ. dell'It. Modern.* 22 Giugno 1912) come pure su altre industrie. Si veggano inoltre le nostre *Lez. di Sc. econ.* nella parte che riguarda le *Onde economiche e soc.* (p. 754 e seg.) alla quale rinviamo soprattutto per le più recenti indagini statistiche intorno alle onde economiche di lunga durata nei diversi paesi. † (2) K. Marx. *Das Kapital. Zw. B. Dr. Aufl. herausgegeben von F. Engels.* Hamburg, 1903, p. 289. † (3) Il momento è propizio pel fiorire delle *bubbles*. Degna di ricordo, sopra le altre, è la *South Sea bubble*, che scoppiò in In-

L'elevazione dei prezzi tarda di solito pei salari ⁽²⁾, dove non sia vigile e forte l'organizzazione della classe operaia. Gli scambi in genere si moltiplicano e la circolazione si fa più rapida.

La speculazione al rialzo si diffonde dai professionisti al pubblico. Si richiedono i titoli industriali e fra essi taluni favoriti, che non sono sempre i più solidi ⁽³⁾. I consolidati più vecchi che recano poca probabilità di rapidi aumenti, vengono di solito trascurati e scendono di corso, mentre possono sostenersi, colla speculazione, i titoli pubblici degli Stati meno solidi finanziariamente.

Il portafoglio dei grandi istituti bancarî, specialmente di quelli che hanno relazione coi maggiori mercati del mondo, cresce: per lo sconto di effetti e pel risconto; pei prestiti fatti agli speculatori rialzisti, che vogliono prolungare le loro posizioni. Le riserve metalliche diminuiscono, in via assoluta, se la circolazione è metallica, in proporzione alla circolazione, se questa è fiduciaria e fondata sui depositi ⁽⁴⁾. E la diminuzione delle riserve metalliche proviene dalle richieste d'oro da parte dei commercianti, impegnati soprattutto per pagamenti da farsi all'estero. I depositi vecchi delle banche vengono ritirati, mentre diminuiscono i nuovi o si cessa di farne. Diminuiscono anche i saldi dei conti correnti, a favore dei clienti. Aumenta il numero ed aumenta il valore degli assegni bancarî e si gonfiano le cifre delle stanze di compensazione, sia per l'accrescersi del numero delle transazioni, sia per l'altezza dei prezzi ai quali le transazioni vengono fatte. L'interesse dei prestiti a corta

ghilterra nel 1720. Diffondendosi a quell'epoca la cosiddetta *stock-jobbing mania*, poterono ad es. essere sottoscritte in poche ore 1000 *shares*, con un deposito di 2 Lst. *for subscribing two millions to a certain promising or profitable design, which will hereafter be promulgated.* — J. S. Nicholson. in: Palgrave. Op. cit. vol. I p. 182, seg. — J. Bonar, in: Palgrave. Op. cit. vol. III. p. 516, seg. — Ricordando le descrizioni fatte dal Macaulay, il Bagehot (Op. cit. p. 133, seg.) e Jannet (Op. cit. p. 438, seg.) accennano alle nuove compagnie sorte attorno al 1688 in Ingh. Fra esse ve n'era una detta *Royal Academies Company*, che si propo-

scadenza sale e si è costretti ad elevare il saggio ufficiale dello sconto: forse meno dove la circolazione fiduciaria permette una maggior larghezza nei prestiti, e di più dove i corsi dei cambi sono sfavorevoli od oscillano grandemente pei movimenti dell'oro. Collo stabilire il tasso ufficiale dello sconto, che è, in pratica, un prezzo politico, possono, naturalmente fino ad un certo punto, influire sull'andamento della crisi, le stesse grandi banche d'emissione.

Le imprese sorte ultime, cioè quelle sorte in un periodo di grande elevazione dei prezzi, sostengono costi elevati, in confronto delle vecchie imprese, che, di solito, hanno ammortizzati i loro impianti, e possono quindi, per qualche tempo, resistere, anche lavorando in perdita. Le imprese che furono ultime a sorgere, sono quindi nel maggior numero dei casi le più esposte a subire i danni d'una diminuzione di prezzi. Questi salgono al massimo in sul finire del periodo ascendente ed all'inizio del periodo discendente (5). E basta un nonnulla: una scossa accidentale, per determinare l'inizio di quest'ultimo periodo, cioè come si suol dire, lo scoppio della crisi, che, del resto, era latente, non potendo l'attività economica estendersi senza limiti.

Succede allora, di solito, un'altra serie di fenomeni connessi gli uni agli altri e in relazione anche alla serie dei fenomeni precedenti. Il consumo diminuisce. La produzione, che in generale si rivela in eccesso, vien ridotta. Soprattutto vanno male: le produzioni del carbone, del ferro, e quella del risparmio. I prezzi diminuisco-

neva di fornire un'educazione liberale in breve tempo. Durante la *South Sea Bubble* si creò una società per il commercio dei capelli umani; un'altra per la costruzione ed il miglioramento delle case in tutta l'Inghilterra, (**Ehrenberg**. Op. cit. p. 16). In quell'epoca sorse anche una compagnia: *for a Wheel of Perpetual Mobile*. Intorno alla *South Sea Co*, si veggia **E. A. M' Arthur**. in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III. p. 447, seg. — Il **Proudhon**. (Opera citata pag. 103) ricorda che fra il 1824 e il 1825 fu creata una società anonima per la fabbricazione dell'oro. Si veggia anche: **Jannet**. Op. cit. p. 168, seg. Il **Sorel** (*Saggi di critica del marxismo*, a cura

no. Il credito scompare o si fa molto caro. Non trovando oro, i commercianti devon dare le merci a prezzo vile. Ed è la riduzione dei prezzi, che segna l'inizio della liquidazione. Quando l'oro rifluisce, la liquidazione è compiuta. Ma intanto il portafoglio delle banche, che si è molto gonfiato, cessa di crescere, diminuendo le domande di sconti, di anticipazioni e di riporti. Le borse liquidano, con difficoltà, le posizioni. Le stanze di compensazioni vedon diminuire le loro operazioni. La circolazione si fa lenta, e vengono a mancare quei mezzi, che la sfiducia generale esclude e che anche sono resi meno necessari dalla scarsità delle transazioni: la moneta metallica, che è l'unica richiesta, può così apparir scarsa (6).

Nel periodo della liquidazione, la circolazione è minima. Se si taglian presto i viveri ai consumatori, ai produttori ed agli speculatori, la risoluzione della crisi può essere più rapida; diversamente può continuare il periodo ascendente, cioè può continuare quella serie di atti che allontanano vieppiù dalla posizione d'equilibrio. Nel periodo della liquidazione, le merci vanno, se è possibile, a formare gli *stocks*. Il risparmio s'accumula o va ad impiegarsi nei titoli dei debiti pubblici più solidi, i cui corsi si elevano in confronto dei titoli industriali e di quelli di Stati finanziariamente deboli. Pei consolidati più forti e meglio quotati può anche venire il momento favorevole ad una conversione, vantaggiosa agli Stati debitori (§ 10 - II - a) conversione che potrà ricacciare il risparmio ad

di V. Racca. Milano 1903, p. 373) ricorda il progetto d'una società per rintracciare il tesoro dei Faraoni nel M. Rosso. # (4) C. Supino. *Il mercato*, ecc. p. 125, 274. # (5) Sella. *La speculaz.* ecc. p. 121. — Schütze. Op. cit. p. 409, seg. # (6) Ferrara. *Delle crisi*, ecc. p. LXIX. — De Laveleye. Op. cit. p. 128. — Barone. Op. cit. p. 190 seg. — Berardi. Op. cit. p. 220 seg. # (7) Per la storia delle crisi: De Laveleye. Op. cit. p. 9, seg. 149, seg. — Juglar. Op. cit. p. 293, seg. — W. Fowler, in: Palgrave. Op. cit. vol. I, p. 455, seg. L'A. s'avvale anche delle descrizioni del Tooke e del Newmarch. # (8) C. Supino. *Il mercato*, ecc. p. 130.—

altri impieghi. Nel periodo discendente si sogliono chiedere misure contro gli speculatori al ribasso e contro le loro manovre. Ma non va trascurato che i ribassisti posson frenare l'ascensione e preparare la discesa, come possono, in seguito, cogli acquisti fatti allo scopo di coprire le vendite allo scoperto, segnare l'inizio della ripresa (§ 47).

Quest'ultima non può tardare a venire, dopo che si è ristabilita la calma e la liquidazione è entrata nella sua fase normale e risolutiva, quando il tasso dello sconto è ridisceso e il risparmio, che si era accumulato, ha di nuovo cominciato ad affluire agli impieghi che vengono via via proposti (7).

Le crisi generali toccano più o meno intensamente tutti i campi della produzione, e si ripercuotono anche, più o meno intensamente, da un paese ad un altro, in ragione soprattutto dei legami economici che avvengono i diversi paesi, in ragione dei rapporti di debito e di credito, ecc.

Nella produzione delle merci in genere, la crisi economica è lenta a prodursi ed anche lenta nel risolversi.

Nella produzione dei capitali, la crisi finanziaria ha un andamento più accelerato, forse per l'indole stessa dei prodotti. In generale le crisi economiche sono precedute da eccessi di speculazione. In borsa la crisi scoppia di repente e intensa all'inizio del pe-

Fanno. Op. cit. p. 122, seg. ‡ (9) Della crisi americana scoppiata nel 1907 è stata fatta sull'*Evening Post* una descrizione sintetica, che si trova riprodotta in: **Dombasle e Raffalovich. Le march. fin.** 1910-11, p. 530, 531, n. 1 Essa conferma per un caso speciale tutto quanto abbiamo detto in via generale nel testo. Intorno alla crisi americana, si veggia anche: **C. Supino. Il mercato**, ecc. p. 177, seg. — Per le variaz. dei prezzi: (4) (12) Tav. III). Per i movimenti di borsa negli anni prec. la crisi: **Fanno.** Opera citata pag. 129, seg. — **L'Ehrenberg.** (Opera cit.) fa la storia degli eccessi speculativi, a partire dal XVII^o, sec. a venire al XVIII^o.

riodo discendente, per il ritirarsi dei capitali e l'elevarsi dei tassi di riporto. Ma le posizioni vengono presto liquidate e la crisi si risolve. Nel periodo della liquidazione, affluendo nuovamente i capitali sul mercato di borsa, si riducono i tassi di riporto, e la borsa stessa si manifesta, nel mercato monetario, una specie di rifugio provvisorio (8).

È forse anche per questo, come può essere per innumeri altre ragioni economiche, giuridiche, psichiche, sociali, che si notano talora in borsa dei periodi di stasi o di sovraeccitazione, che sembrano in contrasto coll'andamento economico generale (9).

ed al XIX° sec. specialmente: dal periodo delle grandi emissioni di prestiti di Stato (1800-1832) al periodo delle costruzioni ferroviarie (1833-1850) al periodo della creazione delle grandi banche speculative (*Crédits Mobiliers*) (1852-1861) all'epoca delle grandi fondazioni industriali. Dello stesso periodo di tempo s' occupa particolareggiatamente anche: **Jannet**. Op. cit. *chap.* XI, XII. Si veggano pure: **Courtois**. *Hist. ecc.* p. 36, seg. e la voce: *Système* nel dizionario del **Palgrave** vol. III, p. 507, seg. per quel che si riferisce alla storia del sistema di **Law**. Inoltre si veggia in genere per la storia della speculazione: **C. Supino**. *Le op. ecc.* p. 94, seg. Riguardo alle borse dei valori durante la guerra, si veggano i nostri articoli: *Le borse dei valori nell'economia di guerra* I. "Il Sole", 25 Maggio 1916; id. II. *ibidem.* 26 Maggio 1916.

PARTE III.^a POLITICA

La speculazione nei giudizi e nei provvedimenti pratici.

52. — L'indagine che iniziamo in queste pagine si propone: (1.o) di scegliere (§ 53) fra i numerosi ed opposti giudizi pratici che si sono dati intorno alle diverse operazioni speculative, quelli più diffusi e caratteristici; (2.o) d'indagare (§ 54, fin dove è possibile, i vari moventi individuali e di gruppo di quei giudizi; (3.o) di vedere (§ 55), sempre fin dove può giungere l'indagine sociologica, come quei moventi e quei giudizi hanno potuto influire sulla condotta umana e specialmente sulla condotta degli uomini politici, cioè di coloro i quali possono avvalersi di forze organizzate, soprattutto della forza di Stato: (4.o) infine di ricercare (§ 56), fin dove è possibile attuare l'opera d'isolamento dei fatti sociali e delle loro conseguenze: quali siano stati i risultati concreti degli atti compiuti e dei provvedimenti presi nei riguardi della speculazione, per dedurne le influenze che potrebbero avere altri atti e

(52) ⁽¹⁾ *Und wie man im Privatleben unterscheidet zwischen dem, was ein Mensch von sich meint und sagt, und dem, was er wirklich ist und thut, so muss man noch mehr in geschichtlichen Kämpfen die Phrasen und Einbildungen der Parteien von ihrem wirklichen Organismus und ihren wirklichen Interessen; ihre Vorstellung von ihrer Realität unterscheiden.* — **K. Marx.** *Der Achtzehnte Brumaire des L. Bonaparte. Dr. Aufl. Hamburg. 1885, pagina 33.* — *Ogni fenomeno sociale può essere considerato sotto due aspetti, cioè quale esso è in realtà e quale si presenta allo spirito di certi uomini.* — **V. Pareto.** *Le azioni non logiche. Estratto*

provvedimenti del genere di quelli indacati. Tutte queste indagini che noi vogliamo istituire presentano difficoltà proprie e notevoli.

La (1.a) indagine urta contro l'inconveniente dell'arbitrarietà, che può essere maggiore o minore, ma resta sempre inevitabile, nella scelta di giudizi tipici, fra i tanti e diversi e il più delle volte imprecisi che s'incontrano nella realtà, intorno a qualsiasi fatto sociale, anche semplicissimo.

La (2.a) e la (3.a) indagine incontrano una difficoltà notevole, nel fatto, che gli uomini sogliono professare idee generali, alle quali dicono o credono d'ispirare quasi esclusivamente oltrechè i propri giudizi, anche la propria condotta, mentre poi l'esame meno profondo induce, il più delle volte, a negare un'influenza preponderante e decisiva a quelle idee generali (1) e ad attribuir loro un'influenza diversa, che è poi difficile da stabilirsi, soprattutto nel confronto coll'influenza esercitata contemporaneamente da altri numerosi impulsi umani.

Nella (4.a) indagine si riuniscono tutte le difficoltà che sono proprie della ricerca sociologica, la quale è ricerca d'insieme, cioè di tutti gli impulsi dell'operosità umana e dell'attività umana nella sua concretezza: mentre invece la pura indagine economica ad es. studia soltanto certi atti, in rapporto a certi moventi, astraendo, (fin dove è possibile, posto il carattere sintetico della condotta umana e del dato economico concreto e posta anche l'interdipendenza dei fenomeni sociali) da altri moventi e da altri atti.

dalla *Rivista Italiana di Sociol. Magg. Ag.* 1910, pagina 3 e *Sociologia* Cap. II, # (2) L'idea del **De Lapparent**, che le matematiche siano una forma più perfetta di linguaggio, è stata sviluppata da: **S. Santerre**. *Psychologie du nombre*. *Préf. P. Janet*. Paris 1907, p. V. # (3) Intorno al valore delle leggi scientifiche e particolarmente alla loro immutabilità: **H. Poincaré**. *L'évolution des lois*, in: *Scientia*. 1, IV, 1911. # (4) *La ricerca scientifica richiede un esame spassionato e, per così dire, una piena indifferenza dell'osservatore*. — **B. Brugi**. *Introd. alle Sc. Giurid. e Soc. ecc.* Milano, 1907, p. 336.

Ora finchè l'indagine è particolare ed astratta, (pur partendo da osservazioni di fatto e cercando in esse la conferma delle proprie deduzioni) sono permesse numerose restrizioni e i problemi possono sovente venir impostati con i termini precisi del linguaggio matematico ⁽²⁾ ed esser risolti medesimamente nei limiti delle loro condizioni necessarie e sufficienti, e si può addivenire alla formulazione di leggi ⁽³⁾; quando invece l'indagine è generale, concreta e non è permesso d'abbondare nelle restrizioni: si rischia di perdersi nella complessità e particolarità dei fatti, nell'indeterminatezza dei giudizi e perfino delle parole che devono significare questi ultimi: onde talora è di difficoltà insormontabile il dire quali conseguenze, fra le tante possibili, abbiano avuto: un certo atto o un certo provvedimento fra i tanti, ed è più spesso impossibile stabilire, con probabilità notevole d'indovinare, quali conseguenze potrebbero avere: un altro atto, un altro provvedimento, sia pure del genere di quelli studiati.

Nelle ricerche che hanno attinenza coi fatti sociali è poi anche più forte e più arduo a vincersi l'influsso delle condizioni d'animo dell'osservatore, delle sue passioni, dei suoi interessi personali e di gruppo, dei suoi pregiudizi, delle sue tendenze ad arrivare a certe conclusioni desiderate ed a confrontare poi sempre, sia pure tacitamente, quello che accade nella società studiata, con quello che lo studioso vorrebbe accadesse, o con quello che potrebbe accadere tutt'al più in una società diversamente costituita (§ 54).

Nell'indagine sociologica è insomma più difficile per lo studioso conseguire la serenità d'animo necessaria e conservare quell'abito di dubbio e quel senso di scrupolosità che sono essenziali ⁽⁴⁾.

Troppo spesso il teorico: di scienziato, cioè ricercatore, si fa apostolo, cioè predicatore o quel che è peggio e si nota frequentemente, lo studioso resta tra lo scienziato e l'apostolo, tra l'uomo di studio e l'uomo d'azione: del primo non ha la serenità del giudizio, del secondo non ha la fede nelle soluzioni proposte: e la sua opera resta perplessa ed inconcludente.

Sono queste ed altre che omettiamo, le ragioni principali dell'incertezza d'ogni ricerca e d'ogni conclusione sociologica in genere e quindi anche della ricerca limitata e delle poche conclusioni che noi trarremo, dal punto di vista sociologico o politico, che dir si voglia, intorno alla speculazione.

53. — Fra i giudizi che hanno corso comunemente intorno alla speculazione, due meritano (§ 52 - 1.o) di essere ricordati, anche pel loro carattere opposto. Uno di questi giudizi, che noi chiameremo (I), ha carattere del tutto ottimistico. Coloro i quali stanno per questo giudizio vedono nella speculazione principalmente il lato buono. Se riconoscono il danno particolare che possono arrecare i puri giuochi di borsa (§ 35) e il danno generale che possono arrecare i monopoli della speculazione e le manovre degli speculatori (§ 40; § 48) è soltanto per confessare, che abusi se ne hanno in tutti i campi dell'attività economica, nella speculazione non di più che altrove (1). Se fosse possibile sopprimere gli abusi senza nuocere alla funzione normale della speculazione, ci sarebbe ben da essere contenti, ma siccome ciò non sembra possibile ed ogni restrizione posta all'abuso nuoce all'uso della speculazione, ne intralcia e ne arresta le operazioni, con danno economico, sociale, ecc. migliore cosa è lasciare che gli eccessi trovino in sè stessi l'immane punizione, che proviene dalla reazione del mercato, ecc. Tutto si riduce insomma a garantire la libertà al massimo grado.

L'altro giudizio che noi chiameremo (II), ha carattere del tutto opposto ad (I), è cioè pessimistico. Coloro i quali seguono

(53) (1) *Toute le théorie de cette école repose sur des distinctions interminables entre la théorie et la pratique, entre les principes et les résultats, entre l'idée et l'application, entre la contenu et la forme, entre l'essence et la réalité, entre le droit et le fait, entre le bon et le mauvais côté.* — K. Marx. *Misère de la philosophie. Réponse à la Phil. de la misère de M. Proudhon, Préf. de F. Engels.* Paris 1896, p. 173, ¶ (2) Si tratta del tipo descritto da G. Sorel (*Lettre*) D. Halévy. *Introduit. alle Réflexions sur la vio-*

questo giudizio, vedono il solo lato cattivo della speculazione: l'inutile intervento d'intermediarî, i monopoli, il rialzo o il ribasso dei prezzi cogli enormi guadagni le manovre losche, gli squilibri, le distruzioni di ricchezza, le rovine, la corruzione, ecc. e pensano che non vi sia da porre indugio ad intervenire con provvedimenti efficaci a riparare e ad impedire il male. Tutto si riduce, in tal caso, alla ricerca dei più appropriati rimedi, delle forme più acconcie di regolamento e di repressione. E coloro i quali dimostrano tanto pessimismo nel giudicare la speculazione, denotano poi non meno ottimismo nell'ammettere, sia pure contro ogni esperienza, la possibilità e l'efficacia dei rimedi (2).

È inutile rilevare che non tutti coloro i quali seguono il giudizio (I) o quello (II), seguono l'uno o l'altro fino agli estremi. A seconda del temperamento e della coltura economica e sociologica, ciascuno dei sostenitori di (I) o di (II) spingerà ad un grado maggiore o minore le conclusioni tratte dalle proprie promesse fondamentali, e varierà anche, da un momento all'altro, a seconda delle circostanze soggettive ed oggettive, quelle conclusioni.

Va anche soggiunto che mentre il giudizio (I) resta per sua natura nella forma vaga e negativa, che abbiamo visto; il giudizio (II) invece si concreta (§ 52 - 3.o; § 55) in una serie di proposte di provvedimenti pratici (3) che dovremo esaminare partitamente nei loro effetti (§ 52 - 4.o; § 56), non senza ricordare alla fine un altro atteggiamen-

lence, Paris, 1908, p. XIV): . . . un homme inconstant ou même dangereux, parce qu' il ne se rend pas compte des grandes difficultés que présentent ses projets: ceux-ci lui semblent posséder une force propre conduisant à leur réalisation d'autant plus facilement qu' ils sont destinés, dans son esprit, à produire plus d'heureux.. ‡ (3) La distinzione fra i seguaci del (*giudizio I*) ed i seguaci del (*giudizio II*) è del genere di quella di **H. Spencer**. (*The man versus the State*. London. 1907, p. 3). . . *in the one party . . . a desire to resist and decrease the coercive power of the ruler over the subject, and in the other party to maintain or increase his coercive power..* Ma sul valore relativo delle classificazioni degli uomini, valgon sempre le considerazioni fatte da **B. Croce**. *Filosofia della pratica. Economica ed Etica*. Bari. 1909, p. 4, seg.

to (III - § 57) assunto da altre persone di fronte alla speculazione: atteggiamento che si può anche ritenere qualcosa d'intermedio fra (I) e (II).

54. — La ricerca dei moventi (§ 52 - 2.o) da cui derivano generalmente il giudizio (I) e quello (II) presenta, come abbiamo rilevato, notevoli difficoltà. Ma quando si tenga il debito conto delle considerazioni fatte intorno al valore da attribuirsi ai risultati di questa indagine, si può ammettere, che, nel maggior numero dei casi, il giudizio (I) e quello (II) trovino la loro spiegazione nell'influenza che, sul modo di ragionare e di condursi degli uomini, esercitano tanto (a) gli interessi personali o di gruppo, siano essi seguiti ragionatamente o inconsciamente, quanto (b) i sentimenti, comunque connessi agli interessi; quanto in fine (c) l'ignoranza, che spinge talora ad agire contro i proprî interessi o i proprî sentimenti fondamentali, nell'illusione di seguirli e di soddisfarli appieno. In genere poi va rilevato

(54) (1) C. Supino. *Le leggi contro i giuochi di borsa. A proposito di una recente inch. in Germ. Rifform. Soc.* 10 Nov. 1894. # (2) V. Pareto. *Rentier et spéculateurs. Extrait de l'Indépendance du 1.er Mai* 1911. # (3) Se si bada agli interessi della categoria di persone che seguono il (giudizio II) non appare strano il fatto, rilevato anche dal Pareto (*Cours.* vol. II, § 894) e dal Sella (*La Speculaz. comm.* p. 71, seg.) della maggiore contrarietà che si manifesta nei riguardi della speculazione al rialzo delle merci e di quella al ribasso delle rendite. Le persone che hanno redditi fissi e titoli pubblici, se sono urtate in genere nella loro routine dalle oscillaz. dei prezzi, delle quali raram. possono avvantaggiarsi: più particolarment. vengono danneggiate dal rincaro delle merci e dal ribasso dei valori pubblici. # (3) Come abbiamo già ricordato ((35) (1)) il Pareto ha approfondito la distinzione fra redditieri e speculatori ed ha ricavato una serie di deduzioni sociologiche e storiche di cui tale distinzione fondata nell'esperienza è feconda. # (4) Lefèvre. *Comm.* p. 239. — Walras. *Études.* p. 421. # (5) Se possono giovare le buone intenzioni e le prediche, va ricordato che nel *large dome* del *Royal Exchange* di Manchester, sta scritto, ad ammonimento dei borsisti, il XXII Prov. *A good name is rather to be chosen than great riches and loving kindness rather than silver and gold.* Non si sa poi se tutti i borsisti siano in ogni caso ed a fatti del parere dell'oscuro e remoto redattore di quella sentenza

che la maggior parte degli uomini agiscono, in molte circostanze della vita, senza grande riflessione, facendo quello che han sempre fatto o han sempre visto fare da altre persone in simili circostanze: orizzontandosi spesso per tal modo verso i propri interessi o sentimenti fondamentali, ma talora anche andando, senza accorgersene, in senso opposto.

(a) - L'interesse personale o di gruppo può essere l'incentivo, più o meno conscio e manifesto, tanto del giudizio (I), quanto di quello III. Coloro i quali vivono della speculazione e di tutti gli affari connessi: cioè gente d'affari: speculatori, finanzieri, banchieri, imprenditori, fornitori, espansionisti, commercianti, militari e religiosi, infine politicanti e giornalisti, legati fortemente a quei primi: — sono tutti portati irresistibilmente: non soltanto a magnificare le fonti dei loro lucri (*giudizio I*) cioè i diversi espedienti della speculazione (¹), benanche ad assecondare, come possono servendosi specialmente della forza di Stato, il raggiungimento degli scopi speculativi; come pure sono portati a gettare largo discredito intorno a tutti gli ostacoli, anche legislativi, frapposti al conseguimento dei fini della speculazione.

Data poi la tendenza che ha l'uomo, a seguire il proprio ristretto tornaconto, facendo credere, e talora anche credendo, di fare

e del bello spirito che (certo senz'ombra d'ironia) la fece imprimere in quel luogo. # (6) Il **Walras** osserva (*Études* p. 443) che *un spéculateur en tant que spéculateur, n'est pas tenu d'être un saint Vincent de Paule; c'est son droit, et on pourrait presque dire son devoir, de viser seulement à gagner beaucoup d'argent. . . . bien entendu dans les limites de l'honnêteté et de la loyauté. . .*

(7) Il segreto della fortuna del finanziere tipico, cioè del finanziere israelita, si trova, secondo un giudizio forse un pò troppo azzardato ed assoluto taluni, in certe qualità che quest'ultimo possiede: e sovra le altre (1.0) nel ritenere in base all'educazione ed alla tradizione talmudica che siano compatibili, dal punto di vista morale, due forme di condotta: l'una fraterna coi correligionari, l'altra poco scrupolosa coi *goim*; (2.0) nell'essere i finanzieri ebrei, sul tipo dei **Rotschild**, superiori alle lotte di nazionalità ed alle passioni dei partiti ed intenti, anzi, ad avvalersi machiavellicam. di queste rivalità e pas-

il bene, se non di tutto il genere umano, della maggiore e migliore parte di esso: — gran parte delle persone sopra ricordate tenderanno a dar forma teorica, cioè generale, magari scientifica, religiosa o politica, ai loro scopi personalissimi. E queste teorie sapientemente costruite, ora pei proprî interessi, ora per far piacere ai proprî amici e dispetto ai nemici, non sempre potranno distinguersi dalle teorie create sotto altri impulsi, non escluso quello di ricercare la verità nei fatti sociali.

Altre categorie di persone, le quali hanno interessi, se non opposti, molto diversi da quelli degli speculatori, e cioè coloro i quali vivono di redditi fissi ⁽²⁾ e sono possessori di cartelle di rendita e di obbligazioni o sono impiegati o salariati di certe categorie: e vengono tutti danneggiati dal rincaro della vita, dal fiscalismo, dall'aumento dei debiti pubblici ecc. — si sentono portate, con tutti i loro difensori: politicanti, giornalisti, apostoli, ecc. ad accogliere il giudizio (II), nel modo più conveniente ⁽³⁾ come pure a compiere la serie degli sforzi rivolti a meglio uniformarsi ad esso e ad abbandonarsi alle inevitabili generalizzazioni e declamazioni fatte sempre ed in ogni caso a favore del bene generale e del miglior avvenire della società, ecc. ⁽³⁾.

sioni, quando possano giovare allo scopo unico di far denaro! Così pensa **Jannet** (Op. cit. p. 503 seg.). L' A. è di fede cattolica. Ma la tendenza degli uomini d'affare ad entrare nei partiti politici, magari come dirigenti, simulandone ed eccitandone le passioni, per servirsene a fini propri: è un fatto troppo appariscente, anche per l'osservatore più superficiale delle società democratiche. E ci vuole una morale molto elastica per giustificare disinteressatamente gli sdoppiamenti dell'uomo economico e dell'uomo morale: sdoppiamenti che si possono fare in teoria per tutt'altro scopo che non sia quello di legittimare la condotta di certe categorie di persone; cioè si possono fare per pura comodità di studio della condotta umana, che è complessa e sintetica. — **Jannet**. Op. cit. p. 189. ‡ ⁽⁸⁾ Sono critiche che si trovano nell'appello firmato da **F. Kathreiner** e rivolto al *Reichstag* colla pretesa: *zwischen Lieferungshandel und börsenmässigen Terminhandel — soweit*

(b) - Dove non è l'interesse conscio od inconscio, il sentimento può indurre tanto al (*giudizio I*) quanto al (*giudizio II*).

Per puro sentimento molte persone sono portate al (*giudizio I*).

Esse mostrano di considerare la speculazione come un congegno meraviglioso che riesce automaticamente ad equilibrare il consumo alla produzione, meglio di qualunque altra istituzione che l'inventività legislatrice possa escogitare ed imporre alla società.

Lo sviluppo della speculazione, secondo quelle persone, sarebbe indice dello sviluppo economico dei popoli. Ogni operazione speculativa corrisponderebbe ad un'importante funzione economica (⁴).

Nella borsa si svolgerebbero i modi più perfetti della vita commerciale; si affermerebbe il principio della regolamentazione e della giustizia fatte da persone competenti, con semplicità e rapidità (§ 7) si moltiplicherebbe la fiducia e si eleverebbe il senso dell'onestà e della correttezza commerciale (⁵). Quantunque non debba scordarsi, come osservano taluni, che la borsa non ha poi da essere l'ambiente in cui si vada a far esercizio di pura virtù, di assoluto disinteresse (⁶). Altri non esitano ad affermare addirittura che la morale non c'entra per nulla colla borsa (⁷).

Ad ogni modo, quando la speculazione esplica bene la sua funzione, continuano gli ammiratori della borsa, tutti tacciono e mostrano di non accorgersi dei benefici che la speculazione arreca.

ein solcher in Nahrungsmitteln und sonstigen unentbehrlichen Verbrauchsgegenständen betrieben wird - im Wege der Gesetzgebung die Grenzen zu ziehen.
 — Fuchs. Op. cit. p. 1, seg. ‡ (⁹) A. Labriola. *Il capitalismo*. Torino 1910, p. 332. ‡ (¹⁰) Montesquieu. *De l'esprit des lois*. Livre XXII, chap. XVII. *Des dettes publiques*. ‡ (¹¹) Notava il Machiavelli (*Il Principe*, Cap. XXV): . . . molti hanno avuto et hanno opinione che le cose del mondo sieno in modo governate dalla fortuna . . . che li uomini con la prudenzia loro non possono correggerle, anzi non vi abbino rimedio alcuno; e per questo potrebbero iudicare che non fussi da insudare molto nelle cose, ma lasciarsi governare alla sorte. Questa opinione e suta più creduta ne' nostri tempi per la variazione grande delle cose che si sono viste e veggono ogni dì, fuora d'ogni coniettura. Nota il Sorel (*Sag-*

Non appena si nota il minimo inconveniente, si declama alto, s'invocono rimedi e si fa ricorso allo Stato, i cui organi non sono sempre rappresentati dalle persone più illuminate. E lo Stato non esita a mettere in movimento i suoi vecchi, inutili e dannosi sistemi di impacci, di divieti, ecc.

Coloro i quali accettano il (*giudizio I*) per sentimento, sono insomma i così detti amanti della libertà, sono coloro i quali hanno pochissima fiducia nella sapienza miracolosa dei governanti, e ritengono che tuttocìò che vi ha di buono nella società, sia opera spontanea degli individui, ciò che vi ha d'impaccio, sia opera di governanti e interventzionisti, i quali, non possono far nulla che non ostacoli il movimento dell'ingegnoso meccanismo automatico della speculazione operante nel campo economico, ecc.

Coloro i quali aderiscono al (*giudizio II*) per puro sentimento sono di solito persone di buona volontà e di non minore semplicità. Codesta specie di persone ha sempre esistito in tutti i tempi e presso tutti i popoli. Ed esse han sempre trovato chi ha saputo giovare delle loro inclinazioni e chi ha saputo farsi giuoco di esse. Nel caso che ci occupa, quelle persone ritengono che la speculazione, tanto commerciale, quanto finanziaria, sia dannosa: (1) dal punto di vista economico e (2) da quello morale.

(1) - Dal punto di vista economico la speculazione commerciale, colle sue abili operazioni, determina, si dice, qua rialzi a danno dei

gi, p. 342) che i guadagni conseguiti in borsa risultano per gran parte da vendite fatte alla cieca, da gente che s'impaura e liquida al primo allarme. ‡ (12) S'è rilevato che la borsa parigina salutò col rialzo la caduta del 1.º Napoleone e col ribasso l'uscita delle truppe tedesche dopo la guerra franco-prussiana: mostrando in ogni caso e ad ogni costo di preferire all'onore delle armi e all'indipendenza del paese la cessazione degli ostacoli al tranquillo svolgersi degli affari ‡ (13) **Mirabeau** è stato forse il primo ad avvalersi, con grande abilità, dell'aggiotaggio, quale argomento che, per sua natura, si presta assai bene alle declamazioni. Si vegga ad es. la *Dénonciation de l'agiotage*, nella raccolta di scritti

consumatori, là ribassi a danno dei produttori (§ 37)⁽⁸⁾: in ogni caso vantaggiosi soltanto ad alcuni speculatori. Costoro non curano poi mai la qualità della merce: buona o scadente (§ 4)⁽⁷⁾; § 35): essa serve come oggetto delle loro operazioni speculative⁽⁸⁾.

La speculazione finanziaria è l'incentivo alla costituzione d'impresе artificiose, create al solo scopo d'avere dei valori negoziabili in borsa⁽⁹⁾; è pure l'incentivo alla politica del militarismo, dell'espansione coloniale e del socialismo nazionalizzatore degli Stati moderni: la speculazione finanziaria dà lo stimolo e il modo di accrescere i debiti pubblici, che se da un lato creano lucri cospicui e potenza economica e politica al mondo ozioso dei politicanti, dei finanzieri e dei loro accoliti, e della burocrazia e delle istituzioni industriali, commerciali, operaie, politiche e dei gruppi sussidiari dallo Stato, dall'altra ne gravano il peso sulla classe laboriosa, doppiamente danneggiata e dalla privazione dei capitali (§ 38)⁽¹⁰⁾ e dall'onere dei tributi, che servono a pagare gli interessi dei debili⁽¹⁰⁾.

(2) - Dal punto di vista della morale, la speculazione induce a cercare il guadagno senza lavoro, fidando nella fortuna o approfittando della dabbenaggine altrui⁽¹¹⁾ e non curando se non il proprio interesse, col sacrificio più cinico d'ogni ideale⁽¹²⁾. La speculazione stimola le più basse passioni, le più cupide brame, fomenta le più ingegnose frodi, i peggiori delitti. Se il dominio della borsa avesse da estendersi, si potrebbero, a ragione, fare le più tetre profezie intorno all'avvenire della società intera⁽¹³⁾.

del **Mirabeau** fatta dal **Vermorel** per la *Bibliothèque Nationale* (Tome V. p. 172.) È degno di nota che il **Mirabeau** conclude contro ogni intervento legale, invocando la libertà della discussione e i lumi che ne derivano. Lo scritto del **Mirabeau** contiene anche osservazioni intorno al sistema del **Necker**, di sostituire alle imposte il debito pubblico, per far fronte alle spese della guerra. Declamazioni contro la speculazione si trovano anche in: **Proudhon**. Op. cit. p. 39, 398, 8, 26 28, 168, 391, 390. #⁽¹⁴⁾ **Regnault**. Op. cit. p. 24. #⁽¹⁵⁾ **Januet** Op. cit. p. 544. È il caso dell'eroe dell'*Argent* di **Zola** #⁽¹⁶⁾ **Walras**. *Études* p. 402. #⁽¹⁷⁾ Si può dire che è un fatto generale, nelle indagini scientifiche, quello d'incominciare

Ma occorre trovare i rimedi. E coloro i quali si attaccano per sentimento al (*giudizio II*), non ammettono difficoltà da questa parte, data anche la loro cieca fede nella sapienza dello Stato, e dei governanti e dato anche che essi ritengono di solito che le idee buone, per il solo fatto di essere buone, siano attuabili e siano attuabili proprio con quei dati mezzi, in quei dati modi, con quei determinati effetti, ed a favore di quelle determinate persone, del cui bene si è tanto solleciti, anche se esse non si mostran sempre sufficientemente sensibili e liete di tale sollecitudine.

In genere, tanto coloro i quali aderiscono per sentimento al (*giudizio I*) quanto quelli che per lo stesso movente aderiscono al (*giudizio II*), per il semplice fatto d'esser tutti guidati dal sentimento: vengono condotti ad esagerare, sia pure in senso opposto i loro giudizi. Per quelli che seguono il (*giudizio I*) la borsa è addirittura il regolatore di tutta la vita economica e sociale, è l'espressione più genuina dell'opinione pubblica e non già, come pare più logico, dell'opinione di quelli che la frequentano e la dominano (14). Per quelli che seguono il (*giudizio II*) le parole: borsa, speculazione, ecc. suscitano le più forti immagini e visioni di macchinazioni abili, d'arricchimenti improvvisi e d'improvvisi rovine, di tragedie, di suicidi, di miserie, ecc.

lo studio d'un fenomeno colla considerazione del lato malefico, come quello che prima si fa sentire. È così che nel campo sociologico lo studio dei turbamenti dell'equilibrio sociale precede ogni altra indagine. E nel campo economico lo studio del contrabbando precede lo studio del commercio internazionale e delle dogane; lo studio delle falsificazioni monetarie precede lo studio della funzione normale della moneta; lo studio dell'usura precede lo studio dell'interesse dei capitali; lo studio degli squilibri tra popolazione e sussistenze precede il sorgere della Scienza della popolazione; lo studio dello scoppio della crisi precorre le indagini scientifiche intorno ad un importante capitolo della Dinamica economica, quello delle onde economiche ecc. ‡ (18) Già il Courtois. (*Traité*, pagina 155, seg.) aveva rilevato l'avversione dei primi economisti alle borse, specialmente l'avversione di A. Smith, di G. B. Say, che domandava la soppressione delle borse, del

E mentre, da una parte coloro i quali sono soliti a considerare più prosaicamente la vita, s'avvalgono freddamente dell'opera e delle prediche dei sentimentali, per condurre la loro lotta contro i finanzieri o contro certi finanzieri, come ad es. gli ebrei, che possono essere temibili competitori, dei quali si invidiano l'abilità e la fortuna ⁽¹⁵⁾; dall'altra i letterati e gli artisti, sovente non meno pratici dagli uomini pratici, sfruttano i sentimenti di coloro i quali s'attaccano al (*giudizio II*), producendo un'arte che appaga e coltiva e radica, soprattutto nei giovani, quel senso diffuso di sospetto, d'avversione che s'aveva, soprattutto un tempo, verso i prestatori di denaro e i negozianti di grano all'ingrosso e si ha ora verso i finanzieri e i borsisti.

(c) - Le operazioni di borsa, come abbiamo visto nella (*Parte I.^a descrittiva*) sono apparentemente complicatissime e gli stessi pratici che pur sanno usarle, forse non le conoscono sempre e completamente nella loro connessione e nella connessione col resto della vita economica; i profani le ignorano quasi completamente e così pure molti i teorici, i quali mostrano talora di ritenere, fors'anche per comodità, che la tecnica delle operazioni, alla quale poi si riduce in pratica tutta la speculazione, sia un particolare quasi insignificante. Ciò che risulta evidentemente erroneo, dopo l'esame che noi abbiam fatto di codesta tecnica nella (*Parte I.^a descrittiva*).

Forse non è esagerato il dire che in materia di speculazione di borsa, troppo spesso i pratici, come pure i trattatisti pratici, non si elevano alla teoria generale, mentre i teorici non scendono

Courcelle-Seneuil, del **Mach Culloch**, ecc. ‡ ⁽¹⁹⁾ In seguito all'aumento del prezzo del grano, dovuto in Francia, come sembra, alla scarsa produzione ed anche al protezionismo, si chiese alla Camera francese l'abolizione dei dazi protettivi. Nella seduta del 6 Febr. 1912, **M. Plichon** sentenzia: *Le mal ne peut venir que de la spéculation!* Al che **M. Ducros** soggiungeva: *Le spéculateurs en prison!* Ma il **Pascalis** ha osservato che le speculazioni *consistent à s'efforcer de prévoir, et reussissent ou elles échouent selon qu'elles répondent ou non à la situation du marché.* — *Journ. des Éc.* 15 Fevr. 1912. Continuando in Francia,

ad uno studio concreto particolare, per modo che c'è un distacco fra pratica e dottrina (16). I profani poi, i politicanti ed i letterati, sovente accumulano i difetti dei pratici e quelli dei teorici: non conoscono nè la pratica nè la teoria, e giudicano di una realtà immaginaria, con teorie necessariamente sbagliate o cervelotiche.

Il difetto dei pratici e dei compilatori di trattati pratici si rivela sovente dalla cortezza delle vedute. L'insufficienza dei teorici si rende palese col fatto che essi sono rimasti ancora per buona parte alla considerazione del fenomeno eccezionale della speculazione, che è l'aggrottaggio, cioè il fenomeno più impressionante (17) e non hanno saputo astenersi dal giungere tosto a conclusioni pratiche, a vedute riformatrici, a consigli, a prediche, a polemiche, ad amplificazioni letterarie, che sono del resto frequentissime nei primi stadî della ricerca teorica dei fenomeni sociali (18). I profani ed i politicanti, inclini a ritenere che sia tutto torbido quello che essi non sanno veder chiaro, non dominati dai dubbî i quali provengono dalla seria riflessione e trattengono dall'agire: pretendono d'intervenire sempre e ad ogni costo, attribuendo tutto il male economico e sociale alla speculazione ed attendendo tutto il rimedio dai provvedimenti contro le borse, le casse di liquidazione, ecc., lasciandosi giuocare più spesso da coloro i quali alimentano il pregiudizio contro la speculazione, principalmente per impedire il ricorso ad altri provvedimenti ad essi nocevoli (19) o per ottenere provvedimenti da essi desiderati (20).

Il movente (c) dei vari giudizi intorno alla speculazione scomparirebbe il giorno in cui coloro i quali vogliono trattare di questioni complesse, facessero tesoro del motto latino: *tractant fabrilia*

più che altrove, il rialzo del grano, nonostante le minacce rivolte agli speculatori, per rispondere ad una interpellanza al riguardo, il governo francese, che non voleva abolire, forse neppure in modo provvisorio, i dazi, per non disgustare i deputati ministeriali dei collegi rurali, depositava alla Cam. il 23 Maggio 1912, un nuovo progetto per la riorganizzazione delle borse ed il regolamento della speculazione, progetto che poteva anche essere polvere gettata negli occhi a coloro i quali son disposti ad accontentarsi di poco. — M. Boverat; *Réorgan. des Bourses*

fabri. In quel giorno, se potesse mai spuntare, le discussioni intorno ai fenomeni sociali si renderebbero anche molto più serie.

Ma, data l'umana natura e la sua scarsa mutabilità sostanziale, data cioè la limitata influenza dei mezzi rivolti a modificare l'istessa natura umana, nulla fa supporre, con qualche probabilità di verosimiglianza, che abbia ad essere prossima l'aurora di quel fortunato giorno.

È inutile poi soggiungere, ancora una volta, che al (*giudizio I*) come a quello (*II*) come ad altri, si può giungere in pratica e si giungerà più spesso, non tanto per uno dei singoli moventi (*a*) (*b*) (*c*) che noi abbiamo distinto, per ragioni già dette, quanto per l'influenza combinata d'un po' di (*a*) d'un po' di (*b*), d'un po' di (*c*) e d'altri moventi, come pure non di rado si arriverà all'uno o all'altro giudizio per puro mimetismo e senza riflessione vera e propria.

55. — Coloro i quali seguono il (*giudizio I*) si contraddicono spesso nella realtà (§ 52-3.o) come pure si contraddicono ⁽¹⁾ quelli che seguono il (*giudizio II*). Costoro cercano ad ogni modo di tradurre in pratica i loro desideri, avvalendosi specialmente della forza di Stato e riuscendo ad attuare una serie (A) di controlli e (B) di

de Comm. in *Journ. des Éc.*, 15 Juin 1912. — E. Giretti. *Il dazio sul grano*, nel *Secolo* del 1° Luglio 1912. ‡ ⁽²⁰⁾ Durante la guerra, col pretesto di combattere gli speculatori sui generi di prima necessità, nei diversi paesi si è adottata tutta una serie di provvedimenti, come requisizioni, calmieri, tesseramenti, monopoli ed altri vieti espedienti, che, se han giovato a certi gruppi ed a certe categorie speciali di speculatori, han nociuto ad altri gruppi assai più numerosi, gravando su di essi l'alto costo di un'impacciante burocrazia, e le enormi perdite e distruzioni di ricchezze, cagionate in tempi di grandi difficoltà da lentezze, incompetenze, capricci burocratici. Nella stampa più spregiudicata scrittori sinceri hanno rilevato spesso il lato addirittura comico, oltrechè oneroso di molti provvedimenti e sono insorti di recente contro l'intenzione di perpetuare i provvedimenti di guerra. In Italia hanno scritto in argomento l'Einaudi sul *Corriere della sera*; il Pareto sul *Resto del Carlino*; ed altrove il Cabrati sul *Secolo*; il Ricci sull'*Economista* e sulla *Vita italiana*; l'Amoroso sull'*Idea Nazionale*; il Giretti sull'*Unità*, ed anche noi, a più riprese, sul *Resto del Carlino* e sul *Resto del Carlino della sera*.

(55) ⁽¹⁾ I governi sogliono combattere gli eccessi speculativi, quando non riguardano i loro titoli. Se si tratta delle rendite pubbl. i governi incoraggiano le manovre d'emissione; impongono acquisti per elevare i corsi ((3) ⁽¹⁶⁾; (9) ⁽¹⁾) spesso senza riuscire allo scopo: non elevandosi tanto facilmente la quantità di capitale investito in titoli (Einaudi. *È possib. ecc.* l. c.) e danneggiando talora

divieti, rivolti a frenare la libera attuazione delle operazioni speculative.

(A) – I controlli si esplicano (a) nei riguardi delle società che emettono titoli, fissando le forme di costituzione delle società medesime, le forme di conferimento delle quote, le norme per l'emissione dei titoli e le loro specie (preferendo ad es. i nominativi che non sfuggono al fisco e impacciano la speculazione (§ 3)): determinando le forme dei bilanci, l'entità delle riserve e persino il massimo dei dividendi, ecc. I controlli si riferiscono anche (b) all'ambiente della speculazione, stabilendo con regolamenti una certa sorveglianza governativa sulle borse, sorveglianza che è maggiore o minore a seconda dei tipi di borse (§ 5 – I – II) e può condurre a

certe categorie di persone: o puniscono coloro i quali compiono operazioni al ribasso sulle rendite, mostrando di non comprendere il legame che c'è tra operazioni al rialzo ed operazioni al ribasso (§ 37; § 47) ‡ (2). Oltre alla chiusura della borsa di Parigi, durante la convezione (5) (2) va ricordata la sospensione della Borsa di Berlino, (1897-99). — **Seila**. *Studi ecc.* p. 57. seg. ‡ (3) In Olanda si trova dal 1610 un editto contro le vendite allo scoperto dei titoli della Comp. comm. oland. delle Indie orientali, fondata nel 1602. Questo editto ammetteva le vendite a term. che andavano notificate alla società per la trascrizione. Nel 1621 un nuovo editto, esteso nel 1623 alla Comp. delle Indie orient. viene a confermare il primo, inapplicato, anche per la rinuncia che facevano i contraenti, rinuncia che venne poi divietata da nuovi editti. Nel 1677 si ebbero nuove proibizioni, come quella di servirsi dei mediatori non ufficiali. — **Ehrenberg**. *Op. cit.* p. 3 seg. — In Inghilterra il *Bubbles act* del Giugno 1720 colpisce vagamente i fondatori di imprese ed i negozianti d'azioni ingannevoli. Nel 1733 si proibiscono i contratti a premio, quelli differenziali e le vendite allo scoperto (*Sir J. Barnard's act.*) Nel 1845 una legge (8 e 9 Victoria C. 109) dichiara nulli i contratti di giuoco e scommessa, cioè gli affari differenziali. Nel 1860 si abolisce il *Sir. J. Barnard's act*: si disse, per tacitare i borsisti, colpiti dal tributo di 1 penny sui foglietti dei contratti. Nel 1862 il *Companies act* toglie la necessità del consenso govern. per la fondazione di soc. per az. a resp. limit. o illim. Nel 1867 il *Leeman's act* viene, dopo il panico del 1866, a render nulli gli affari in azioni bancarie, quando all'atto della conclusione non sian dati i num. delle azioni negoziate. Nel ((4) (3) [1]) § 31, si trova ad es. un provvedimento rivolto contro i *corners*. Esso consiste nel dar facoltà ai *Directors* di fissare il prezzo di vendita. — In Francia un del *Decr.* 24 Settembre 1724

dettar norme e ad imporre tributi per l'ammissione dei commercianti, e dei valori, a stabilire esclusioni (§ 6) pene, ecc. compreso il diritto di sopprimere le borse (2).

(B) - I divieti si riferiscono (a) a certe operazioni, (b) a certi valori, (c) a certe persone.

(a) - Le operazioni divietate sono talora (1) quelle a termine o certe operazioni a termine (allo scoperto, a premio, ecc.) specialmente per certi prodotti o valori (§ 9) (6) (7) talora invece sono (2) i cosiddetti contratti differenziali.

In caso di infrazione di tali divieti, si considerano spesso le operazioni compiute come giuochi, con carenza d'azione.

proscrive il mercato a termine. È allora che si istituisce il privilegio degli agenti di cambio. Un *Decreto del 7 Agosto 1785 (art. 7)*: *Declare nuls Sa Majesté, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques qui se feraient à terme et sans livraison des dits effets ou sans le dépôt réel d'iceux.* Un *Decr. 2 Ott. 1785* richiede il deposito dei titoli presso un notaio, colle pezze giustificative della libera proprietà. Un *Decr. del 22 Sett. 1786* stabilisce come termine massimo 2 m. Il 14 *Luglio 1787* un nuovo editto conferma con pene i precedenti, che non avevano giovato. Nel periodo rivoluzionario si torna ai divieti del 1724. La *Legge del Maggio 1791* sopprime il monopolio degli agenti di cambio. Dal 1793 al 1795 si chiude la borsa (5) (2). La *Legge 13 Fruttid. an III (30 Ag. 1795)* punisce il venditore di titoli allo scoperto La *Legge 22 Vendem. an. IV (20 Ott. 1795)* proibisce i contratti a termine ed a premio. Il Direttorio persiste nella via presa dalla Convenzione, con un *Decr. 2 Ventoso an. IV*. Egualmente fa il Consolato: *Decr. 27 Pratil. an. X (16 Giugno 1802)*. Il *Code Napoléon* compil. sotto l'ispirazione di chi non voleva adattarsi a non poter dominare la borsa, agli art. 1965-66 stabilisce la carenza d'azioni pei debiti di giuoco. Il *Cod. de Comm.* riconferma (art. 85, 86) le proibizioni; all'artic. 76 dà diritto al solo agente di cambio di negoziare effetti pubbl. Il *Cod. Pénal.* (art. 421, 422) conferma con pene i divietti. La monarchia di Luglio, per la sua indole, si mostra favorevole alla borsa. Dopo gli eccessi della speculazione, avutisi durante la fondaz. del *Crédit Mobilier*, la giurispr. francese cresce il rigore contro la borsa. — Il governo prussiano con *Decr. 19 Genn. 1836* proibisce gli affari a termine su titoli spagnoli. Un *Decr del 13 Maggio 1840* rende nulli tutti gli affari a

Altra volta si combattono (3) le vendite allo scoperto, dando al compratore il diritto di sconto ((§ 19) (4)).

Ovvero si impongono (4) certe forme pei contratti, (foglietti bollati, ecc.) ((§ 12) (5)), mancando le quali talora si commina l'eccezione di nullità pel contratto.

Sempre poi si escludono e si puniscono (5) le cosiddette manovre d'aggiotaggio (3).

(b) - I divieti di fare operazioni su certi valori, possono avere per iscopo di escludere dalle contrattazioni, ad es. certi valori stranieri (4).

termine su valori stranieri, stabilendo pene e la privazione dell'ufficio pei mediatori giurati, in caso di trasgressione. Nel 1860 quelle disposizioni vengono abolite in Prussia. In seguito alla *Börsen-Enquête*, fatta in Germ. si addivene alle *Börsengesetz 22. Juni 1896* la cui applicaz. dà orig. al conflitto colla borsa di Berlino ed alla transitoria sospensione, alla cacciata dei borsisti dal Palazzo delle Fate, dove solevano poi adunarsi. Il § 65 della ((3) (1) [4]) stabilisce: *Börsentermingeschäfte in Getreide und Erzeugnissen der Getreide-Müllerei sind verboten.* Il § 66 toglie a quei contratti l'obbligatorietà, come pure alla dazione di sicurtà per essi. Il § 68 divieta ad ogni modo i contratti differenziali sui grani e sui macinati: *auch dann, wenn nur die Absicht des einen Teiles auf die Zahlung des Unterschiedes gerichtet ist, der andere Teil aber diese Absicht kennt oder kennen muss.* — Worms Op. cit. p. 172, seg. 349, seg. — Ehrenberg. Op. cit. p. 12 seg. — In Ungheria si è proposto di recente di riformare la materia dei contratti a termine allo scoperto sui cereali. — *La Fin. ital.* 20 Genn. 1912. — In Italia il *Cod. Civ.* del 1865 ha conservato agli art. 1802 e 1804 i divieti del *Cod. Napoleonico*, ma fin dal 14 *Giugno 1874* si ebbe una *Legge (Regolam. R. D. 6 Sett 1874, entrata in vig. 1 Genn. 1875)* la quale ammise la validità dei contratti differenz. purchè conclusi colle formalità stabilite. In seguito venne la *Legge 13 Sett. 1876*, in base alla quale, secondo taluni (Vidari, D. Supino. Piccinelli, ecc.) non sarebbero nulli i contratti differenz. privi di foglietto. Conclusione alla quale si oppone il Diena (*I contr. differenz., all'Istitut. di Diritto Internaz. in Riv. del Dir. Comm. Sraffa e Vivante, Giugno 1910.* Nella sessione dal 28 Marzo al 2 Apr. 1910 l'Istituto Internaz. ha deciso che nei mercati a termine l'eccez. di giuoco si giudichi in base al principio *locus regit actum*. Se il contratto è concluso in un luogo in cui non

(c) — I divieti riguardanti le persone possono avere per iscopo, ad es. d'impedire ai non professionisti di fare operazioni speculative, ((§ 33) (3)) ai mediatori di fare da contropartita e d'attuare contratti in proprio (5), come pure i divieti possono riguardare certi istituti, impedendo loro di compiere certe operazioni (6).

Naturalmente buona parte di questi provvedimenti sono suggeriti o adottati in momenti di crisi (7) o di eccessi di speculazioni, quando gli inconvenienti pratici determinati da quei fenomeni, suscitano facilmente una nobile gara fra le persone di buona volontà, le quali hanno spesso la lodevole, se non modesta, pretesa di riuscire, coi loro miracolosi cerotti, a deprecare i flagelli economici

sia ammessa l'eccezione di giuoco, essa può venire nondimeno opposta, quando sia ammessa per ragioni di moralità e d'ordine pubblico (non per ragioni fiscali, come sarebbe, secondo il **Diena** (l. c.) il caso della nostra legge del 1876) dalla legge del tribunale adito. — **Diena**. l. cit. — **P. Fedozzi**. *Ancora una parola sull'applic. della Legge del 13 Sett.* 1866 in: *Dir. comm.* di **Cogliolo e Supino**, *Agosto*, 1911. Il *Cod. Pen. Ital.* del 1889, art. 293, punisce le manovre d'aggiotaggio con maggior rigore se usate da mediatori pubbl. o da agenti di cambio. † (4) Nel 1870 i banchieri del Sud della Germania, i quali avevano sottoscritto prestiti francesi, furono incolpati di alto tradim. ed imprigionati. — **A Raffalovich**. *L'export. des capitaux* in: *Journ des Écon.* 15 *Juillet* 1911. Nei vari paesi si pongono sovente ostacoli agli investimenti in valori stranieri. La questione ha occupato il *Reichstag* nella seduta dell' 11 Febbraio 1911. Il riassunto della discuss. si trova anche in: **Raffalovich** *Le march. fin.* 1910-11, p. 144, seg. † (5) In Francia non si vorrebbe che il mediatore facesse da contropartita, nè stipulasse affari in proprio. Al che è stato opposto che il provvedimento sarebbe giusto se si trattasse di proteggere il piccolo cliente non professionista, che crede di servirsi di una persona di fiducia e invece s'affida, a propria insaputa, alla contropartita: sarebbe ingiusto il provvedimento trattandosi del cliente professionista, il quale ha bisogno di essere tosto coperto, sia pure dal mediatore, che poi a sua volta dovrà coprirsi. — **Boverat**. l. c. Il ricorso agli affari in proprio proviene talora dalla scarsità delle commissioni. In Inghilterra avendo la concorrenza degli *outsiders* abbassata la mediazione e ridotti i lucri del *brokers* ((6) (2)) si è stabilita una tariffa ufficiale con un minimo. — *L'Economista. dell'Italia Moderna*

e sociale, a far scomparire le crisi ed i turbamenti economici, a moralizzare l'ambiente della speculazione e soprattutto a proteggere, anche contro loro voglia, coloro i quali sembrano fatti apposta per correre, talora non senza entusiasmo nei più sciocchi tranelli appostati dai gabbamondo.

È anche nei periodi di turbamento economico (§ 51) e quindi di miseria per gli uni, di eccessi speculativi per gli altri, che si è più disposti a ricorrere a sistemi molto sbrigativi, se non proprio assolutamente e durevolmente efficaci, di repressione violenta della speculazione (8).

56. — Dire quale e quanta influenza abbiano potuto avere

29 Giugno 1912. ‡ (6) In Italia gli istituti di emissione non possono compiere operazioni diverse da quelle espressamente consentite dal *T. U. di legge sugli Istituti d'emissione, ecc. R. D. 28 Apr. 1910 art. 26 seg.* ‡ (7) Dei rimedi alle crisi si è occupato anche il Ferrara (*Delle crisi comm. ecc. p. XLV e seg.*). — Quando si tratta di crisi che colpiscono certi rami d'industria: o si ricorre ai sindacati (**P. De Rousiers, Les syndicats industriels des producteurs. Paris, 1901, p. 126**, citato in: **Labriola. Il capitalismo.** p. 325) per cercare di far pagare ai consumatori il costo degli errori commessi nell'adeguare la produzione al consumo; o si cerca di ottenere, in nome degli interessi dell'industria nazionale, ecc. il sussidio diretto e più spesso indiretto dello Stato: per modo che, a seconda del sistema tributario che domina nello Stato, il quale soccorre l'industria, il conto sarà pagato dall'una o dall'altra categoria di contribuenti incisi. ‡ (8) L' 8 Aprile 1812, a Manchester venivano convocati i filatori, i tessitori e gli artigiani, *to express detestation of the conduct of those Men* [i frequentatori del *Manchester Royal Exchange*] *who have brought this country to its present state, and are entailing Misery on thousand of our industrious Mechanics.* Essendo stata negata, per motivo di stabilità, si disse, l'aula dell'adunanza, la folla invase e devastò i locali, finchè fu dispersa dalla forza. — **Parsons.** Op. cit. p. 12, 32.

(56) (1) La lotta che **Napoleone I°** sostenne contro gli speculatori, nell'intento di soggiogarli, se poteva corrispondere al carattere tirannico dell'imperatore, che voleva piegar tutti e tutto ai suoi voleri, non raggiungeva il fine voluto, anzi, proprio

nella vita economica e sociale i provvedimenti presi nei riguardi della speculazione, a parte il loro costo diretto e indiretto, non è tanto facile, per le ragioni che abbiamo già esposte (§ 52 - 4.o). Allo scopo di eliminare, fin dove è possibile, taluni inconvenienti dell'indagine e di metterci sulla buona via, fissiamo alcuni principi, che ci serviranno di guida. Anzitutto (a) vanno svolte alcune considerazioni generali intorno all'efficacia delle regolamentazioni di fatti economici e sociali. Poi, per determinar bene il campo della ricerca occorre: (b) limitare l'indagine ad ogni singolo provvedimento, e bisogna sempre poi (c) attuare la ricerca restando entro i limiti di certe ipotesi riferentisi al numero delle circostanze che influiscono e di quelle che non influiscono sul provvedimento preso. Va ritenuto quindi (d) che i risultati a cui si giunge coll'indagine, non corrispondono completamente alla realtà e non possono per essa dare norme dirette e consigli e giudizi sicuri, se non nel caso, forse inattuabile, in cui in pratica agiscono o meglio si ritenga che agiscano, insieme al provvedimento preso o da prendere: tutte e sole le circostanze teoricamente considerate.

In generale si può dire che l'efficacia di una legge specifica, nello specifico senso voluto da quel gruppo di persone che riescono in un dato momento ad imporla, dipende da molte circostanze. Fra tali circostanze va posto anzitutto (1) l'argomento a cui la legge si riferisce, come pure va messo lo scopo che tale legge si pone. Se una legge avesse ad es. la strana pretesa (e vi sono leggi anche di questa fatta) di mutare direttamente l'umana natura, di costrin-

quello opposto: ciò che spiega fra l'altro, come la caduta di Napoleone ((54) (12)) venisse salutata dal rialzo in borsa.— *Courtois. Traité*, ecc. p. 419, seg. Si veggano anche: *Jannet*. Opera citata, pag. 285, seg. — *Marshall*. Opera citata, pagina 719 — *Law is stable*. — *H. Sumner Maine. Ancient Law, Chap. I.* — *Mit den bestehenden Recht haben sich im Laufe der Zeit die Interessen von Tausenden von Individuen und von ganzen Ständen in einer Weise verbunden, dass dasselbe sich nicht beseitigen lässt, ohne letztere in empfindlichster Weise zu verletzen;*

gere certe persone ad andare assolutamente contro i propri interessi ritenuti legittimi e le proprie abitudini, i propri pregiudizi, ecc. tale legge non potrebbe avere se non una efficacia molto relativa. Così pure se la legge volesse recare a certe persone una protezione che esse assolutamente non richiedono, nè vogliono subire; i risultati della legge sarebbero molto modesti: è il caso già ricordato della solerzia manifestata da certe leggi per la categoria sociale di coloro i quali sembrano non aver altra inclinazione nè più forte, di quella di correre nei tranelli più manifesti. Vi sono quindi degli scopi che la legge non può assolutamente raggiungere o può raggiungere in proporzione molto ristretta ed insignificante, di fronte ai costi notevoli che talvolta impone.

Talora l'impossibilità dipende (2) dal modo col quale la legge è fatta o il provvedimento vien preso. Le persone che preparano la legge, per quanto possano essere scelte (ciò che del resto non accade ogni volta) fra i competenti e fra coloro che sanno in buona misura spogliarsi delle proprie passioni, restano pur sempre soggette ad errori, specialmente nella considerazione di fatti così complessi, come sono di solito gli argomenti cui le leggi proibitive della speculazione si riferiscono.

Altre volte (3) la legge non si traduce in atto per l'incapacità di coloro i quali dovrebbero farla rispettare. Certo, quando la legge si ponga uno scopo sbagliato, il buon senso di chi non la fa eseguire può essere un efficace correttivo; ma tale correttivo non è

den Rechtsatz oder die Einrichtung in Frage stellen, heisst allen diesen Interessen den Krieg erklären. — **R. von Ihering.** *Der Kampf um's Recht.* Siebzehnte Auflage, Wien. 1910, p. 7 # (2) Ad un'assemblea del *Crédit Lyonnais* alcuni azionisti si lagnarono inutilmente che un bilancio di parecchi miliardi fosse contenuto in una diecina di righe. — **Delaisi,** *Op. cit.*, p. 36. # (3) **Worms.** *Op. cit.* p. 432, seg. 463, seg. — **Struck.** *Op. cit.* p. 109, 110. — **Pfleger.** l. c. p. 580, seg. — Il **Moos**, citato dal **Sella** (*Studi*, ecc. p. 56) sostiene che la legislaz. sulle borse ha tolto gran parte della sua importanza al mercato finanziario tedesco, con danno dei privati e dell'erario. Si veggia: **E. Schuster.** *Effect of German legislation on*

di solito affatto desiderato da coloro i quali stabiliscono la legge e si suppone che debbano aver l'intento di farla eseguire.

Infine va tenuto conto che, nonostante gli sforzi di adattamento e la pieghevolezza della giurisprudenza che traduce in atto le leggi, queste hanno sempre un carattere di maggior stabilità in confronto dei rapporti di fatto ai quali esse si riferiscono.

Tutte queste considerazioni ed altre ancora che si potrebbero fare, spiegano (1') come vi possano essere leggi che non producono gli effetti voluti dai legislatori, ovvero (2') ne producono altri diversi e talora opposti (che pure possono piacere a certe persone) o (3') non ne producono alcuno. E questi diversi risultati sono stati spesso attribuiti in via generale ai provvedimenti che si riferiscono alle borse (4').

Scendendo a più minuta disamina dei particolari, è stato detto che a poco ha giovato la serie dei controlli stabiliti (§ 55-A-a) nei riguardi delle società commerciali, se restano gran parte degli inconvenienti che si volevano eliminare (5), come a poco hanno servito i controlli attuati nell'ambiente della speculazione (§ 55 - A - b). È già difficile stabilire l'influenza di una imposta che si ponga scopi puramente fiscali (§ 50), dire poi quale influenza moralizzatrice essa possa esercitare nel campo della speculazione, dove pure si studieranno tutti i modi, leciti o meno, per evaderla, non è tanto facile. Molti hanno sostenuto che i tributi fatti pagare per l'ammissione di titoli o di persone alle contrattazioni di borsa, costituiscono un incremento di costo, che potrà essere più facilmente affrontato da chi, mirando a lucrar molto, non teme gli aumenti di

business, in: **Palgrave**. Op. cit. vol. III. pag. 543. Per la borsa di Vienna ((5) (2)). # (4) **Struck**. Opera citata, pagina 172. # (5) **Sella**. *Studi*, ecc. pagina 64. # (6) Osservava già il conte di **Mollén** a **Napoleone I** che, non essendo diminuiti i contratti a termine, ad onta dei divieti, era da chiedersi se, piuttosto che quei contratti, non fossero da accusarsi le leggi che li colpivano. — **Courtois**. *Traité*, p. 422, seg. I divieti adottati in Germania hanno trasferito talune operazioni a Londra ed a Bruxelles. — **Pfleger**. l. c. p. 606. Il divieto dei contratti a termine è stato anche eluso, facendo contratti a contanti con

spesa: potrà ciò essere affrontato proprio da quelle pesone e per quei valori rischiosi, che si volevano escludere dalla borsa. Ciò che può essere anche vero. Sempre poi, secondo taluni, le imposte di borsa frenano e impacciano l'attività speculatrice normale (3).

Il rifiuto a quotare certi valori, quando sono già sul mercato, può dar loro il tracollo (4).

La soppressione delle borse deve essere un provvedimento poco consigliabile, se le borse soppresse di diritto, hanno di solito continuato a funzionare di fatto, nella stessa piazza, ovvero gli speculatori han soltanto mutato il luogo o la piazza, delle contrattazioni e se di solito i provvedimenti sono stati revocati (§ 55) (2).

Neppure i divieti (§ 55 - B) hanno molta efficacia, in generale, siccome non riescono a colpire le borse non ufficiali (§ 5) (3) nè possono essere uniformi per tutte le borse dei diversi paesi, in modo da impedire che gli affari divietati in una borsa si compiano in un'altra (5).

Quando una legge divieta una operazione, coloro i quali la compievano prima, possono adottare diverse linee di condotta. Gli uni, ad es. potranno, quando sia possibile, (1) rinunciare senz'altro a fare quell'operazione: a domandare il servizio che con essa ottenevano, rinunciando nel medesimo tempo ai danni ed ai vantaggi che potevano derivarne: cioè al costo del servizio ed al servizio medesimo; e la condotta di queste persone, oltrecchè legale, sarà giudiziosa soltanto se i danni superavano i vantaggi e se il servizio poteva anche essere eliminato.

denaro preso a prestito, come si usa a N. York. — **C. Supino.** *Le op. ecc.* p. 110. — **Fanno.** *Op. cit.* p. 103, seg. Se si divieta agli istituti d'emissione di fare ad es. riporti oltre una data cifra, tali istituti possono di fatto eludere il divieto, riscontando gli effetti delle banche che riportano. — **Fanno.** *Op. cit.* p. 112. # (7) **U. Pipia.** *Contro i contr. differenz.* in: *Riform. Soc.* 10 Marzo 1896. # (8) **Struck.** *O. c.* p. 48, seg. # (9) I difensori del contratto differenziale considerano le posizioni (a) di (II^o), (III^o), (IV^o), (Fig. 14 - (33) (1)) insieme a quelle (b) di (I^o) e (V^o) e trovano che la liquidazione con semplici differenze delle posizioni (a) non è meno logica, nè

Altre persone continueranno (2) a compiere l'operazione (a) nello stesso modo, ma in altro luogo, dove non esista divieto o (b) nello stesso luogo, ma celatamente, aggiungendo, al costo, le maggiori spese pel trasferimento dell'operazione o la quota di rischio per le comminatorie legali e cercando naturalmente di rifarsi di questo maggior costo; ovvero in fine (3) compiranno, se sarà possibile, l'operazione in modo diverso, eludendo la legge: e resterà a vedersi se questo secondo modo di compiere l'operazione sia migliore del primo.

Queste considerazioni generiche valgono pel caso speciale del divieto dei contratti a termine ⁽⁶⁾ in genere o dei contratti a termine per certi prodotti o valori (§ 55 - B - a - 1); come pure pel divieto (§ 55 - B - a 2) dei cosiddetti contratti differenziali ⁽⁷⁾ e per le restrizioni ad essi apposte e la critica fatta ⁽⁸⁾ alle casse di liquidazione (§ 33) che permettono il compimento sistematico di tali affari.

Ma noi abbiamo modo di ridurre la lunga ed oziosa disputa a poche osservazioni fondamentali. Dove esistono speculatori sulle variazioni dei corsi, si compiono anche necessariamente operazioni che hanno per iscopo d'annullarne altre: (§ 23-2.o; § 24) tanto nel caso (1.o) in cui le prime si mostrino fondate su calcoli sbagliati e diano una perdita, che potrebbe crescere; quanto nel caso opposto (2.o) in cui le prime abbiano già dato un beneficio, che potrebbe in seguito sparire.

Nel (1.o caso) la controoperazione dà, come differenza, una perdita, nel (2.o caso) un guadagno. In questo senso il contratto che

meno conveniente, nel concatenarsi delle operazioni speculative, della liquidazione mediante esecuzione delle posizioni (b). Coloro i quali combattono il contratto differenziale pensano a posizioni (a) non intermedie, nè connesse a posizioni (b). Il nocciolo della disputa *vs* tutto qui. Sono poi gli interessi minacciati, da una parte, l'ignoranza della tecnica speculativa, i pregiudizi e le assurde pretese dei moralizzatori della borsa, dall'altra, che valgono ad alimentare gli equivoci e ad impedire la chiarezza, che con un po' di buona volontà non sarebbe poi difficile a rag-

si dice differenziale, perchè si liquida con una differenza, rientra nella serie delle ordinarie operazioni speculative e può servire a correggere gli errori di calcolo degli speculatori.

Coloro i quali combattono il contratto differenziale, considerano invece, quando sanno bene ciò che combattono, uno speciale contratto differenziale, che non s'intreccia colle ordinarie operazioni speculative, ma sta a sè ed è un puro giuoco, basato sulle differenza dei corsi, giuoco che non esige riserve di capitali, e può influire in borsa almeno incoraggiando operazioni d'agiotaggio (9).

È facile osservare che, specialmente nel caso in cui tale giuoco avesse a compiersi fuori della borsa, sarebbe molto difficile colpirlo. Nel caso in cui si compisse in borsa, dovrebbe sottoporsi ad un costo: in depositi di margini, in mediazioni, ecc. costo che ne ridurrebbe i benefici. Volendo ad ogni modo colpirlo, sarebbe poi difficile distinguerlo dal contratto differenziale che si può dire normale: non bastando i criteri che taluni hanno suggerito e certe leggi hanno adottato (§ 55) (3): come quello dell'intenzione delle parti all'atto della stipulazione (10) quello delle forme del contratto, delle persone che lo stipulano (11), ecc. non avendo assai spesso neppure il giudice ordinario, che di solito si adisce, le conoscenze pratiche necessarie per giudicare con competenza.

In ogni caso il diritto che si può concedere ad una parte, di sollevare l'eccezione di giuoco, per far annullare il contratto, specialmente di fronte a certe persone (12), può giovare a chi voglia liberarsi, senza scrupolo, ad impegni assunti (13).

La facoltà di scontare il venditore, acconsentita al compratore

giungersi. # (10) **Courtois**. *Traité*, p. 36 — **Jacobson**, citato in: **Fuchs**. Op. cit. p. 9, seg. — **Kohn**. Op. cit. p. 48, seg. — **Jarach** l. c. p. 87, seg. # (11) **Pfleger**. l. c. p. 560, seg. # (12) Il **Walras**. (*Étud.* p. 437) sempre nell'intento di escludere i non professionisti dal commercio di borsa ((33) (3)) vorrebbe serbata per quest'ultimi l'eccezione di giuoc. # (13) Il **Worms**. (Op. cit. p. 207) cita un caso avvenuto già il 29 Pratile an. V.º, d'un tal **Rigoult**, che, per aver modo di sbarazzarsi di

a termine (§ 19; § 55 - B - a - 3) che non vi rinunzi (¹⁴) può recare notevoli inconvenienti. Essa mira ad impedire le vendite allo scoperto, fatte solitamente dagli speculatori al ribasso (¹⁵). Se i compratori esercitano tale facoltà, i venditori sono indotti, nel caso in cui non abbiamo i titoli, a procurarseli, onde ne può derivare il rialzo (¹⁶). Ma la facoltà di sconto può servire ai rialzisti i quali riescano ad attuare un *corner*, per strangolare (§ 40; § 48) i ribassisti, costringendoli a consegnare quei titoli che sono nelle mani degli stessi compratori, che potranno cederli naturalmente a condizioni tutt'altro che miti. In ogni caso, data la concatenazione delle operazioni di borsa (§ 21) l'esercizio del diritto di sconto può far mutare sostanzialmente la posizione del venditore che abbia combinato due o più operazioni per giungere ad un certo risultato e si veda costretto ad una esecuzione anticipata che non era nei suoi calcoli (¹⁷).

Siccome normalmente riesce al venditore di procurarsi i titoli (¹⁸), la facoltà di sconto viene a perdere, nel maggior numero dei casi, il suo scopo (¹⁹) e ciò spiega la rarità e quasi l'eccezionalità del suo uso (²⁰).

Le formalità imposte per la validità dei contratti, specialmente dei cosiddetti contratti differenziali, formalità congiunte a tributo e con la nullità come pena, in molti casi danno pure luogo a critiche notevoli, che si sono avute ad es. intorno all'obbligatorietà dei foglietti bollati (§ 55 - B - a - 4).

Le pene minacciate agli aggiotatori (§ 55 - B - a - 5) possono essere criticate sotto diversi punti di vista; anzitutto (1) da quello dell'applicabilità, che non è tanto facile, dovendo il legislatore in teoria e il giudice in pratica, colla loro relativa competenza, discri-

E

una compra di titoli deprezzati, invocava i Decr. del 1785 e del 1786 ((55) (3)).
 ‡ (14) I. Levi. *Questioni*, ecc. p. 85, seg. ‡ (15) C. Supino. *Le Op.* ecc. p. 119.
 ‡ (16) Barriol. *Op. cit.* p. 309. ‡ (17) De Montel. *Fisiologia della Borsa*, ecc. p. 18, seg. 27, seg. — I. Levi. *Questioni*, ecc. p. 77 seg. ‡ (18) Regnault. *Op. cit.*

minare le operazioni lecite dalle illecite, in un campo dove, più che in altri, la materia è complessa e mutevole e i confini non sono facili a stabilirsi fra il lecito e l'illecito, nè le prove si raggiungono e si conservano agevolmente. Dal punto di vista (2) degli effetti, le pene, se possono raggiungere talora chi non ha rispettati i divieti e punirlo, di per sè non prevengono le violazioni, quando il vantaggio della violazione sia da certe persone tenuto in maggior considerazione dei rischi della pena.

Quando poi si vogliono escludere dal mercato di borsa certi valori (§ 55 - B - b) o certe persone (§ 55 - B - c) non si è quasi mai sicuri di raggiungere completamente lo scopo.

57. — La serie dei provvedimenti fin qui esaminati si fonda sulla considerazione di certi mali reali o supposti (§ 53 - II) e mira ad eliminarli, col mezzo soprattutto di sanzioni legali.

Ma vi sono persone che partono da tutt'altro punto di vista (III), che si potrebbe dire quello del buon senso pratico e mirano a tutt'altro scopo. Costoro constatano lo sviluppo della speculazione,

p. 134, seg. ‡ (19) Longhurst, in: Palgrave. Op. cit. vol. I. p. 590. ‡ (20) Ben. Op. cit. p. 232. Intorno all'istitut. del diritto di sconto in Italia, come pure intorno alle discussioni e proposte: particolarmente a quella di concedere la facoltà di ammetterlo alle autorità di borsa, si veggia: *Riv. del Dir. comm.* (Sraffa e Vivante). Luglio 1911. Avendo il diritto di sconto trovato attuato in occasione del recente accaparramento delle azioni della Banca Comm. se ne è discusso di nuovo in Italia soprattutto nei giornali e alla Camera, invocando inchieste e provvedimenti.

(57) (1) Jannet. Op. cit. 499. ‡ (2) Per carattere politico-democratico d'una impresa intendiamo la partecipaz. in essa degli interessi di un gran numero di persone e la direzione di poche, magari coll'illusione del dominio di tutte. Questo carattere, che dipende poi dall'umana natura, pressochè immutabile nella sua sostanza fondamentale attraverso i tempi: si riscontra tanto nelle imprese economiche, sotto forma di società anonime (Delaisi. Op. cit. p. 188) quanto negli Stati con regime democratico (R. Michels. *La democrazia, e la legge ferrea dell'oligarchia*. Estratto dalla *Rassegna contemporanea*, anno III, N. 5, Roma. 1910. ‡ (3) A. Daniell.

coi suoi vantaggi, nel caso della speculazione in regime di libera concorrenza, coi suoi inconvenienti nei casi di monopolio e d'aggiotaggio e cercano di spiegare le ragioni dello sviluppo stesso della speculazione, come pure cercano di agevolarne i modi migliori, accostandosi al (*giudizio I* - § 53) soltanto nella valutazione benevola della speculazione ed al (*giudizio II* - § 53) soltanto nell'ammettere l'opportunità di provvedimenti pratici, statali od altri.

Le ragioni dello sviluppo della speculazione, tanto commerciale, quanto finanziaria, coloro i quali seguono il (*giudizio III*) le trovano soprattutto nell'intensificarsi dei rapporti fra i diversi paesi, nell'estendersi dei mercati, nel diffondersi del credito, coi suoi strumenti più perfezionati, col prevalere dei gruppi affaristici che assorbono molte ricchezze, ma di molte anche ne stimolano la produzione.

Lo sviluppo della speculazione finanziaria in ispecie, si spiegherebbe coll'intensificarsi della capitalizzazione, col moltiplicarsi delle società anonime e coll'accrescersi delle funzioni dello Stato: tutti fenomeni che sono del resto interdipendenti. L'azione e l'obbligazione al portatore e non vincolate da formalità fiscali o da impacci nazionalistici: da una parte mascherano chi si associa all'impresa e chi fa il prestito, nascondono cioè la nazionalità e la razza ⁽¹⁾ del socio, come del mutuante: permettendo così al capitale straniero ed ai gruppi affaristici stranieri e internazionali di operare nello Stato, senza suscitare pregiudizî nazionalistici o di razza; dall'altra parte si prestano grandemente a dar carattere politico-democratico ⁽²⁾ all'impresa economica, che, pur restando nelle mani di pochi, riceve il contributo di molti; come pure si prestano anche, soprattutto in certi momenti, al diffuso spirito di giuoco ⁽³⁾.

Schuster ed **E. Johnstone**, in: **Palgrave**. Op. cit. volume I, pagina 368, seg. # (4) I legami fra governanti e finanziari sono inevitabili dove si fa ricorso frequente ai prestiti pubblici. — **Jannet**. Opera citata, pagina 548. — **A. E. Sayous**. *La crise allemande de 1900-902*, pagina 13; citato in: **Labriola**. *Il capitalismo*, pagina 332, Finanziari e politicanti sono poi legati alla stampa. — **Delaisi**. Opera citata pagina 147. # (5) Tali sono le *Treuhand- o Revivionsgesellschaften* tedesche, la *Corporation of foreign Bondholders*, sorta in Inghilterra nel 1873, l'*Association pour la défense des détenteurs des fonds publics* d'Anversa; l'Asso-

Il titolo del debito pubblico, che costituisce un investimento di solito anche più sicuro, procura allo Stato i mezzi che vengono richiesti in quantità sempre più cospicua, ai risparmiatori, non solo per compiere grandi lavori pubblici, per attuare le forme moderne della beneficenza statale, per intervenire nella vita sociale e per alimentare l'organismo burocratico, ma anche per esplicare la funzione militare espansiva, impressa allo Stato dai gruppi affaristici e finanziari, che influiscono grandemente sulla vita economica, come su quella politica, come sulla stampa, ecc. degli Stati moderni (4): mezzi che servono anche ad attuare il socialismo di Stato, voluto dalla democrazia in cerca d'impieghi da distribuire ai suoi adepti e reso possibile per quelle imprese economiche le quali hanno carattere di regolarità e spese generali, cioè non proporzionate al prodotto (§ 34 (2)), piuttosto elevate, ecc.

Voler regolare, o peggio, limitare il libero spiegarsi delle forze economiche, sarebbe, per le persone anzidette, un errore ed un perditempo: meglio è avvalersi di tale condizione di cose, che ha i suoi vantaggi e cercare di agevolare lo sviluppo della speculazione nei modi migliori, dando ad essa le migliori direttive.

Fra questi modi, coloro i quali non hanno soverchia fiducia nell'azione di Stato, mettono (1) la creazione di imprese private, che abbiano lo scopo di prevenire ed in ogni caso d'assistere i possessori di valori di imprese e di Stati che si rendano insolubili (5). Altri aggiungono (2) la diffusione di manuali pratici di consigli ad

ciation nationale des porteurs français de valeur étrangères, che ha sede in Parigi e simili.—Schütze. Op. cit. p. 166, seg. ¶ (6) La diffusione delle buone conoscenze econom. potrebbe abituare ad una maggior inibiz. dei sentim. (Sorel. Saggi p. 375) sentim. che del resto non vibrano più fortemente nel campo delle operaz. speculative che in altri campi d'attività umana. Ma, come abbiamo rilevato nel testo, lo studio della speculaz. presenta grandi difficoltà pratiche, quando sia fatto da estranei alla borsa e si voglia basarlo sui fatti. Ci sono ostacoli tutt'altro che lievi per giungere in possesso dei regolamenti interni delle borse e non sono molte le raccolte di dati statistici (3) (16) specialmente di quelli che potrebbero, fin dove è possibile (37) (6), mostrare l'influenza del commercio di borsa sui prezzi. La scarsità d'indicazioni fornite dagli stessi trattati di Statistica (Ferraris (dispense), Benini, Virgili, Colajanni, Contento, ecc.) mostra quanto ci sia da fare in

uso soprattutto del piccolo redditiero. Altri infine consigliano (3) lo studio scientifico, cioè sereno dei fenomeni speculativi, fatto dai competenti (6).

Si comprende come possa giovare (1) l'opera delle associazioni in discorso: mentre non è sempre senza inconvenienti (2) la diffusione di consigli ai redditieri, sia per la difficoltà di dare consigli buoni, e per la facilità di darne invece dei cattivi, o perchè sospinti dall'interesse, o perchè indotti dalla sola ciarlataneria di volere ad es. insegnare il modo migliore di far denaro, speculando, magari senza rischi.

Ma di tali modi sicuri non ve n'è che uno, ed è quello di stabilire il giuoco a proprio favore, come fa del resto, senza bisogno di grande scienza del calcolo, lo Stato per il lotto.

Senonchè tutti non possono mettersi nella fortunata posizione in cui si trova lo Stafo: gli altri espedienti che si consigliano saranno condannevoli o perchè ingannano chi acquista tali consigli o perchè suggeriscono a costui d'ingannare altri.

58. — Tutte tre le parti di questo saggio: quella descrittiva, come quella teorica, come pure quella politica, sono state composte partendo da un solo punto di vista: cioè quello d'indagare ob-

materia di statistiche riferentesi ai valori mobiliari e a tutto ciò che si riferisce alla speculazione. Intorno alle variazioni dei prezzi all'ingrosso, si può vedere un saggio fatto sotto la guida del prof. C. Gini da G. Dettori. *Contrib. allo studio della variab. dei prezzi*, Cagliari, 1912, p. 44 seg. N. i V, VI, XIII. Si vegga anche: C. Bresciani-Turroni, *Dell'influenza del commercio a termine sulle fluttuazioni dei prezzi*. Annali del semin. Giurid. dell'Univ. di Palermo, 1915; come pure. A. Garino-Canina *La speculazione ed il commercio a termine*, ecc. in *Riforma soc.* Ag. Ott. 1915 e la letteratura ivi citata.

(58) (1) *Que d'autres entreprennent s'ils le peuvent... l'épuration du corps social! Pour nous, qui ne sommes ni prédicateurs, ni jacobins, nous ne nous chargeons que d'interpréter les faits... c'est pour une science que nous combattons, nullement pour des intérêts.* — Proudhon. Op. cit. p. 98.

biettivamente, come da fuori, le speculazioni di borsa nell'ambiente economico-sociale, che loro è proprio e come esse possono apparire ad un freddo osservatore, il quale, da una parte non abbia, almeno nel tempo in cui osserva: alcun interesse da difendere, nè alcun sentimento da appagare, non abbia alcun pregiudizio da rispettare, nè alcuna trasformazione d'istituti e di uomini da attendere o da imporre (ipotesi di statica sociale) e dall'altra, con tale serenità di spirito, si serva degli strumenti più acconci e tenga nota dei risultati più sicuri conseguiti dalla recente indagine economica e sociologica (1).

È molto probabile che nel corso dell'opera quel punto di vista, difficile a raggiungersi ed a conservarsi, sia stato qualche volta dimenticato, come pure può darsi che non sempre siano stati impiegati nella ricerca i migliori strumenti ovvero anche se tutto ciò sia stato fatto, può essere che non appaia chiaramente dall'opera.

In tali casi sarebbe pienamente giustificata la critica. Come non sarebbe meno giustificata la critica quando, pur constatandosi che quel punto di vista non fu mai abbandonato e furono sempre impiegati quei tali strumenti d'indagine: si rilevasse poi, d'altra parte, che i risultati di tale impiego non furono quali potevano essere, qualunque sia la ragione di tale insuccesso, ma probabilmente perchè fecero difetto le forze dello studioso in un tema così vasto e complesso, come quello della speculazione di borsa.

Obbiezioni che partissero invece da un punto di vista diverso da quello seguito nel presente studio, potrebbero esser giuste alla sola condizione di tener ben conto della diversità dei punti di vista. Non tenendone conto, sarebbero di necessità erronee, siccome fondate sopra il fraintendimento dell'opera.

INDICE DEGLI ARGOMENTI

PARTE I'. DESCRITTIVA. — La borsa e le forme della speculazione di borsa. Pag. 3.

SVOLGIMENTO. — 1. La borsa come mercato della speculazione. Caratteri del mercato della speculazione: i beni, l'organizzazione, le persone, le istituzioni ed informazioni, le operazioni, i modi di prolungamento e di liquidazione. — 2. I beni economici trattati in borsa. Caratteri: trasmissibilità economica, fungibilità, quantità, il mercato internazionale e continuo. — 3. I valori negoziati in borsa. Caratteri. Quantità fisse. Classificazioni sotto diversi punti di vista. Valori locali e internazionali. Con interesse fisso e con reddito variabile. Valori stranieri. Titoli nominativi, al portatore e misti. Titoli nuovi o speculativi, vecchi o d'impiego. Regime giuridico, desunto dalle leggi e dai regolamenti che valgono per le borse dei diversi paesi. Regime finanziario. Dati statistici internazionali. — 4. I prodotti che si commerciano nelle borse. Classificazione. Prodotti agricoli di consumo generale, materie prime della fabbricazione, prodotti semilavorati, prodotti minerali. Caratteri desunti dalla pratica e dalle norme che si seguono nelle più importanti borse del mondo. Qualità tipiche. Titoli rappresentativi. Quantità tipiche. Produzione e consumo rigidi. Dati statistici internazionali. — 5. Origine, organizzazione, specie delle borse nei vari paesi. Borse private e pubbliche. Borse dei valori e borse dei prodotti. Borse miste. Istituzioni concorrenti. — 6. Borsisti: speculatori e redditieri. Intermediari: mediatori, commissionari, intermediari-speculatori. Sviluppo e regime giuridico della mediazione nelle diverse borse. L'opera dei mediatori. Il monopolio dei mediatori. La senseria. La sua elevatezza. La mediazione libera. — 7. L'ambiente economico in cui si volge la speculazione. Le comunicazioni. I magazzini e i titoli che essi emettono. Le banche. La formazione spontanea del diritto. Il carattere tecnico della giustizia. Le informazioni sulle persone e sui beni. La stampa. La formazione delle quote e dei listini, secondo i regolamenti e gli usi delle diverse borse del mondo. — 8. Le operazioni di borsa classificate a seconda dell'oggetto. — 9. Le emissioni di valori. Dati statistici internazionali. Norme giuridiche e finanziarie che vigono nei diversi paesi. Forme dell'emissione. Il collocamento. Operazioni su titoli all'emissione. Scopo delle operazioni. Emissione

di divise. — 10. Conversioni del debito pubblico. Diversa specie dei titoli. Conversioni forzate e libere. Diverso rendimento. Conversioni forzose ed opzionali; dirette e indirette. — 11. Ammortizzazione diretta del debito pubblico. Casse pubbliche e private d'ammortamento. Piani d'ammortamento per prestiti dei Comuni, delle Provincie e delle società anonime. — 12. Operazioni di compravendita a seconda del momento dell'esecuzione. Operazioni a contanti ed operazioni a termine. Operazioni miste. Arbitraggi. Caratteri. Trattamento finanziario per diversi oggetti, nelle diverse borse. — 13. Operazioni a contanti a seconda dell'oggetto e dello scopo. D'impiego e speculative. Su valori. Specie delle speculazioni. Arbitraggi. Regolamento giuridico nelle diverse borse. Operazioni a contanti su cambiali. Cambio diretto e arbitraggio. Operazioni su monete e metalli preziosi nelle diverse borse. Su prodotti. — 14. — Operazioni a termine. Nozione ed origine. A seconda dell'oggetto. Su valori. Regime giuridico internazionale. Su divise. Su prodotti. Origine. Norme giuridiche per diversi prodotti nelle diverse borse del mondo. — 15. Classificazione delle operazioni a termine sui valori e sui prodotti a seconda del rischio. Ferme. Opzioni. Combinazioni. Opzioni semplici: premi diretti e indiretti. Opzioni doppie a una ed a due basi. Aggiunte dal compratore e del venditore. — 16. Arbitraggi sul termine. Arbitraggio di luogo, di portafoglio, d'operazioni. — 17. Operazioni a termine a seconda dello scopo non speculativo e speculativo. — 18. Caratteri delle operazioni a termine. Varietà. Semplicità (uniformità, derivabilità, economicità delle liquidazioni e dei prolungamenti.) Rappresentazione delle operazioni con simboli, applicazione del calcolo combinatorio e risoluzioni geometriche col metodo Lefèvre-Moser. — 19. La compravendita ferma. Rialzisti e ribassisti. La copertura. Il corso del termine. Quotazione a secco e *tel quel*. Il diritto di sconto nelle borse francesi e italiane. (Risoluzione geometrica). — 20. Premio diretto. Sui valori e sulle merci. Scarto e premio. Posizione delle contropartite. (Risoluzione geometrica). — 21. IL TEOREMA GENERALE DELLA COMBINABILITÀ E DELLA RECIPROCA DERIVABILITÀ DELLE OPERAZIONI DI BORSA nella teoria delle equivalenze delle operazioni di borsa. — 22. Della dimostrazione del teorema nel caso speciale delle combinazioni con ripetizione delle prime tre classi dei quattro elementi componenti la compravendita di fermo e quella di premio diretto,

per ricavarne le operazioni a termine e le posizioni più usate in borsa. — **23** Annullamento di contratti. Annullamento del fermo. (Risoluzione geometrica). — **24**. Annullamento del premio diretto. Risultati. (Risoluzione geometrica e regole). — **25**. Derivazione del premio indiretto dal fermo e dal premio diretto. Del premio indiretto. Condizioni teoriche e difficoltà pratiche dei passaggi. Arbitraggio d'operazioni. (Risoluzione geometrica). — **26**. Derivazione della doppia opzione ad una base dal fermo e dal doppio premio diretto. Della doppia opzione ad una base. Condizioni teoriche e difficoltà pratiche dei passaggi. Arbitraggio d'operazioni. (Risoluzione geometrica). — **27**. Derivazione della doppia opzione a due basi da un fermo e da due premi diretti. Della opzione a due basi. Condizioni teoriche dei passaggi. (Risoluzione geometrica). — **28**. Derivazione della facoltà d'aggiunta del compratore dal fermo e dal premio diretto. Dell'aggiunta del compratore. Condizioni dei passaggi. (Risoluzione geometrica). — **29**. Derivazione della facoltà d'aggiunta del venditore dal fermo e dal premio diretto. Dell'aggiunta del venditore. Condizioni dei passaggi. (Risoluzione geometrica). — **30**. La scala dei premi diretti semplici. Regola di formazione. (Risoluzione geometrica). — **31**. Del prolungamento delle operazioni. Del prestito lombardo. Del riporto diretto e indiretto. Tasso del riporto. Quotazione. Arbitraggio. (Risoluzioni geometriche). — **32**. Classificazione particolareggiata delle operazioni speculative. — **33**. Regolamento degli affari a termine. Caratteri: periodicità, economicità. Il principio su cui si fonda la compensazione, (Rappresentazione grafica). Regolamento degli affari su valori. Stanze di compensazione presso le varie borse. Norme giuridiche. Dati statistici. Regolamento degli affari su prodotti. Stanze di compensazione. Casse di liquidazione. Come funzionano nei diversi paesi del mondo.

PARTE II^a. TEORICA. — Carattere economico della speculazione di borsa. Pag. 127.

SVOLGIMENTO. — 34. La teoria matematica dell'equilibrio economico generale nella formulazione paretiana. (Equazioni) — **35**. Speculazione in senso lato ed in senso stretto. Giuoco. Aggiotaggio e speculazione. Speculazione commerciale e speculazione finanziaria. — **36**. LA SPECULAZIONE COMMERCIALE. L'equilibrio del consumo e della produzione delle merci di borsa, nell'ipotesi della libera

concorrenza, mancando gli speculatori. Difficoltà nella risoluzione pratica del problema. — 37. L'intervento degli speculatori. Gli *stocks* e il capitale speculativo. Il contante ed il termine. Speculazione al rialzo ed al ribasso. Oscillazioni piccole e frequenti dei prezzi. Speculazioni sbagliate. — 38. Gli speculatori di fronte ai produttori ed ai consumatori. Assicurazione contro i rischi dipendenti dalle variazioni di prezzo in ordine di tempo. La libera concorrenza degli speculatori (Equazioni). La libera concorrenza ed il monopolio dei mediatori. Il capitale speculativo. La sua entità. La remunerazione. — 39. Gli speculatori nei loro reciproci rapporti. La riasicurazione. Lo stabilizzarsi dell'impresa di speculazione. — 40. Il monopolio degli speculatori. Monopolio commerciale (equazioni) e della produzione. Difficoltà pratica dei monopoli commerciali durevoli, specialmente per le merci di borsa. Cessazione della speculazione. Monopoli transitori. Difficoltà pratiche. Manovre. Tentativi non riusciti. — 41. Conclusione sulla teoria matematica della speculazione commerciale e sul fenomeno concreto. Elementi perturbatori. Dall'indagine economica a quella sociologica. — 42. LA SPECULAZIONE FINANZIARIA. Produzione dei capitali. Condizioni d'equilibrio. Eguaglianza del frutto netto del risparmio e dell'interesse netto dei capitali. Il fenomeno della rendita e la sua teoria matematica. — 43. Varie classi di capitali. L'intervento dei banchieri. L'interesse dei prestiti. Il saggio dello sconto. Sconto libero. Sconto ufficiale. La politica dello sconto. Circolazione di moneta vera, di moneta fiduciaria e di falsa moneta. Il cambio. Il punto superiore dell'oro. Arbitraggi sui cambi. Variazioni dei corsi del cambio. Perturbazioni dell'equilibrio del commercio internazionale. Corso dei cambi e saggio dello sconto. I riporti. Il tasso netto del riporto in un punto d'equilibrio. Il capitale dei riporti. Variazioni del tasso dei riporti. Il monopolio del capitale dei riporti. — 44. La capitalizzazione col mezzo dei titoli. Il rendimento netto percentuale dei valori in un punto d'equilibrio. Il fenomeno concreto: diversità dei rendimenti. Realizzabilità dei titoli. I debiti pubblici degli Stati insolubili. I titoli nuovi. — 45. L'ipotesi della capitalizzazione col mezzo dei titoli, senza l'intervento degli speculatori. Difficoltà pratiche per stabilire l'equilibrio fra il risparmio e la capitalizzazione. Lo svolgersi della speculazione finanziaria. — 46.

L'intervento degli speculatori. — 47. La libera concorrenza degli speculatori. Speculatori-banchieri. Operazioni degli speculatori in rapporto ai corsi ed alle variazioni dei corsi dei titoli pubblici e privati. I professionisti della speculazione ed i non professionisti. Equilibrio dei mercati del contante, del termine e dei premi. Piccole e continue oscillazioni dei corsi. Gli errori degli speculatori. Assicurazione contro i rischi delle oscillazioni dei corsi. Previsioni empiriche e applicazione del calcolo di probabilità. L'equilibrio economico colla considerazione del servizio degli speculatori-finanziari. Il prezzo del servizio dei mediatori, e il prezzo dei servizi del capitale speculativo. Conclusione sulla speculazione finanziaria in regime di libera concorrenza. — 48. Il monopolio nella speculazione finanziaria. I sindacati di speculatori. Sindacati d'assunzione e sindacati per l'accaparramento. Le condizioni del mercato. Manovre. Posizioni speciali. Influenze politiche. Errori. La reazione del mercato. L'equilibrio economico nel caso del monopolio degli speculatori. Costo diretto e indiretto del monopolio. Eliminazione della speculazione. — 49. La speculazione fra speculatori. — 50. I problemi tributari riguardanti la speculazione. Come andrebbero impostati e risolti. — 51. Gli eccessi della speculazione e le crisi economiche generali. Errori economici e sentimenti umani che li accompagnano. Come si rendono manifeste le crisi. Periodo d'elaterio. Speculazione al rialzo. Scoppio della crisi. Discesa. Periodo di liquidazione. La liquidazione in borsa. Speculazione al ribasso. Ripresa. Crisi economica e crisi finanziaria. Atteggiamenti della borsa in contrasto coll'andamento economico generale.

PARTE III^a. POLITICA. — La speculazione di borsa nei giudizi e nei provvedimenti pratici, Pag. 205

SVOLGIMENTO — 52. I termini dell'indagine sociologica nei riguardi della speculazione di borsa. Difficoltà grandissima della ricerca. — 53. Due opposti giudizi intorno alle operazioni di speculazione. Il giudizio ottimistico e quello pessimistico. — 54. Dei diversi moventi che possono addurre ai giudizi ricordati. Gli interessi. I sentimenti. Esagerazione nei giudizi. Ignoranza teorica dei pratici, ignoranza pratica dei teorici ed ignoranza pratica e teorica dei profani. L'opera dei politicanti. — 55. La serie dei provvedimenti rivolti a regolare la speculazione.

Controlli. Divieti riguardo alle operazioni, a certi oggetti, a certe persone. Sanzioni. I momenti di crisi. Le violenze. — 56. Come deva indagarsi l'influenza dei provvedimenti presi nei riguardi della speculazione. Fin dove possan giungere le leggi. L'efficacia dei controlli. L'efficacia dei divieti. I contratti differenziali come ordinaria operazione speculativa e come giuoco. Il diritto di sconto, quando ci sia *corner*; quando il venditore combini più operazioni; quando non serva l'esercizio del diritto di sconto. I foglietti bollati. L'efficacia delle pene contro l'aggiotaggio. Le esclusioni. — 57. Come si sviluppi la speculazione e come si possa agevolarla. Le società fiduciarie. I manuali pratici per far fortuna in borsa. — 58. Il punto di vista seguito nella presente indagine intorno alla speculazione di borsa

ECO
12838

Indice degli autori

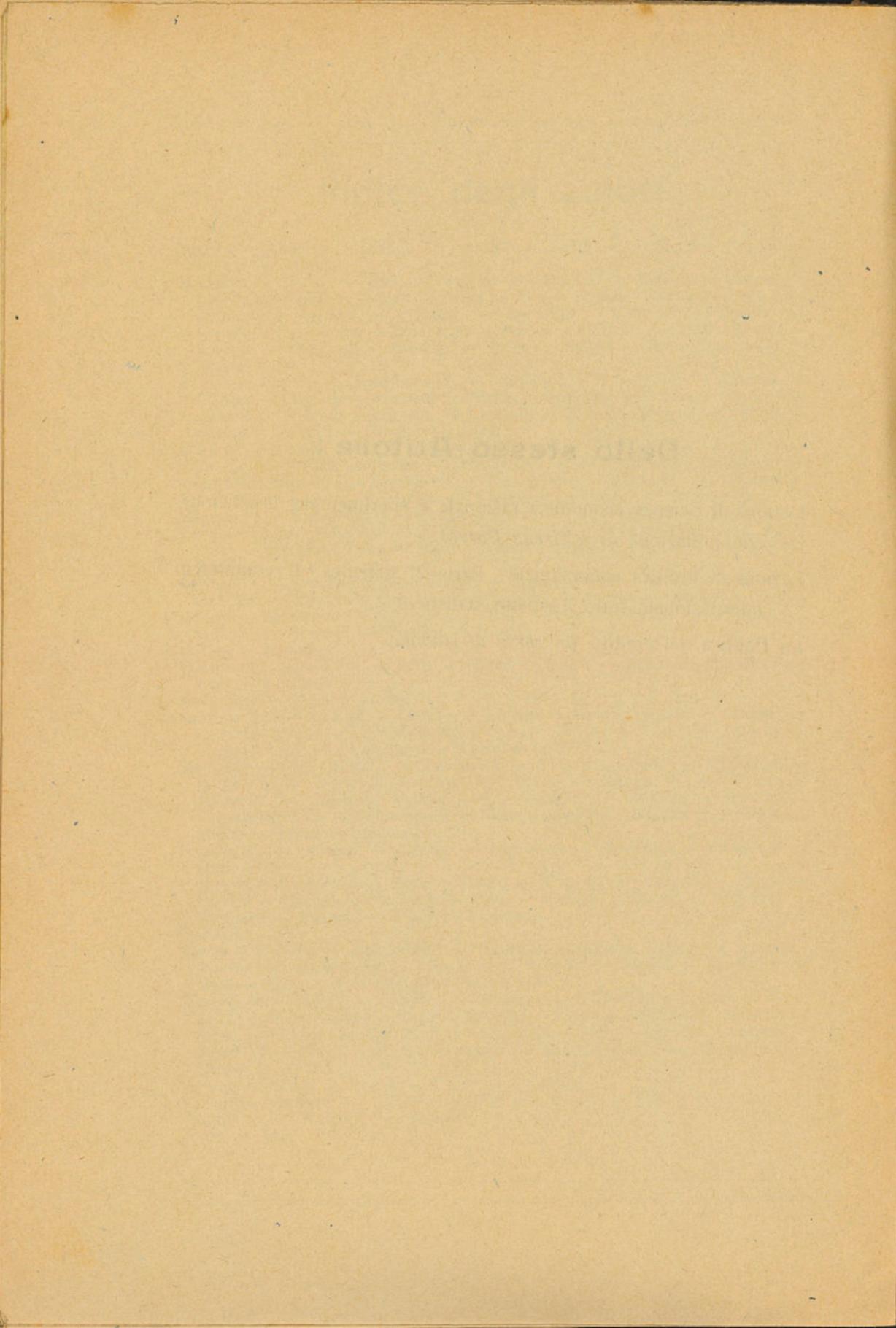
- Alessio — Allix — Amoroso — Apostol — Arias — Artom — Asquith — Aubert — Auspitz.
- Bachelier — Bachi — Baer — Bagehot — Barnard — Barnett — Barone — Battistella — Barriol — Bax — Bellet — Ben — Bender — Benini — Berardi — Bernstein — Bertrand — Berzolari — Boccardo — Bohlmann — Bolaffio — Bonaparte L. — Bonar — Boninsegni — Bonnet — Borgatta — Bossi — Boven — Boverat — Brockage — Bresciani — Turrone — Broggi — Bronzin — Brugi — Buzzati.
- Cabiati — Capelli — Castelnuovo E. — Castelnuovo G. — Chini — Chironi — Clerget — Cogliolo — Cognetti de Martiis — Colajanni — Colson — Conant — Conrad — Contento — Corvetto — Cossa E. — Courcelle-Seneuil — Cournot — Courtois — Croce — Crump — Czuber.
- D'Alvise — Daniell — De Deutsch — De Gregorio — De Johannis — Delaisi — De Laplace — De Lapparent — De Laveleye — De Molinari — De Montel — De Montessus — Del Vecchio G. — De Rousiers — Dettori — De' Stefani — Destefanis — Diena — Di Nola — Dombasle — Ducros — Duhautchamp.
- Edgeworth — Ehrenberg — Einaudi — Elliot — Ellis — Engels — Espagnac.
- Facta — Fanno — Faraday — Fedozzi — Fenoglio — Ferrara — Ferraris C. F. — Finzi — Fisher — Flora — Flux — Fontana-Russo — Fornari — Fowler — Fuchs.
- Garibaldi C. — Garino-Canina — Garnier — Geisser — Gini — Giretti — Goschen — Graziani — Gresham — Griziotti — Gschwindt — Guarneri — Guedalla — Guida.
- Halévy — Hammond — Harriman — Haupt — Hemptenmacher — Herschell — Hooper — Howarth — Howlett — Hughes.
- Ihering — Ingram.
- Jacobson — Jannaccone — Janet — Jannet — Jarach — Jevons — Johnstone — Juglar — Jürgens.
- Kathreiner — Koch — Kohn.
- Labriola Art. — Landrè — Lassalle — Laurent — Law — Leardini — Leeman — Lefèvre — Leone — Leroy-Beaulien Pierre — Leseine — Levi I. — Levi M. — Licht — Lieben — Longhurst — Loria — Luzzatti G.
- Macaulay — Mac Culloch — Machiavelli — Manara — Marie — Marinitsch — M' Arthur — Marshall — Marx — Mavor — Menger K. — Menzel — Michaelis — Michels — Mill J. S. — Mirabeau — Mollien — Mondini — Montemartini G. — Montesquieu — Moos — Morgan — Mortara G. — Moser — Müller — Munro — Murray.
- Napoleone I — Necco — Necker — Newmarch — Neymarck — Nicholson — Nitti.
- Palgrave — Pantaleoni — Papa — Pareto — Parsons — Pascalis — Patten — Pereire — Pfeleger — Piccinelli — Pipia — Plichon — Pochet — Poincaré — Portalupi — Pownall — Prato — Proudhon.
- Quetelet.
- Racca — Radtke — Raffalovich — Ramorino — Reeves — Regnaut Ricard — Ricardo — Ricca-Salerno — Ricci L. — Ricci U. — Rigoult — Rockefeller — Rossi — Rota — Rotschild J. — Rotschild M. A.
- Saint-Simon — Saling — Salvatori — Santerre — Satterthwaite — Say G. B. — Say L. — Sayous — Sbano-Vitale — Schuhler — Schuster — Schütze — Schwabe — Segrè — Sella — Sensini — Smith — Sombart — Sorel — Spencer — Spinelli — Stone — Sraffa — Stringher — Struck — Summer-Maine — Supino C. — Supino D. — Suret.
- Taeuber — Tocci — Tooke — Tronci — Troplong.
- Valenti — Vermorel — Vidari — Virgilio — Vivante.
- Wagner A. — Walras L. — Worms.
- Zappa — Zola.
-
-

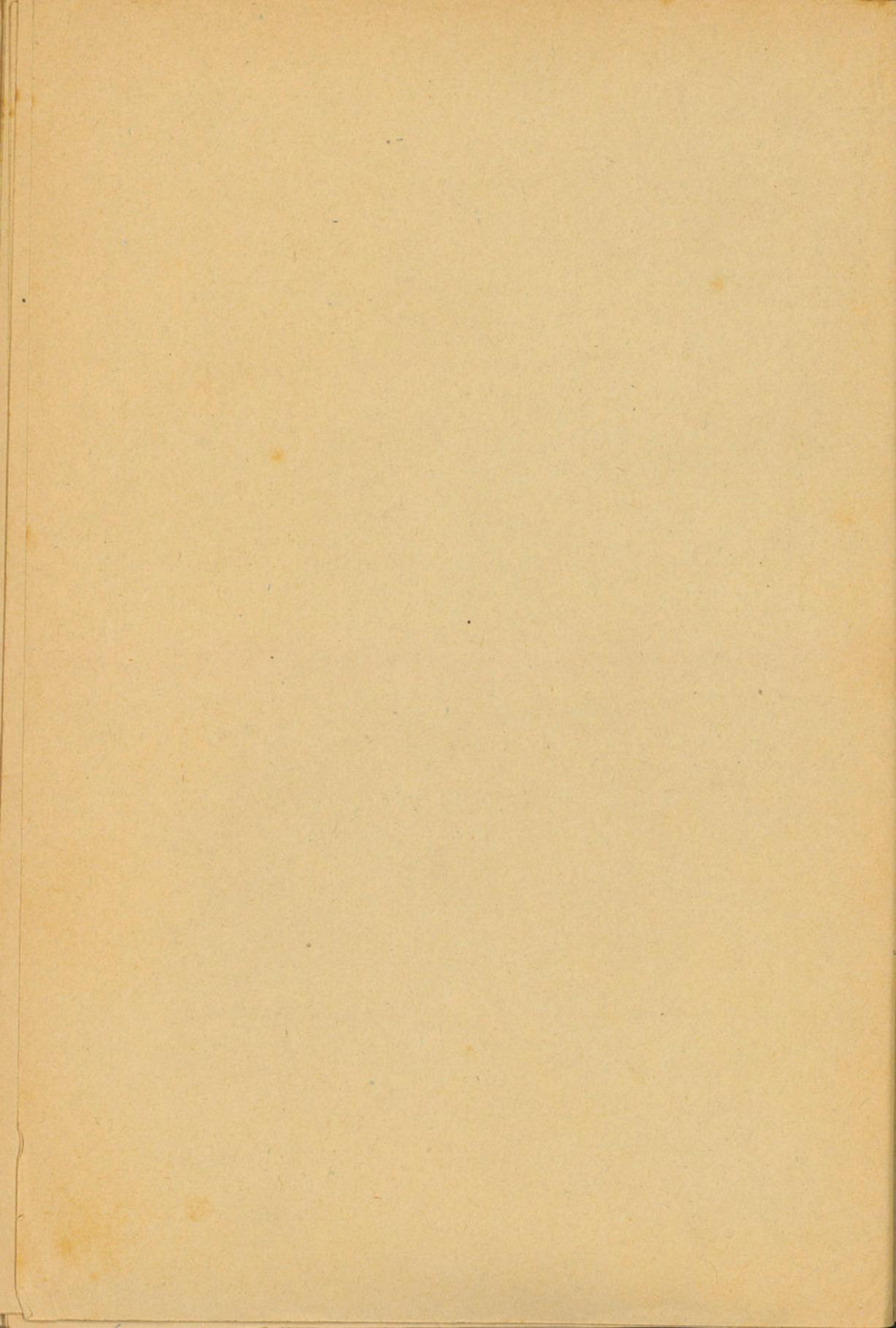
Dello stesso Autore :

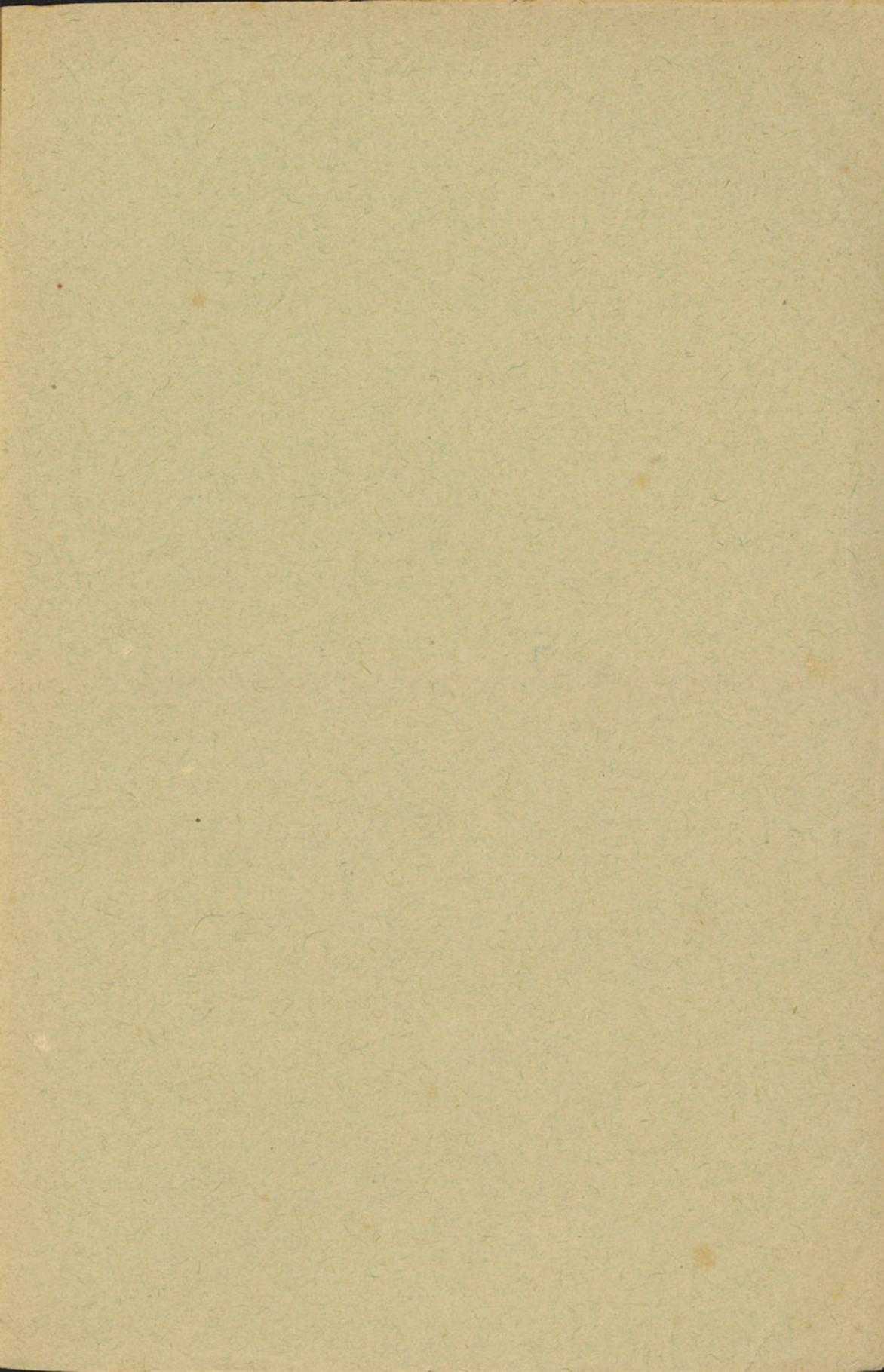
Lezioni di Scienza economica razionale e sperimentale, 2^a edizione
con prefazione di *Vilfredo Pareto*.

Lezioni di Politica commerciale : Parte 2^a statistica. Il commercio
internazionale sotto l'aspetto statistico.

La Politica del credito (*in corso di stampa*).







PREZZO L. 15.—