

La Casa di San Giorgio: il potere del credito

Atti del convegno, Genova, 11 e 12 novembre 2004

a cura di

Giuseppe Felloni



Debito pubblico, reputazione e tutele dei creditori: la storia della Casa di San Giorgio

Michele Fratianni*

Sinossi

San Giorgio (1407-1805) era un'associazione formale sorta per proteggere i diritti dei creditori e per ridurre il rischio di ripudio di pagamento del debito da parte della Repubblica di Genova. La fondazione e lo sviluppo di questa istituzione sono coerenti con i modelli di debito che prevedono l'esistenza di un prestito se i finanziatori possono imporre forti indennità ai debitori e con modelli in cui chi concede un prestito può distinguere insolvenze scusabili da quelle ingiustificabili. Gli azionisti di San Giorgio godevano di un credito a minor rischio ed anche di un minor rendimento rispetto ad altri investimenti dove però scarseggiavano i meccanismi di tutela dei creditori. Il *quid pro quo* per la Repubblica era un basso costo di finanziamento del debito pubblico. Le differenze nei premi al rischio di credito spiegano gran parte delle differenze dei tassi di interesse a lungo nei paesi europei del XVI e del XVII secolo, un fattore al quale la letteratura non ha dato sufficiente risalto.

I. Introduzione

La Repubblica di Genova fu uno dei primi stati ad emettere debito pubblico per finanziare le spese. L'origine del debito di Genova risale al XII secolo quando la Repubblica cominciò a vendere il diritto di specifici in-

* Docente ordinario presso la Kelly School of Business del Dipartimento di Business Economics and Public Policy, Indiana University, Bloomington, Indiana 47405 (USA). Tel.: 812-855-9219, Fax 812-855-3354, Email: fratiann@indiana.edu. Ringrazio Marc Flandreau, Jeffrey Frieden, Maria Dolores Gadea, Joost Jonker, Donato Masciandaro, Marcela Sabaté, Franco Spinelli, Andrey Ukhov, Marc Weidenmeir, e Eugene White per i loro commenti alle precedenti bozze di questo saggio. Una menzione speciale va al Prof. Giuseppe Felloni per il suo generoso contributo nell'illuminarmi sui molti aspetti del Banco di San Giorgio. La traduzione del testo originario in inglese è stata curata da Enrico Pelos pelos@village.it e rivista dall'Autore.

troiti erariali. Gli strumenti erano chiamati *compere*: il venditore, il governo, riceveva un determinato importo di denaro contante ed il compratore (l'esattore erariale) otteneva in cambio un flusso di denaro incerto ma prevedibile generato dai diritti, tariffe o imposte indirette a lui vendute (Gioffré 1967, p. 12). Il termine *compere* si riferiva anche ad una diversa transazione finanziaria nella quale il governo riceveva da un gruppo di persone un prestito il cui capitale e interesse erano 'collateralizzati' da un flusso di imposte future (Felloni 1989b, pp. 9-10). Chi elargiva il prestito poteva anche agire come esattore. La popolarità della *compera*-prestito crebbe con la difficoltà della Repubblica di Genova nel mantenere le spese in linea con le entrate fiscali.

In antitesi con Venezia, Genova ebbe notoriamente, fino al 1528, un governo debole, risultato di profonde discordie tra la nobiltà feudale e la nascente classe mercantile (Lopez 1963; De Negri 1986; Epstein 1996). Onde proteggere i propri interessi, i creditori si organizzarono in associazioni rette da amministratori elettivi e formalmente riconosciute dal governo. Sul finire del XV secolo, la dimensione del debito pubblico era diventata così finanziariamente gravosa e la sua struttura così difficile da amministrare che la Repubblica creò la *Casa* di San Giorgio (semplicemente San Giorgio) con il preciso proposito di ridurre il carico del debito pubblico sul governo¹.

¹ Con un certo grado di approssimazione, Genova ebbe quattro tipi di governo dal 1096 al 1798: consoli comunali (1096-1194), *podestà* (1194-1339), dogi popolari (1339-1528), e dogi aristocratici (1528-1798); per una storia generale, vedere De Negri (1986) ed il più recente Epstein (1996). San Giorgio, il cui nome ufficiale è *Officium procuratorum Sanctii Georgii super diminutione debitorum*, fu fondato nella terza fase, quando la Repubblica passò sotto il dominio di re Carlo VII di Francia ed era sotto la reggenza dal Governatore Jean Le Meingre Boucicaut. Questa fase è particolarmente difficile e conflittuale per la Repubblica. La nascente potenza della classe mercantile, Il *Popolo*, mise in moto una serie di rivolte contro la classe aristocratica, i Nobili, ed in cambio i nobili attuarono delle contro-rivolte. Secondo i dati raccolti da Epstein (Appendice), Genova ebbe dal 1338 al 1538 14 rivolte del *Popolo*, 11 rivolte dei Nobili, 7 rivolte congiunte, 6 rivolte guidate dalla famiglia dei Fregoso, ed una guerra civile. Paragonata a Venezia, Genova aveva un governo debole. Il regime aristocratico del 1528 portò stabilità politica attraverso un accordo per la suddivisione del potere fra gli *alberghi* (aggregazioni familiari o di clan) rappresentati sia dai Vecchi che dai Nuovi Nobili; per la cooperazione tra clan, si confronti Greif (1995). Questa *élite*, divisa in 28 *alberghi* a seconda delle varie dimensioni e lignaggio, fu formalmente riconosciuta nel *Liber Civitatis* o Libro Aureo dal quale erano estratti i nomi di coloro che avrebbero guidato il governo. Avendo raggiunto la pace al suo interno, i finanzieri genovesi arrivarono all'apice; la loro superiorità internazionale continuò per la gran parte del secolo (Lopez 1964, pp. 462-463; Braudel 1992, pp. 164-168; Conklin 1998).

San Giorgio durò dal 1407 al 1805 e nell'arco della sua lunga storia concesse prestiti alla Repubblica a tassi di interesse che erano notevolmente inferiori rispetto ai tassi praticati altrove.

La singolarità di San Giorgio come associazione di creditori è stata messa in evidenza da diversi autori attraverso i tempi. Machiavelli (1965, pp. 494-495) è uno dei primi ammiratori di San Giorgio, che definisce come uno "stato nello stato", ma uno stato indulgente e ben amministrato all'interno di quello stato instabile e conflittuale che era la Repubblica di Genova prima del 1528. Altri ammiratori di questa istituzione sono Cuneo (1842), Wiszniewski (1865), e Marengo (1911) che mettono in risalto la qualità della direzione e del governo del San Giorgio. Lo studio di Heers (1961), sullo sviluppo del San Giorgio nel XV secolo, evidenzia il contrasto, già notato da Machiavelli, tra una associazione di creditori stabile e guidata con professionalità ed un debitore instabile ed eterogeneo. Sieveking (1906), Lopez (1963) e Epstein (1996) rilevano la potenza del San Giorgio nell'arricchire i creditori a spese dello stato:

« Raramente nella storia i creditori sono intervenuti in modo così esplicito ed hanno di fatto preso la guida di un governo creando un'istituzione parallela, la Casa San Giorgio, rimasta apparentemente al di fuori della politica, per proteggere i loro propri interessi » (Epstein, p. 230).

L'istituzione di San Giorgio si distinse per almeno quattro differenti motivi. Il primo fu la sua abilità nell'accrescere il potere contrattuale dei creditori. Ciò, a sua volta, ridusse i timori dei creditori sulle inadempienze degli obblighi del governo, e in definitiva abbassò il costo del debito a Genova. Il secondo fu la capacità degli amministratori di San Giorgio nel saper distinguere fra inadempienza scusabile e quella ingiustificabile. Il terzo è la specializzazione dell'istituzione nel raccogliere ed utilizzare utili informazioni economiche, nonché la sua specializzazione nell'esazione delle imposte. Il quarto è che San Giorgio anticipa di decenni, se non di secoli, molte operazioni bancarie moderne². Questo saggio si concentra sulle prime due caratteristiche, mentre affronta in modo marginale la terza e la quarta.

² San Giorgio operò come banca, ad eccezione del periodo che va dal 1445 al 1530 quando le sue attività bancarie furono ristrette allo stato, agli azionisti, agli esattori e contribuenti (Felloni 1990, pp. 77-82). L'esistenza di depositi bancari e di prestiti commerciali in San Giorgio risale al 1531 (Felloni 1989a, p. 20, nota 4), circa 50 anni prima della fondazione del Banco di Rialto, la ben nota banca pubblica veneziana. In aggiunta alle attività bancarie, San

La possibilità di ripudio è una caratteristica discriminante di molti modelli economici che trattano del cosiddetto debito sovrano. In alcuni modelli, la perdita di reputazione a seguito di una insolvenza e la conseguente perdita di accesso al mercato dei capitali internazionale può essere un deterrente sufficiente al ripudio (Eaton e Gersovitz 1981). In altri modelli, invece, il timore che i creditori non rinnovino il prestito dopo un'insolvenza non rappresenta un deterrente sufficiente al ripudio del debito, e la soluzione d'equilibrio del modello è di non avere alcun prestito (Bulow and Rogoff 1989b). Il prestito può aver luogo se chi presta ha la capacità di imporre penalità più pesanti ai debitori (Bulow and Rogoff 1989a). Un esempio interessante di una pena sufficientemente rilevante è la sospensione dei trasferimenti di denaro dalla Spagna ai Paesi Bassi applicata dai banchieri genovesi ai danni di Filippo II nella bancarotta del 1575 (Conklin 1998). Esistono modelli, inoltre, in cui il prestito ha effettivamente luogo se il governo non ha alternativa al debito e sia il creditore che il debitore sono disposti a prendere in considerazione una divisione dei rischi risultanti da eventi inattesi (Grossman e Van Huyck 1988). Il debitore si impegna a non ripudiare, ma sposta sul creditore i rischi di eventi calamitosi come guerre e carestia. In questo caso, insolvenze sia totali che parziali sono ammesse se chi presta può discriminare fra cause giustificabili e ingiustificabili.

Il terzo e quarto tipo di modelli – cioè quelli di Bulow, di Rogoff, di Grossman e di Van Huyck – ci illuminano sul comportamento di San Giorgio come il quasi esclusivo prestatore della Repubblica di Genova³. Il fatto che la maggior parte degli azionisti di San Giorgio fossero residenti della Repubblica, e non fuori della sua giurisdizione politica, non sminuisce l'implicazione principale dei modelli di debito sovrano. Essa, lo ricordiamo, concerne i costi e benefici del ripudio. Per il debitore il beneficio del ripudio consiste nel reinvestimento degli interessi passivi in altri tipi di spesa o nella riduzione del carico fiscale, mentre il costo si manifesta nell'inaridirsi dei mercati dei capitali. Poiché la perdita di reputazione del debitore può essere insufficiente a scoraggiare il ripudio, costi supplementari devono essere imposti al debitore. Conklin (p. 506) elenca tre ragioni specifiche per

Giorgio possedette ed amministrò, in periodi differenti, diverse colonie genovesi (ad es. Famagosta e la Corsica) che la Repubblica cedette a San Giorgio attraverso compere (Epstein, p. 279).

³ Questo fu valido fino al 1625; dopo questa data, parte del debito fu amministrata dalla Repubblica.

le quali Filippo II aveva deciso l'insolvenza sugli *asientos* (prestiti a breve termine dovuti principalmente a banchieri stranieri) – e non sui *juros* (debito a lungo termine posseduto principalmente dai residenti nazionali): il potere delle *élite*, lo stretto legame tra i percettori delle imposte e gli investitori in *juros*, e l'esistenza di un mercato secondario attivo per gli *juros*. Approssimativamente le stesse circostanze, prevalsero a Genova per gran parte del periodo sotto esame.

Il saggio è strutturato come segue. Dopo una discussione sul debito della Repubblica genovese e sul ruolo di San Giorgio come finanziatore quasi esclusivo della Repubblica (sezione II), analizzerò i principali meccanismi utilizzati da San Giorgio per proteggere i suoi azionisti dal rischio di ripudio del debito (sezione III). Svilupperò poi la tesi che San Giorgio era più propenso al perdono che al rigore nei suoi rapporti con la Repubblica (sezione IV) e che per gli azionisti di San Giorgio gli interessi sul capitale investito erano più bassi rispetto ad altre attività finanziarie all'estero per le quali i meccanismi di protezione dei creditori erano carenti (sezione V). Il saggio conclude con alcune considerazioni generali (sezione VI).

II. Debito pubblico e San Giorgio

La Repubblica di Genova riconobbe molto presto la convenienza di stabilizzare il gettito delle imposte. Come accennato nell'introduzione, le prime *compere* furono contratti di esazione fiscale nei quali il diritto alla riscossione di imposte future e quindi incerte era appaltato in cambio di una elargizione a pronti di una somma certa⁴. L'importo di quest'ultima era stabilito attraverso aste o trattative bilaterali. In aggiunta alla stabilizzazione delle entrate fiscali, l'esazione delle imposte aumentò la mole delle informazioni specialistiche e migliorò l'amministrazione della raccolta fiscale. Gli esattori furono incentivati a conoscere meglio l'ambito applicativo del tributo, il legame tra il gettito e la base imponibile e l'ampiezza dell'evasione fiscale, come pure a migliorare i metodi di raccolta. Specializzazione e concorrenza nell'esazione produssero una riduzione

⁴ Per esempio, il primo risalente al 1149, *compere magna salis* o acquisto in cambio della concessione di entrate da diritti sul sale, comportava un tasso d'interesse dell'8%; le *compere* per finanziare la difesa della penisola di Crimea nel 1341 avevano un tasso di interesse del 10%; vedere Gioffré (pp. 12, 37 e 59).

dei costi di cui deve aver beneficiato anche il governo; per un profilo sociale degli esattori genovesi e dei metodi riscossione nel XV secolo, vedere Heers (pp. 131-136).

Con la crescita del deficit strutturale del bilancio statale, la Repubblica fece sempre più ricorso alla *compera*-prestito. Quest'ultimo, che era prima obbligatorio e poi volontario, aveva due componenti. Il primo consisteva in un prestito collateralizzato: il debitore assegnava i flussi di cassa di una specifica tassa (per esempio, la tassa sul sale) ad un creditore in cambio di un importo prestabilito. Data l'incertezza dei flussi di cassa futuri connessi con la tassa assegnata, il prestito comportava nella realtà un tasso d'interesse variabile. Il secondo componente era un contratto di esattoria, nel quale chi prestava poteva riscuotere lui stesso le imposte o, in alternativa, poteva appaltare ad una terza parte la loro raccolta. Oltre alla riduzione dei costi dovuti alla specializzazione e ai benefici della stabilizzazione del gettito di imposte, la *compera*-prestito riduceva il costo dell'indebitamento attraverso la collateralizzazione di un flusso di entrate fiscali incerte ma prevedibili.

Legalmente, la *compera*-prestito (d'ora in avanti, semplicemente *compera*) era considerata una rendita e l'interesse ricevuto non era considerato d'usura (Felloni 1989b, p. 10). Di fatto, essa era puro e semplice debito pubblico, probabilmente il primo in Europa (Marengo, p. 22). Ogni *compera* era divisa in unità chiamate *luoghi* con un valore nominale di 100 lire. I proprietari dei *luoghi* erano chiamati *luogatar*i ed i loro nomi venivano registrati in libri speciali, detti *cartulari*. Ogni *compera* era un'entità legale separata ed aveva diritto alla riscossione delle entrate fiscali alienate, chiamate *proventi*. Questi ultimi servivano a pagare gli interessi (chiamati elegantemente *paghe*) ai creditori, nonché a coprire spese di amministrazione, tasse, fondi di ammortamento, e contributi sia ordinari che straordinari San Giorgio elargiva alla Repubblica; vedi Felloni (1994 Tomo 4, pp. 179-181).

San Giorgio consolidò subito gran parte del debito pubblico sotto un'unica istituzione comprando *compere* con rendimenti che andavano dall'8 al 10% e trasformandole in un debito unico intitolato a San Giorgio con una cedola fissa del 7%. Oltre a questi acquisti, arrivarono a San Giorgio capitali freschi da risparmiatori che volevano essere acquirenti non di singole *compere*, ma di un mix di attività diversificate possedute dall'istituzione. Questi investitori divennero azionisti nel senso moderno del termine; infatti, San Giorgio li chiamò partecipanti, *partecipi* (Marengo,

p. 108)⁵. Alcuni anni dopo la fondazione del San Giorgio, nel 1420, la cedola diventò variabile, o più semplicemente un dividendo che rifletteva il flusso di cassa netto proveniente dai prestiti (Cuneo, p. 307). L'investimento era rischioso nel senso che questi flussi di cassa erano determinati da (1) un flusso di cassa incerto prodotto dalle entrate fiscali alienate, (2) la dimensione del supporto finanziario straordinario che la direzione di San Giorgio riteneva necessario fornire alla Repubblica, (3) e condoni periodici del debito. Con il consolidamento del debito del 1539, il debito genovese venne trasformato in una rendita perpetua (Marengo, p. 177).

In definitiva, San Giorgio aveva tutte le caratteristiche di un moderno fondo d'investimento specializzato in titoli governativi garantiti da entrate fiscali. Anche la *governance* di San Giorgio era moderna ed efficace: gli azionisti delegavano alla direzione incarichi importanti quali il controllo dell'affidabilità del mutuatario ed il monitoraggio di eventi negativi che avrebbero potuto incidere sulla capacità del debitore di rispettare gli impegni. Dato che la direzione di San Giorgio, come vedremo, era di alta qualità, i *luogatarì* beneficiavano considerevolmente dalle deleghe concesse agli amministratori della Casa che erano molto attenti ed informati sugli affari della Repubblica.

Mercato secondario

Un mercato dei *luoghi* era esistito sin dalla metà del XIII secolo (Epstein, p. 147). Agli inizi del XV secolo, questo mercato era diventato abbastanza attivo, liquido e sofisticato (Heers, pp. 147-162). Non solo si acquistavano e vendevano *luoghi*, ma essi venivano usati come collaterale da banchieri, mutuatari ed esattori delle tasse (Sieveking, pp. 37-38). Il mercato secondario

⁵ Heers (p. 147) obietta sulla definizione di *luoghi* intesi come azioni e di *paghe* intese come dividendi, senza però offrire un'esauriente spiegazione economica. Sieveking (p. 28), d'altra parte, è molto preciso circa le motivazioni per cui i *luogatarì* si sobbarcavano il rischio tipico degli azionisti: «... le compere non potevano essere considerate come prestiti ad interesse. Non si trattava di un mutuo perché mancava la promessa della restituzione da parte del debitore, né vi erano interessi, perché l'incasso della rendita era incerto ed in pericolo». Marengo (p. 30 e p. 108) concorda completamente con Sieveking (vedere, ad esempio, p. 30 e p. 108). Gli interessi sui *luoghi* non erano garantiti, e se le entrate fiscali si rivelavano insufficienti alla copertura del tasso promesso, i *luogatarì* avrebbero ricevuto di meno e non avrebbero potuto reclamare la differenza dalla Repubblica. Per di più, la Repubblica poteva anche abbassare l'aggravio di interesse con l'applicazione di un determinato interesse ad un numero maggiore di *luoghi* (p. 97).

sviluppò un suo tipo di intermediari e di specialisti dei *luoghi* di San Giorgio. Nobili, mercanti, artigiani, preti, chiese, conventi e istituti di carità furono tra gli investitori di San Giorgio (Heers, pp. 176-190). Non esistevano restrizioni per l'acquisto di *luoghi* da parte di non-residenti, una politica che era in armonia con l'apertura economica e finanziaria della Repubblica. Molti azionisti di San Giorgio investivano a lungo termine; altri per le doti delle proprie figlie o per opera di carità; altri compravano oggi con l'aspettativa di vendere domani per realizzare un guadagno in conto capitale; e infine c'erano cittadini genovesi benestanti che volevano aiutare la Repubblica a ripagare i suoi debiti o liberare altri cittadini dal pagamento di tasse odiose⁶.

Mercato monetario

Come sotto-prodotto del mercato secondario del debito pubblico, Genova sviluppò nel XV secolo anche un mercato monetario (Heers, pp. 162-173). Questo trovò le sue origini nella differenza temporale tra la "maturazione" dei dividendi ed i loro reali pagamenti, una differenza che scaturiva in parte dal ritardo con cui gli esattori delle tasse consegnavano entrate dovute a San Giorgio ed in parte dalla scarsità di denaro. I dividendi sui *luoghi* erano accreditati in conti denominati *lire di paghe* ai primi di maggio. Questa unità di conto era diversa dalla moneta o dalle transazioni in contanti (*lire di numerato*). Ad un creditore, diciamo, di 10 *lire di paghe* veniva promessa la consegna futura di 10 lire in contanti. Il valore di mercato in contante di 10 *lire di paghe* era naturalmente meno di 10: la dimensione dello sconto dipendeva dal tasso di interesse di equilibrio nel mercato monetario e dalla data futura di consegna delle *paghe*. Alcuni investitori incassavano le loro *lire di paghe* alla scadenza, ma la maggior parte di essi le usavano in sostituzione del contante⁷. Gli esattori delle tasse accreditavano a San Giorgio le entrate dovute in conti denominati *lire di paghe*. San Giorgio, a sua volta, accreditava i dividendi degli azionisti nella stessa unità di conto. I mercanti

⁶ Gli investimenti a beneficio dello stato furono chiamati *molteplici* o *moltiplicati*. Un individuo o un'associazione potevano designare un certo numero di *luoghi* per il rimborso del debito e l'eliminazione di tasse odiose. Questi *moltiplici* erano soggetti al vincolo che i dividendi dovevano essere reinvestiti fino a raggiungere un numero predeterminato di *luoghi* (Wiszniewski, pp. 40-42).

⁷ I pagamenti dei dividendi in contanti veniva limitato a investitori relativamente poveri e per somme inferiori alle 20 lire (Felloni 1994, Tomo 4, p. 182).

accettavano le *lire di paghe* e pagavano in *lire di paghe*. Queste transazioni di tipo monetario erano facilitate dal fatto che San Giorgio agiva come agenzia di cambio, permettendo ai conti denominati in *lire di paghe* di cambiare proprietario con una semplice girata; tali transazioni, nel tempo, assunsero i connotati di banconote.

III. Controllo e tutele dei creditori

La Casa di San Giorgio aveva una complessa, ed in molti sensi moderna, *governance*. Essa consisteva di un'assemblea generale, direttori, ispettori, revisori dei conti, ufficiali e perfino di giudici; vedere Wiszniewski (pp. 179-202) per dettagli. La struttura si evolvette nel tempo e raggiunse tre obiettivi base: proteggere gli interessi dei creditori, minimizzare i conflitti di interesse, e mantenere indipendenza dal governo. Preponderanti nella struttura furono l'Assemblea Generale (*Consiglio grande*) ed i Protettori (*Protettori*). L'Assemblea, composta di 480 azionisti, si riuniva almeno una volta all'anno e votava gli argomenti importanti fissando le regole del gioco. I Protettori, otto cittadini eminenti della Repubblica, agivano come un moderno Consiglio d'Amministrazione con responsabilità direttive⁸. I Protettori, infatti, gestivano San Giorgio e venivano scelti tra un gruppo di *luogatori* eleggibili attraverso un metodo complesso che tendeva a minimizzare la concentrazione del potere⁹. I *luogatori* eleggibili erano elencati in un libro segreto, *manuali secreta*, che veniva aggiornato una volta all'anno. Inoltre, i Protettori – ma questo era vero anche per altre alte cariche direttive – dovevano avere altri attributi, come possedere un numero rilevante di *luoghi*, distinguersi per un alto profilo professionale ed essere riconosciuti per la loro prudenza. Il requisito della proprietà serviva affinché la direzione avesse gli stessi interessi degli azionisti (Heers, pp. 119-120). Qualifiche professionali e di prudenza garantivano all'istituzione una conduzione disciplinata che mirava al lungo periodo, nonché un grado di avversione al rischio coerente con quello desiderato dagli azionisti. Per minimizzare i conflitti di interesse, i Protettori venivano eletti per un anno, ma potevano usufruire di un secondo anno per gestire la conclusione degli affari dell'anno precedente. La rielezione poteva avvenire solo tre anni dopo aver occupato la carica precedente.

⁸ L'Ufficio dei Protettori cominciò in realtà nel 1323 (Gioffré, p. 15), ma si sviluppò pienamente sotto San Giorgio.

⁹ Per una descrizione dei metodi elettivi, vedere Felloni (2001, p. 67).

Le alte cariche direttive di San Giorgio provenivano dagli stessi gruppi sociali dai quali attingeva Genova per la conduzione della Repubblica. Prima del 1528, sia i Nobili che il *Popolo* furono rappresentati nelle cariche governative¹⁰. Dopo il 1528, il potere fu suddiviso tra Nobili vecchi e Nobili nuovi, una caratteristica che venne applicata anche a San Giorgio. Per esempio, nel periodo 1585-1594, San Giorgio ebbe 65 Protettori, di cui 33 rappresentanti i Nobili vecchi e 32 i Nobili nuovi. Dieci dei 65 Protettori divennero poi dogi della Repubblica (Bitossi 2004). Nel periodo 1634-1644, vi furono 72 Protettori, di cui 34 rappresentanti i Nobili vecchi e 38 i Nobili nuovi. Undici dei 72 Protettori scalarono successivamente le più alte cariche del governo. Il fatto saliente è che un omogeneo gruppo dirigenziale assicurava che gli interessi del San Giorgio fossero in linea con quelli della Repubblica, riducendo così il rischio di ripudio del debito. Una condizione analoga è segnalata da Conklin nel suo studio della Spagna sotto Filippo II.

Tra le funzioni dell'Ufficio dei Protettori, ve ne sono due di particolare rilievo mirate a ridurre il rischio di ripudio del debito. La prima è la piena responsabilità di San Giorgio sulla raccolta delle entrate provenienti da tasse e tariffe alienate; la seconda è la competenza giudiziaria che San Giorgio aveva sull'intera gamma di transazioni relative alle *compere* (Felloni 2001, pp. 325-327)¹¹. L'evasione fiscale era considerata un crimine contro San Giorgio ed i Protettori avevano l'autorità di comminare pene severe, compresa la pena capitale e la scomunica (Heers, pp. 129-130)¹². Lo Stato non interferiva minimamente nell'amministrazione della giustizia di San Giorgio (Gioffré, p. 16). A partire dal 1453, ogni nuovo doge riaffermò solennemente la sacralità dei *luoghi* e le prerogative di San Giorgio (Marengo, p. 94). Inoltre, con il consolidamento del debito del 1539, la Repubblica si impegnò a non imporre nuove tasse senza il previo consenso dei Protettori, placando così gli azionisti di San Giorgio che temevano una diluizione delle entrate fiscali (Marengo, p. 117).

Riassumendo, l'equilibrio politico tra le alte cariche direttive di San Giorgio, lo stretto controllo che esso esercitava sulla raccolta delle tasse e

¹⁰ Heers (p. 577) parla di proporzioni fisse: 50 per cento delle posizioni dovevano andare ai nobili, 25 per cento ai mercanti e 25 per cento agli artigiani.

¹¹ Altre funzioni critiche dell'ufficio furono la supervisione delle transazioni in contanti, le registrazioni contabili, e le revisioni.

¹² Pio II, nel 1463, fu il primo papa ad emettere una bolla di scomunica contro coloro che non onoravano i crediti di San Giorgio (Marengo, p. 94).

sull'evasione fiscale, i vincoli sull'imposizione di nuove tasse, e la solennità con la quale la Repubblica ribadiva continuamente i diritti dei creditori dello Stato servivano a proteggere gli azionisti di San Giorgio contro il rischio di insolvenza; una protezione che era più credibile a Genova che altrove, per esempio nella Spagna di Filippo II (Conklin). In generale, l'evidenza raccolta conferma l'importanza e l'efficacia di imporre vincoli al debitore onde ridurre i motivi per rinnegare il debito ed è compatibile con quei modelli in cui il prestito può essere concesso se i finanziatori possono imporre forti pene ai debitori (Bulow and Rogoff 1989a).

IV. Finanziatore indulgente o rigoroso?

Come accennato nell'introduzione, alcuni storici economici hanno visto San Giorgio come un'istituzione egoisticamente dedita agli interessi dei creditori senza alcuna considerazione per le generali condizioni economiche di Genova. Sieveking, nella prefazione al suo volume, avverte i suoi amici genovesi che devono «... riflettere sui danni sociali seri di cui San Giorgio fu espressione ...» (p. XI). Successivamente, nello stesso volume, dichiara che: «Lo stato alienò a questa organizzazione di creditori la maggior parte delle sue entrate; e divenne povero a vantaggio degli interessi individuali, ai quali San Giorgio aveva contribuito» (p. 211). Seguendo le stesse linee, Epstein ritiene che: «... i nobili ed i commercianti scaricarono sul pubblico gran parte del fardello del servizio del debito pubblico, ma, come la maggior parte dei osservatori hanno notato, dopo il 1490 lo stato fu effettivamente un pensionato di San Giorgio» (p. 279). Sono validi tali duri giudizi?

Nel modello di Grossman e Van Huyck, il creditore dispone delle stesse informazioni del mutuatario, riesce a distinguere fra ritardi giustificabili o ingiustificabili nel servizio del debito ed è disposto ad una sua ristrutturazione se il debitore non ha agito in modo opportunistico. Il servizio del debito consiste nel pagare un interesse a rischio zero più una componente stocastica che riflette essenzialmente la condizione dell'economia. Quando l'economia va bene, il mutuatario paga un alto prezzo per il servizio; quando va male, il mutuatario paga un prezzo basso, spostando così il rischio sul creditore.

Vediamo da vicino come l'esperienza di San Giorgio fosse conforme con le implicazioni di questo modello. In primo luogo, per quanto riguarda le informazioni, San Giorgio sembrava essere informato quanto la Repubblica sulle condizioni dell'economia e sulle sue scelte politiche. Non soltanto condivideva la stessa *élite* con la Repubblica, ma raccoglieva la mag-

gior parte delle entrate fiscali di Genova, che erano un buon indicatore della situazione economica. La specializzazione in materia di informazioni, che permetteva una maggiore efficienza nella riscossione del gettito fiscale, era un ruolo adatto al management di San Giorgio¹³. In secondo luogo, San Giorgio sostenne finanziariamente la Repubblica in modi diversi, dai contributi fissi annuali ad occasionali condoni del debito¹⁴. I contributi ordinari annuali furono fissati a 33.000 lire nel 1490 e successivamente aumentarono a 50.000 lire nel 1539, ma spesso questi erano integrati da contributi straordinari. Per esempio, nel 1590 San Giorgio distribuì agli istituti di carità della Repubblica ed ai genovesi 326.639 lire, una somma che ammontava a circa un quinto dei dividendi (Giacchero, pp. 133-136). Il condono del debito era effettuato nei periodi di crisi finanziaria della Repubblica. Con il consolidamento del debito del 1539, San Giorgio donò alla Repubblica luoghi per un valore nominale di 350.000 lire (Giacchero, p. 54). A seguito della peste del 1656-57, San Giorgio rinunciò alla raccolta delle imposte doganali sul grano e sul vino per un periodo di almeno 3 anni (Giacchero, p. 435). Un altro atto di condono del debito avvenne nel 1664 (Giacchero, p. 477). Questi sono esempi di rischi che vengono trasferiti *ex-post* dal debitore al creditore. Terzo, San Giorgio si sostituì alla Repubblica nella costruzione di opere pubbliche come il porto, strade, fortificazioni e la difesa delle colonie di Genova (Sieveking, pp. 228-231; Heers, pp. 140-146). Senza dubbio queste spese non erano dettate solo da altruismo. Ad esempio, la costruzione, nel 1641, dei magazzini lungo il porto permise a San Giorgio di aumentare i propri introiti. Infine, San Giorgio amministrò i cosiddetti *moltiplici*, ossia quei *luoghi* destinati ad accumularsi per ridurre il debito pubblico (cfr. nota 4). In tempo di difficoltà finanziarie, la Repubblica richiedeva a San Giorgio di pagare al governo i dividendi accumulati sui *moltiplici*, in diretta violazione alle intenzioni del donatore, e San Giorgio acconsentiva¹⁵.

¹³ Per esempio, l'*officium caratorum* di San Giorgio si occupava di diritti doganali e tasse sul commercio estero; onde ridurre al minimo l'evasione fiscale, l'ufficio raccoglieva importanti informazioni economiche e politiche in un modo che potrebbe assomigliare ad un dipartimento di ricerca odierno (Heers, p. 130 e comunicazione privata di Giuseppe Felloni).

¹⁴ Giacchero (1979, p. 131) elenca otto modi diversi secondo i quali San Giorgio trasferiva fondi al governo. Gran parte di quanto segue è estratto dal Giacchero.

¹⁵ Alla fine, questa pratica discreditò la Repubblica e scoraggiò futuri potenziali donatori a continuarla (Giacchero, p. 632).

Riassumendo, il comportamento di San Giorgio fu coerente con le implicazioni del modello di Grossman e Van Huyck, il quale prevede che chi presta può distinguere tra ritardi scusabili o ingiustificabili nel pagamento degli interessi e nel rimborso del capitale. Ovviamente, un grande creditore ha molto in gioco e sa che le sue fortune sono legate a quelle del debitore. In alternativa, possiamo pensare a San Giorgio come un'istituzione pubblico-privata che metabolizzava le difficoltà della Repubblica¹⁶. Un modo diretto per differenziare fra una visione di San Giorgio come un'associazione di investitori avidi e potenti, che estorcevano alla Repubblica una quantità straordinaria di risorse, ed una visione alternativa di un finanziatore indulgente, è quello di calcolare i rendimenti dei *luoghi* di San Giorgio e paragonarli ad investimenti equivalenti che esistevano altrove. Passiamo adesso ad affrontare questo argomento.

V. Tassi di rendimento sugli investimenti del San Giorgio

Cuneo (1842, pp. 307-311), un ispettore degli archivi di Genova, pubblicò per primo una lunga serie dei prezzi di mercato dei *luoghi* di San Giorgio (P), di dividendi (D), e di dividendi scontati (D^a). La serie dei D comincia nel 1409 e termina nel 1800; i D^a cominciano nel 1559 e terminano nel 1764; la serie dei P comincia nel 1559 e termina nel 1880. P è una media annuale. Le tre serie sono espresse in lire, soldi e denari (1 lira = 20 soldi = 240 denari) fino al 1739 ed in scudi successivamente. Cuneo non diede referenze precise d'archivio per quanto concerne i dati. Cipolla (1952, appendice) trovò un manoscritto nella biblioteca dell'università di Genova che confermò fondamentalmente i dati del Cuneo e inoltre fu in grado di recuperare i dati per i P e i D^a risalenti fino al 1522. Cipolla (figura 2) usò il campione 1522-1625 per calcolare il tasso d'interesse a lungo sui *luoghi* di San Giorgio ed il tasso di sconto applicato ai dividendi.

Per il tasso di interesse a lungo termine, Cipolla applicò la formula del cosiddetto *consol* (ovvero un'obbligazione che non ha scadenza), D_t^a/P_t . Poiché D_t^a è chiaramente variabile, la formula del *consol* ha un senso se D_t^a è

¹⁶ Devo questa caratterizzazione a Joost Jonker il quale stima che « il debito pubblico è un argomento politico scottante nella prima Europa Moderna, e perfino una soluzione privatistica era connessa con fattori politici » (commenti al saggio alla Conferenza sui « I primi mercati di titoli »).

la miglior previsione del futuro valore di D^a , ovvero il modello *random walk*. Per il tasso di sconto, Cipolla (p. 258, nota 4) si basò su un rapporto del 1597 scritto dal Doge Senarega che indica che la metà dei dividendi era pagata in denaro il quarto anno dopo la fissazione del dividendo e l'altra metà il quinto anno; in media 4,5 anni dopo l'anno di riferimento. Quanto al calcolo del tasso di sconto, Cipolla applicò la formula dell'interesse semplice $(D_t - D_t^a) / D_t^a * 4.5$ ¹⁷. I due tassi di interesse di Cipolla sono stati citati in importanti lavori come quelli di Braudel (1995, pp. 700-701) e di Homer e Sylla (1991, p. 119).

La Figura 1 traccia il rapporto tra il dividendo in contanti e il prezzo, D^a/P , o ciò che Cipolla identifica come il tasso d'interesse di lunga durata; il periodo va dal 1522 al 1739, usando i dati del Cipolla fino al 1625 ed i dati del Cuneo dal 1626 al 1739¹⁸. Ma gli investitori di San Giorgio ricevettero un tasso di rendimento incerto che dipendeva da un dividendo incerto e dalla volatilità dei prezzi. La serie dei prezzi P è relativamente piatta dal 1523 al 1570, aumenta decisamente dal 1571 al 1622, scende dal 1623 al 1692, ed è relativamente piatta dal 1693 al 1739. I tassi annuali di rendimento, definito come $R_t = (D_t^a + P_{t+1} - P_t) / P_t$, sono tracciati nella Figura 2. La serie degli R appare notevolmente stazionaria, il che è confermato dalla mancanza di picchi nella sua funzione di autocorrelazione. Secondo i concetti tradizionali di parsimonia, modelli autoregressivi-medie mobili applicati su R non reggono rispetto all'alternativa di un modello con un trend negativo¹⁹. L'ipotesi di una o più rotture strutturali non regge rispetto all'alternativa di assenza di rotture strutturali.

¹⁷ Heers (p. 170, nota a piè di pagina 2) replica che il ritardo fra la dichiarazione del dividendo ed il suo pagamento è costante per oltre un secolo e fornisce la prova della sua affermazione. Secondo il Professor Felloni (comunicazione privata), il tasso di sconto annuale del Cipolla dal 1522 al 1578 tende al rialzo perché il ritardo maturato dalle *paghe* cresce da 50 mesi nel 1518 fino ad un massimo di 116 mesi nel 1553, per poi stabilizzarsi a 64 mesi dal 1579 al 1751. Questa tendenza al rialzo implica una tendenza al ribasso nella differenza tra i tassi di interesse stranieri a breve termine ed i corrispondenti tassi genovesi di interesse, ma non influenza la comparazione fatta in questo articolo.

¹⁸ Mi sono fermato al 1739 perché nel 1740 dividendi e prezzi sono quotati in una differente unità di conto.

¹⁹ Il modello più parsimonioso è un ARIMA (0.0.0) con una costante di 5,48 (e un errore standard di 1,03) ed un trend negativo di -0,023 (e un errore standard di 0,0081). Il test di verifica della parsimoniosità è basato sia sul criterio Akaike che sul criterio Schwartz (Enders 1995, p. 88). I particolari delle stime sono disponibili su richiesta.

Figura 1 - *Rapporto tra il dividendo in contanti ed il prezzo dei luoghi di San Giorgio 1522-1739*

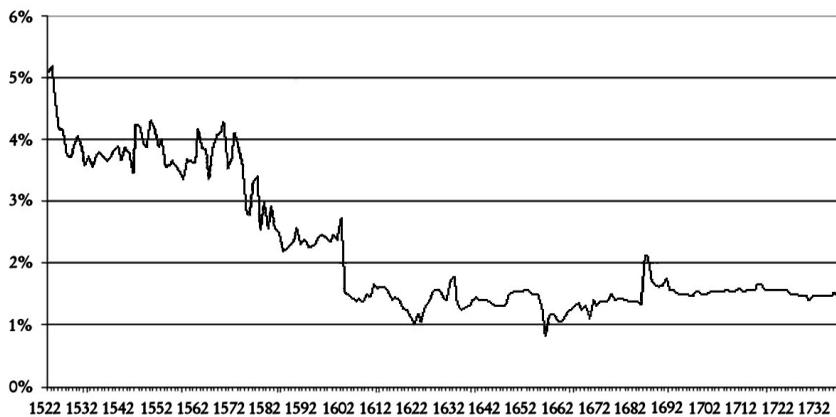


Figura 2 - *Tasso annuale di rendimento dei luoghi di San Giorgio, 1522-1739*

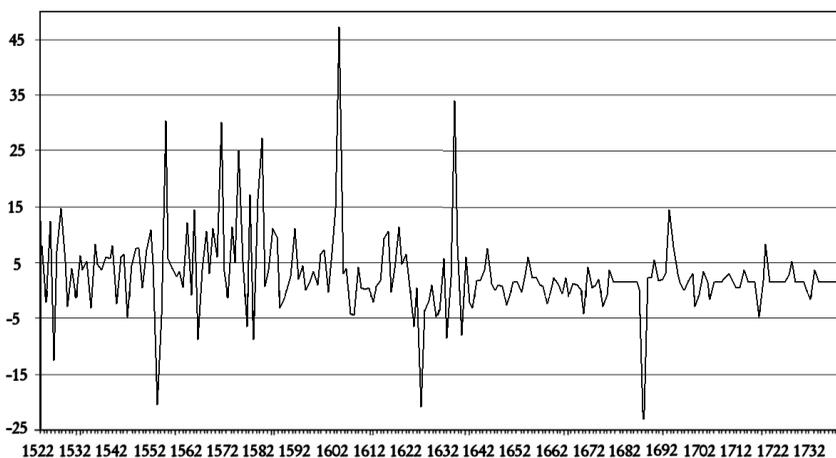


Tabella 1 - *Tassi di rendimento dei luoghi di San Giorgio e loro componenti*

Periodi	Tasso di rendimento annuale medio	Componente dividendi	Componente apprezzamento prezzi
1523-1570	4.23	3.88	0.35
1571-1622	5.90	2.31	3.58
1623-1692	0.67	1.40	-0.73
1693-1739	1.63	1.53	0.10

Nella tabella 1 sono indicati i tassi di rendimento medi e la scomposizione fra la componente dei dividendi e la componente dell'apprezzamento dei prezzi. Il rapporto dividendo/prezzo scende significativamente intorno al 1570 ed ancora intorno al 1622 (vedere Figura 1), fenomeno compatibile con il declino generale nei tassi di interesse del XVII secolo in Europa (Parker 1974, p. 539; Homer e Sylla, p. 140). L'aumento dei prezzi dei *luoghi* fu la causa degli elevati rendimenti medi del periodo 1571-1622; la discesa dei corsi e i dividendi in calo furono responsabili dei modesti rendimenti medi del periodo 1623-1692.

Confronto tra stati

Con queste conoscenze, ritorniamo al tema principale: se San Giorgio fosse o meno un finanziatore che aspirava una quantità straordinaria di risorse dalla Repubblica quale mutuataria. Poiché parecchi governi in Europa avevano iniziato a chiedere prestiti al mercato finanziario nel XVI secolo per coprire i deficit di bilancio (Parker, pp. 560-565; Boone e al. 2003), il modo naturale per rispondere a questa domanda è di paragonare i rendimenti del San Giorgio con i rendimenti o i tassi di interesse su analoghi investimenti fuori Genova. L'ipotesi di base è che differenze di rendimento, presupponendo l'integrazione perfetta dei mercati dei capitali, rifletterebero i rischi di cambio ed i rischi di credito e sarebbero inferiori in quelle regioni dove i livelli di rischi sono più bassi.

L'evidenza empirica circa l'integrazione dei mercati dei capitale è per necessità di natura qualitativa ma pur significativa. Sappiamo che Genova era un'economia aperta, sia nel commercio che nella finanza e che i finanziari genovesi erano attivi se non dominanti in importanti mercati finanziari. Essi furono i maggiori finanziatori stranieri in Spagna dalla metà della decade 1550 fino all'ultima bancarotta del 1627 sotto Filippo IV, e controllarono il

mercato monetario internazionale trasferendo denaro metallico tra la Spagna e i Paesi Bassi²⁰. Per Braudel (1992, p. 168):

« Per mezzo del sistema dominante delle fiere di Piacenza, il capitale delle città italiane fluiva interamente verso Genova. E un gran numero di piccoli investitori, genovesi e altri, affidarono i loro risparmi ai banchieri con modesti guadagni. Ci fu così un collegamento permanente tra le finanze della Spagna e l'economia della penisola italiana e di conseguenza i dissesti che regolarmente seguirono le bancarotte a Madrid ... Contemporaneamente, nella stessa Venezia, i genovesi, che controllavano il rifornimento di argento che trasportavano in grande quantità alla Zecca, avevano acquisito il controllo del cambio delle valute e delle assicurazioni marittime ».

I capitalisti genovesi svolsero un ruolo cruciale anche nella Napoli del XVI secolo, che fu una piazza importante per la Corona Spagnola nel suo sforzo di finanziare la guerra nei Paesi Bassi (Calabria 1991, pp. 5 e 104). *Juros* furono emessi a Napoli, come in Castiglia, contro garanzia di entrate fiscali; intorno alla seconda metà del 1500 si era sviluppato un mercato attivo di queste obbligazioni. Nel 1563, gli investitori genovesi possedevano quasi un quarto dell'intero debito pubblico napoletano (Calabria, p. 115). Come accennato nel sopraccitato passaggio, il capitale dei genovesi era dominante anche a Venezia. Fra il 1617 ed il 1625, quasi la metà dei nuovi depositi della Zecca, per oltre un milione di ducati, apparteneva a investitori genovesi (Felloni 1971, p. 145). Insomma, banchieri e capitalisti genovesi conoscevano le opportunità di investimento esistenti al di fuori della Repubblica e sapevano sfruttarle.

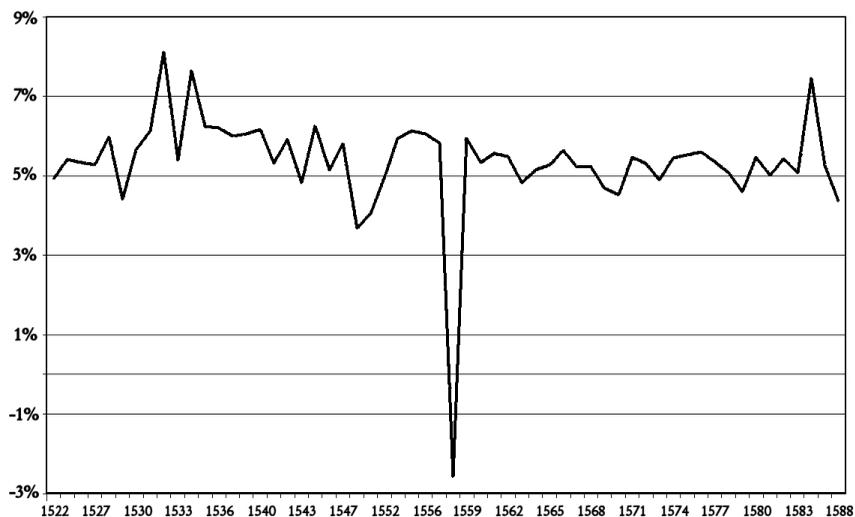
Calabria (Tabella 7) riporta i dati dei tassi d'interesse dei titoli napoletani per la gran parte del XVI secolo. La Figura 3 descrive la differenza fra i tassi di interesse sulle obbligazioni redimibili a Napoli ed i rendimenti correnti dei luoghi di San Giorgio dal 1522 al 1598 (i rendimenti correnti piuttosto che i rendimenti totali sono più compatibili con i tassi di interesse del Calabria)²¹. I tassi di interesse a Napoli erano sostanzialmente molto superiori ai rendimenti a Genova: mediamente 5,35 punti percentuali nel-

²⁰ Per Conklin, il controllo del mercato monetario internazionale da parte dei genovesi fu tale da forzare Filippo II a revocare nel 1578 la sua precedente decisione (1575) di ripudio del debito. Per il ruolo dei finanziatori genovesi sotto Filippo II in Spagna, vedere i riferimenti in Conklin. Per una breve ma illuminante descrizione che esamina tutto il periodo fino alla bancarotta del 1627, leggere Braudel (1992, pp. 164-168; 1995, pp. 500-504).

²¹ Dalla serie di dati del Calabria mancano alcuni anni.

l'arco del campione di 71 anni. Fino a che punto la differenza può essere dipesa dal rischio del tasso di cambio? I dati sui tassi di cambio sono scarsi ed indiretti per cui ricorro a due metodi alternativi. Il primo è utilizzare i dati di Da Silva (1969, Tomo II) sul valore della moneta locale, il soldo genovese ed il ducato napoletano, in termini di *écu de marc* alla fiera di Besançon²². Dai due valori espressi in *écu de marc* si può calcolare il tasso di cambio implicito fra la moneta genovese e la moneta napoletana. I dati di fiera del Da Silva partono solo nel 1575; nei 24 anni del periodo 1575-1798, il soldo genovese si apprezza nei confronti del ducato napoletano nella misura media dello 0,25% l'anno. La variazione del tasso di cambio è quindi una parte molto piccola del differenziale del tasso d'interesse.

Figura 3 - *Differenze tra i rendimenti a Napoli ed a Genova*



Il secondo metodo è di calcolare le variazioni nel tasso di cambio tramite le differenze nella perdita di potere di acquisto della moneta locale in termine di oro o argento. Calabria (pp. XIII-XIV) fornisce i dati sulla per-

²² L'*écu de marc* fu un'unità di conto artificiale e stabile usata alla fiera di Besançon (ma non solo) per quotare monete locali instabili. La fiera era tenuta tipicamente quattro volte all'anno, all'inizio di febbraio, marzo, agosto e novembre; per ulteriori dettagli sull'unità di conto, vedere Da Silva (pp. 290-293).

dita di potere di acquisto del carlino, un sottomultiplo del ducato, in termini di contenuto d'argento; Da Silva (p. 347) riporta la perdita di potere di acquisto del soldo in termini di contenuto aureo a cominciare dal 1500. Per il carlino, la perdita di potere di acquisto per il periodo 1522-1798 si aggira, in media, dello 0,30% annuo; per la lira, la perdita media annua, considerando l'intero XVI secolo, è dello 0,39%. Di conseguenza questi dati non suggeriscono variazioni significative di lungo periodo nel tasso di cambio fra la moneta genovese e la moneta napoletana.

Poiché il rischio di cambio è modesto, le differenze nei tassi di interesse fra Napoli e Genova sono compatibili con differenze nel rischio del credito. Napoli era allora un'estensione della Corona in Spagna ed il suo debito pubblico comportava rischi di credito. Sebbene che le obbligazioni emesse e commercializzate a Napoli non fossero coinvolte nella bancarotta di Filippo II, il mercato rimase teso per la possibilità di insolvenza (Calabria, pp. 108-109).

La segmentazione dei mercati, o un misto fra differenze nel rischio del credito e segmentazione dei mercati costituiscono ipotesi alternative all'integrazione dei mercati dei capitali. La letteratura riconosce che i tassi di interesse genovesi erano bassi rispetto a praticamente tutti i centri finanziari europei, con l'eccezione dei Paesi Bassi (Homer and Sylla, p. 138; Parker, pp. 539-540). La spiegazione preferita è quella originalmente offerta da Cipolla (pp. 264-266) per il periodo 1570-1620: Genova, sfruttando il rapporto finanziario privilegiato con la Corona, diventò l'epicentro dei flussi dell'argento e dell'oro americano, che, a sua volta, venivano riesportati nel resto dell'Europa. L'afflusso di oro e argento permise una espansione dell'offerta di moneta ed una flessione dei tassi di interesse a Genova. I presupposti alla base di questa tesi sono che i mercati erano segmentati e che i bassi tassi d'interesse nel mercato monetario si traducevano in bassi tassi di interesse a lunga, questi ultimi più sensibili alle aspettative inflazionistiche²³. La difficoltà con questa spiegazione è che i tassi di interesse a lunga a Genova furono sistematicamente più bassi dei tassi di interesse altrove, sia prima del 1570 che dopo il 1620. L'unica eccezione, già menzionata, fu il tasso di interesse del XVII secolo nelle Province Unite, dove i creditori avevano un grado di protezione dal ripudio del debito simile a quello esistente a Genova:

²³ La spiegazione del Cipolla è ripetuta da Braudel (1992, pp. 166-67), Homer e Sylla (p. 120).

« La chiave per un sano credito pubblico delle Province Unite stava nel fatto che gli investitori principali gestivano il governo. Dopo il 1572, le autorità locali di ogni provincia in rivolta contro la Spagna si assunsero la responsabilità della raccolta dei fondi per pagare la guerra ... Le municipalità imposero nuove tasse indirette... e venderono annuità riscattabili o vitalizie in cambio di contanti ... » (Parker, p. 572).

Il fatto che i tassi di interesse più bassi fossero applicati in due ambienti economici differenti che avevano istituzioni equivalenti in materia di tutela dei creditori conferma ulteriormente il tema principale di questo articolo: il nesso fra il debito e i tassi di interesse attraverso un meccanismo che protegge i creditori dal rischio di ripudio del debito.

VI. Conclusioni

San Giorgio fu un'istituzione finanziaria specializzata in titoli pubblici garantiti da flussi di entrate fiscali. Questa istituzione permise ai finanziatori di delegare agli amministratori dell'ente mansioni importanti come il controllo della solvibilità del mutuatario, il monitoraggio di shock economici e politici che potessero incidere sul flusso delle entrate fiscali alienate, e la specializzazione nelle procedure di raccolta delle entrate e delle informazioni. I suoi esperti amministratori, che erano anche proprietari di *luoghi*, vi operavano con abilità nella tutela dei diritti dei creditori e riducevano il rischio che la Repubblica di Genova potesse ripudiare il suo debito. Gli obiettivi e la gestione di San Giorgio erano compatibili con quei modelli di debito che prevedono l'esistenza di un debito se i creditori possono imporre forti penalità al debitore in caso di ripudio del debito. Essi erano inoltre compatibili con quei modelli in cui il debitore può spostare sul creditore i rischi di eventi dannosi ed imprevisti come guerre e carestie. In assenza di asimmetrie informative, il prestatore riesce a distinguere atti scusabili di parziale o completa insolvenza da atti ingiustificabili. San Giorgio fu, in complesso, un finanziatore indulgente nel senso che divise con la Repubblica, *ex-post*, rischi non imputabili al comportamento del governo.

Gli azionisti di San Giorgio usufruivano di un rischio di credito modesto ed i loro rendimenti furono inferiori, in media, ai rendimenti degli investimenti esteri per i quali erano però carenti i meccanismi di tutela dei creditori. Questa conclusione è basata sul forte presupposto che nel XVI e XVII secolo i mercati erano integrati e che il rischio del tasso di scambio era di secondaria importanza. Una larga documentazione conferma che i capitalisti genovesi furono estremamente attivi in molti centri finanziari im-

portanti e che nel XVI secolo il rischio del tasso di cambio fra Genova e Napoli era modesto. La conclusione che le differenze nei rischi di credito fossero importanti per spiegare le differenze nei tassi di interesse a lungo termine non è stata messa in sufficiente risalto dalla letteratura.

Bibliografia

- F. BRAUDEL (1992), *Civilization & Capitalism, 15th-18th Century*, 3, *The Perspectives of the World*, Berkeley 1992.
- F. BRAUDEL (1995), *The Mediterranean and the Mediterranean World in the Age of Phillip II*, Berkeley 1995.
- C. BITOSSI (2004), *Il governo della Repubblica e della Casa di San Giorgio: I ceti dirigenti dopo la riforma costituzionale del 1576*, in questo volume, pp. 91-107.
- M. BOONE, K. DAVIDS, J. PAUL eds. (2003), *Urban Public Debts: Urban Government and the Market for Annuities in Western Europe (14th-18th centuries)*, Turnhout 2003.
- J. BULOW, R. KENNETH (1989a), *A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt*, in «Journal of Political Economy», 97 (1989), pp. 155-178.
- J. BULOW, R. KENNETH (1989b), *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?*, in «American Economic Review», 79 (1989), pp. 43-50.
- A. CALABRIA (1991), *The Cost of Empire: The Finances of the Kingdom of Naples in the Time of the Spanish Rule*, Cambridge 1991.
- M.C. CIPOLLA (1952), *Note sulla Storia del Saggio d'interesse, corso dividendi e sconto dei dividendi del Banco di S. Giorgio nel sec. XVI*, in «Economia Internazionale», 2 (1952), pp. 255-274.
- J. CONKLIN (1998), *The Theory of Sovereign Debt and Spain Under Philip II*, in «Journal of Political Economy», 106/3 (1998), pp. 483-513.
- C. CUNEO (1842), *Memorie sopra l'antico debito pubblico, mutui, compere e Banca di S. Giorgio in Genova*, Genova 1842.
- J-G. DA SILVA (1969), *Banque et Crèdit en Italie au XVII^e Siècle*.
- T.O. DE NEGRI, *Storia di Genova*, Milano 1986.
- J. EATON, G. MARK (1981), *Debt With Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*, in «Review of Economic Studies» 48/2 (1981), pp. 289-309.
- W. ENDERS (1995). *Applied Econometric Time Series*, New York 1995.
- S.A. EPSTEIN (1996), *Genoa & the Genoese, 958-1528*, Chapel Hill 1996.
- G. FELLONI (1971), *Gli investimenti finanziari genovesi in Europa tra il Seicento e la Restaurazione*, Milano 1971.
- G. FELLONI (1989a), *Inventario dell'Archivio del Banco di San Giorgio (1407-1805)*, Roma 1989.
- G. FELLONI (1989b), *Inventario dell'Archivio del Banco di San Giorgio (1407-1805)*, IV/1, *Debito Pubblico*, Roma 1986.

- G. FELLONI (1990), *Inventario dell'Archivio del Banco di San Giorgio (1407-1805)*, III/1, *Banchi e Tesoreria*, Roma 1990.
- G. FELLONI (1994), *Inventario dell'Archivio del Banco di San Giorgio (1407-1805)*, IV/4, *Debito Pubblico*, Roma 1994.
- G. FELLONI (2001), *Inventario dell'Archivio del Banco di San Giorgio (1407-1805)*, II/1, *Affari Generali*, Roma 2001.
- G. GIACCHERO (1979), *Il seicento e le compere di San Giorgio*, Genova 1979.
- D. GIOFFRÉ (1967), *Il Debito Pubblico Genovese: Inventario delle Compere Anteriori a San Giorgio o non Consolidate nel Banco*, Milano 1967.
- A. GREIF (1995), *Political Organizations, Social Structure, and Institutional Success: Reflections from Genoa and Venice during the Commercial Revolution*, in « Journal of Institutional and Theoretical Economics », 151/4 (1995), pp. 734-740.
- H.I. GROSSMAN, J.B. VAN HUYCK (1988), *Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation*, in « American Economic Review », 78 (1988), pp. 1088-1097.
- J. HEERS (1961), *Gènes au XV^e siècle*, Paris 1961.
- S. HOMER, R. SYLLA (1991), *A History of Interest Rates*, Third edition, New Brunswick-London 1991.
- R.S. LOPEZ (1963), *Quattrocento genovese*, in « Rivista storica italiana », LXXV (1963), pp. 710-727. Reprinted in R.S. LOPEZ (1975), *Su e giù per la storia di Genova*, Genova 1975, pp. 63-80.
- R.S. LOPEZ (1964), *Market Expansion: The Case of Genoa*, in « The Journal of Economic History », 24/4 (1964), pp. 445-464. Reprinted in R.S. LOPEZ (1975), *Su e giù per la storia di Genova* cit., pp. 43-62.
- N. MACHIAVELLI (1965), *Le istorie fiorentine*, Firenze 1965.
- E. MARENGO (1911), *L'Antico Debito Pubblico Genovese e la Casa di San Giorgio*, in E. MARENGO, C. MANFRONI, G. PESSAGNO, *Il Banco di San Giorgio*, Genova 1911.
- G. PARKER (1974), *The Emergence of Modern Finance in Europe, 1500-1730*, in C.M. CIPOLLA (ed.) *The Fontana Economic History of Europe: the Sixteenth and Seventeenth Century*, Glasgow 1974.
- H. SIEVEKING (1906), *Studio sulle Finanze Genovesi nel Medioevo e in particolare sulla Casa di S. Giorgio*, in « Atti della Società Ligure di Storia Patria », XXXV/2 (1906).
- A. WISZNIEWSKI (1865), *Histoire de la banque de Saint-Georges de Gènes, la plus ancienne banque de l'Europe*, Paris 1865.

Presentazione	pag.	5
Programma	»	7
Saluti delle autorità e di Riccardo Garrone	»	9

Relazioni

<i>Dino Puncub</i> , La volontà politica: Boucicaut e il suo tempo	»	15
<i>Erik Aerts</i> , The European monetary famine of the late Middle Ages and the Bank of San Giorgio in Genoa	»	27
<i>Michel Balard</i> , Il Banco di San Giorgio e le colonie d'Oltremare	»	63
<i>Antoine-Marie Graziani</i> , Ruptures et continuités dans la politique de Saint-Georges en Corse (1453-1562)	»	75
<i>Carlo Bitossi</i> , Il governo della Repubblica e della Casa di San Giorgio: i ceti dirigenti dopo la riforma costituzionale del 1576	»	91
<i>Giampiero Cama</i> , Banco di San Giorgio e sistema politico genovese: un'analisi teorica	»	109
<i>Giulio Gianelli</i> , La riforma monetaria genovese del 1671-75 e l'apertura del banco di moneta corrente	»	121
<i>Alfonso Assini</i> , Il patrimonio artistico tra committenza e confische	»	143
<i>Giuseppe Felloni</i> , Il credito all'erario e ai privati: forme ed evoluzione	»	155
<i>Giovanni Assereto</i> , Le vicende del Banco tra la fine del regime aristocratico e l'annessione al Regno di Sardegna	»	165

<i>Alain Plessis</i> , Le Banco de San Giorgio: une présence gênante dans l'Empire de Napoléon?	pag. 179
<i>Michele Fratianni</i> , Debito pubblico, reputazione e tutele dei creditori: la storia della Casa di San Giorgio	» 199
<i>Giovanni B. Pittaluga</i> , Gestione del debito pubblico e costituzione delle banche centrali	» 221
<i>Marc Flandreau</i> , Le Système Monétaire International: 1400-2000: Court CV	» 235
<i>Benjamin J. Cohen</i> , Are national currencies becoming obsolete?	» 257
<i>Paul De Grauwe</i> , Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?	» 267



Associazione all'USPI
Unione Stampa Periodica Italiana

Direttore responsabile: *Dino Puncub*, Presidente della Società
Editing: *Fausto Amalberti*

Autorizzazione del Tribunale di Genova N. 610 in data 19 Luglio 1963
Stamperia Editoria Brigati Glauco - via Isocorte, 15 - 16164 Genova-Pontedecimo