

Corso di Laurea in Economia e Management

Tesi in

Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**L'Evoluzione del Rapporto tra Grandi Imprese e
Sistema Finanziario: da Rockefeller a Belfort, e Oltre**

Relatore:
Chiar.mo Prof.
Gianni Nicolini

Candidato:
Alessandro Sdogati
Matricola: 284941

A.A. 2024/25

L'Evoluzione del Rapporto tra Grandi Imprese e Sistema Finanziario: da Rockefeller a Belfort, e Oltre

(Alessandro Sdogati)

Indice

Introduzione

Capitolo 1 – L'evoluzione del rapporto tra banche e imprese

- 1.1 Le origini della commistione tra industria e finanza
- 1.2 La funzione allocativa della finanza e l'evoluzione dei mercati
- 1.3 La separazione banca-industria: quadro normativo e razionali economici
- 1.4 La tutela del risparmio e la diversificazione del rischio
- 1.5 Assetti attuali: la neutralità del sistema bancario rispetto al potere industriale

Capitolo 2 – Casi emblematici di commistione banche-imprese: tra potere economico e abuso finanziario

- 2.1 John D. Rockefeller: un impero fondato sull'integrazione tra capitale industriale e finanziario
 - *2.1.1 Origini e contesto: un'epoca in trasformazione*
 - *2.1.2 L'integrazione verticale: un progetto industriale e finanziario*
 - *2.1.3 Il trust come dispositivo di potere*
 - *2.1.4 Il dominio sistemico: informazione, bilancio e controllo*
 - *2.1.5 Reazione pubblica e risposta normativa*
 - *2.1.6 Legacy teorica e implicazioni contemporanee*
- 2.2 Il ruolo del sistema bancario nel rafforzare il potere industriale
- 2.3 Jordan Belfort: una distorsione del mercato attraverso la finanza speculativa
- 2.4 Lettura comparata: dalla concentrazione virtuosa all'intermediazione deviata

Capitolo 3 – Prospettive contemporanee e rischi emergenti

- 3.1 Le sfide attuali nel rapporto tra impresa e finanza
- 3.2 L'intermediazione alternativa e l'ombra delle concentrazioni
- 3.3 Il ruolo delle autorità di vigilanza e delle policy macroprudenziali
- 3.4 Le implicazioni strutturali per il futuro del sistema finanziario

Conclusione

Bibliografia

Introduzione

Il rapporto tra grandi imprese e sistema finanziario rappresenta una delle architetture portanti del capitalismo moderno. L'accesso al capitale, le modalità di finanziamento e le dinamiche di governance che ne derivano non si limitano a influenzare le singole strategie aziendali, ma contribuiscono a determinare gli equilibri complessivi dell'economia. La storia economica dimostra come l'interazione tra industria e finanza abbia assunto configurazioni molto diverse nel tempo, passando da modelli fortemente integrati a scenari di progressiva separazione e specializzazione. In ciascuna di queste fasi, la distribuzione del potere finanziario ha inciso in modo diretto sulle possibilità di crescita, di innovazione e di competizione nei mercati. Negli ultimi decenni, i processi di globalizzazione, liberalizzazione dei capitali e innovazione tecnologica hanno accelerato la trasformazione di questo rapporto, introducendo attori e strumenti che hanno ampliato le opzioni di finanziamento, ma anche generato nuove forme di instabilità. Le grandi imprese hanno beneficiato di un accesso privilegiato a mercati dei capitali sempre più internazionalizzati, mentre le piccole e medie imprese hanno dovuto spesso ricorrere a canali alternativi, talvolta più costosi o rischiosi. Parallelamente, l'espansione dell'intermediazione finanziaria non bancaria ha spostato porzioni rilevanti di attività fuori dal perimetro tradizionale di vigilanza, creando un sistema più articolato e interconnesso, ma anche più difficile da governare.

Questa tesi si propone di analizzare le principali evoluzioni di tale rapporto, evidenziando come la dimensione finanziaria influenzi le strategie industriali e come, a sua volta, l'assetto produttivo condizioni le scelte degli operatori finanziari. L'indagine si articola in tre capitoli: il primo dedicato al quadro teorico e istituzionale, il secondo a casi emblematici che mostrano diverse modalità di interazione tra impresa e finanza, il terzo alle sfide e prospettive future, con particolare attenzione al ruolo delle autorità di vigilanza e alle implicazioni macroprudenziali.

Capitolo 1 – L'evoluzione del rapporto tra banche e imprese

1.1– Le origini della commistione tra industria e finanza

Il rapporto tra industria e finanza ha rappresentato, fin da sempre uno punto cruciale nella configurazione dei moderni sistemi economici. La commistione tra questi due ambiti, apparentemente distinti ma strutturalmente interdipendenti, non è frutto di un'evoluzione casuale, ma il risultato di dinamiche storiche, istituzionali e funzionali che hanno creato il capitalismo occidentale sin dall'Ottocento. Comprendere le origini della commistione tra industria e finanza significa cogliere l'intreccio tra capitale produttivo e capitale finanziario, tra sviluppo industriale e infrastruttura creditizia, tra logiche di impresa e logiche bancarie. Le radici di questa commistione risalgono all'età del capitalismo industriale. Già nel corso del XIX secolo, l'esplosione dei processi di industrializzazione in Europa richiese la mobilitazione di ingenti quantità di capitale, in una misura non paragonabile con quella necessaria per l'artigianato o per l'economia preindustriale. I tradizionali canali di finanziamento, basati sul risparmio personale o sul credito commerciale, si rivelarono rapidamente inadeguati. In risposta, si svilupparono nuove forme di intermediazione bancaria e di collegamento tra sistema creditizio e attività produttive. In Germania, ad esempio, emerse il modello della banca mista, una tipologia di istituto che combinava le funzioni di banca commerciale e banca d'investimento, partecipando direttamente al capitale delle imprese industriali. Le banche miste tedesche, come ad esempio la Deutsche Bank, la Dresdner Bank o la Commerzbank, divennero protagoniste della crescita industriale dell'Impero tedesco, finanziando settori strategici come la siderurgia, la chimica, la meccanica pesante (Mishkin et al. 2021). Esse non si limitavano a erogare credito, ma acquisivano partecipazioni azionarie, sedevano nei consigli di amministrazione delle imprese e contribuivano alla loro strategia di lungo termine. In tal modo, la frontiera tra banca e industria si faceva sempre più porosa, dando vita a una vera e propria alleanza strutturale tra capitale finanziario e capitale industriale. Il modello tedesco si contrapponeva, almeno in apparenza, al modello anglosassone, fondato su una maggiore specializzazione funzionale tra banche commerciali e investment banks. Tuttavia, anche nel mondo angloamericano la separazione tra finanza e industria non era così netta come la teoria suggerirebbe. Le grandi banche di investimento come J.P. Morgan svolgevano un ruolo chiave nel finanziare la costruzione delle ferrovie, nell'emissione di titoli industriali e nella promozione di fusioni tra imprese (Carosso 1970). L'intermediazione finanziaria assumeva qui una forma meno partecipativa ma altrettanto influente: non era la banca a entrare direttamente nel capitale dell'impresa, ma era la banca a costruire i mercati, a certificare il valore dei progetti, a raccogliere risparmio e a indirizzarlo verso i settori industriali ritenuti strategici. Anche in questo caso, dunque, la presunta neutralità della finanza veniva superata da una logica selettiva e progettuale.

In Italia, il rapporto tra industria e finanza ha assunto sin dalle origini una forma peculiare, legata alla struttura frammentata del capitalismo nazionale, alla debolezza del mercato dei capitali e al ruolo centrale dello Stato nella promozione dello sviluppo economico. Alla fine dell'Ottocento, il sistema bancario italiano era dominato da alcune grandi banche (come la Banca Nazionale, poi Banca d'Italia) e da istituti di credito come il Credito Italiano e la Banca Commerciale Italiana (Confalonieri, 1974).. Questi ultimi, in particolare, adottarono modelli operativi simili a quelli delle banche miste tedesche, partecipando attivamente alla creazione e al finanziamento delle imprese industriali, in particolare nel Nord Italia. Non si trattava di una semplice funzione di sostegno creditizio: le banche selezionavano i progetti, ne valutavano la sostenibilità, ne influenzavano la governance. In molti casi, le carriere manageriali si intrecciavano: dirigenti bancari assumevano ruoli nei consigli di amministrazione industriali e viceversa. Questa struttura diede origine a un capitalismo relazionale, in cui le relazioni personali, la reciprocità e la stabilità dei legami sostituivano la concorrenza di mercato come meccanismo di allocazione delle risorse. Nel primo dopoguerra, e soprattutto nel periodo tra le due

guerre, la commistione tra industria e finanza in Italia si rafforzò ulteriormente, in risposta alle crisi cicliche e alla necessità di ricostruzione. L'intervento pubblico assunse un ruolo centrale con la nascita dell'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale) nel 1933, voluto da Alberto Beneduce. L'IRI fu concepita come una holding pubblica incaricata di salvare le banche in crisi e, allo stesso tempo, di rilevare le partecipazioni industriali che esse detenevano. Paradossalmente, il tentativo di separare finanza e industria produsse un'accelerazione della loro fusione, stavolta mediata dallo Stato. L'IRI divenne uno dei più grandi conglomerati finanziario-industriali d'Europa, controllando banche, imprese siderurgiche, aziende di trasporto e società di telecomunicazioni. La commistione tra finanza e industria raggiunse qui una forma sistemica, in cui lo Stato fungeva da regista e garante dell'equilibrio (Amatori e Brioschi 1997).

Il secondo dopoguerra vide il consolidarsi di questo assetto. Le grandi banche tornarono a svolgere un ruolo decisivo nella ricostruzione economica, in parte attraverso la gestione del risparmio post-bellico, in parte grazie all'ausilio dei fondi del Piano Marshall. L'interazione tra banche e imprese si intensificò, anche sotto la spinta della programmazione economica e della politica industriale. Il sistema bancario era rigidamente regolamentato, con una netta separazione tra banche di credito ordinario e istituti di credito speciale, ma la commistione di fatto proseguiva attraverso i canali della partecipazione azionaria, del credito agevolato e delle relazioni personali.

Il capitalismo italiano si configurava come un sistema banco-centrico, in cui la finanza non si limitava a supportare l'impresa, ma ne determinava in larga misura le sorti. Un ruolo fondamentale nella struttura delle relazioni banca-impresa fu svolto dal modello di banca universale. Secondo questo modello, l'intermediario bancario è chiamato a svolgere molteplici funzioni: raccolta del risparmio, erogazione del credito, gestione patrimoniale, partecipazione azionaria e consulenza finanziaria. La banca universale si pone come "piattaforma" attraverso cui transitano tutte le esigenze finanziarie dell'impresa e dell'investitore. In teoria, questo modello consente economie di scala, riduzione dei costi di transazione e maggiore capacità di analisi integrata. In pratica, rafforza il potere contrattuale della banca, accentua la dipendenza dell'impresa dal sistema creditizio e apre la strada a conflitti di interesse. Quando un soggetto controlla al tempo stesso la finanza e la produzione, il rischio è che le scelte non siano più orientate dall'efficienza economica, ma da logiche di potere. La letteratura economica ha discusso a lungo i vantaggi e i rischi della fusione tra industria e finanza. Tra i vantaggi, si citano la stabilità dei rapporti di lungo periodo, la riduzione dell'asimmetria informativa, la possibilità di accompagnare l'impresa in tutte le fasi del ciclo produttivo. Tra i rischi, invece, vi sono la scarsa contendibilità del mercato e la difficoltà di valutare le performance in modo trasparente. Studi hanno mostrato che, in contesti di forte concentrazione bancaria, le imprese tendono a ottenere credito non tanto in base ai risultati economici quanto in base all'appartenenza a un network relazionale. Questo può portare a inefficienze, a blocchi dell'innovazione e a fenomeni di azzardo morale. La commistione però si manifesta anche sul piano istituzionale e culturale. In molti sistemi economici, le élite finanziarie e industriali sono sovrapposte: frequentano gli stessi ambienti, condividono gli stessi valori, partecipano alle stesse strutture associative. Questo produce un'omogeneità cognitiva che influenza le decisioni economiche e politiche. Le banche tendono a favorire modelli produttivi tradizionali, settori consolidati, imprese "affidabili" nel senso di prevedibili. Al contrario, l'innovazione radicale, le imprese emergenti, le soluzioni non convenzionali trovano minore spazio. In questo senso, questo legame può produrre una forma di conservatorismo finanziario, in cui il sistema tende a riprodurre sé stesso piuttosto che a evolvere.

1.2 – La funzione allocativa della finanza e l'evoluzione dei mercati

La funzione allocativa della finanza rappresenta uno degli snodi concettuali più rilevanti per comprendere la logica del sistema economico moderno. Essa si fonda sulla capacità della finanza di canalizzare risorse scarse verso usi produttivi, selezionando progetti economici e soggetti pubblici in base al merito percepito e al rendimento atteso. L'allocazione del capitale non è mai un processo neutro, ma un'operazione carica di implicazioni economiche, politiche e sociali. In questo quadro, i mercati finanziari e gli intermediari assumono il ruolo di "architetti" del futuro economico, poiché definiscono le priorità dello sviluppo selezionando la risorsa più preziosa di tutte: il credito.

Per apprezzare ciò, è necessario partire da una riflessione di carattere generale: perché la finanza esiste? La finanza nasce per risolvere due problemi fondamentali: l'allocazione intertemporale delle risorse e la gestione del rischio. In un'economia moderna, i soggetti economici non producono e consumano simultaneamente. Esiste un disallineamento strutturale tra chi ha un surplus di capitale ma non ha l'immediato bisogno di investirlo (surplus di capitale) e chi ha idee o progetti ma non dispone del capitale necessario (deficit di capitale). La finanza è il meccanismo che rende possibile questo incontro, trasformando il risparmio in investimento. La seconda motivazione, complementare, è la gestione del rischio. La finanza permette di scomporre, diversificare e ridistribuire il rischio tra soggetti con differenti gradi di tolleranza e quindi diversa propensione al rischio. L'efficienza allocativa quindi in questo caso consiste nella capacità di assegnare le risorse disponibili agli impieghi che offrono il miglior compromesso tra rendimento atteso e rischio. Tuttavia, l'allocazione efficiente non è garantita a prescindere dalle condizioni esterne. Quest'ultima richiede condizioni specifiche di funzionamento del mercato, tra cui informazione perfetta, assenza di costi di transazione, razionalità degli agenti e libertà di accesso. In assenza di questi presupposti può non risultare ottimale, generando sprechi, diseguaglianze e instabilità. È proprio per colmare queste imperfezioni che il sistema finanziario si struttura in forme istituzionalizzate: intermediari, regole, contratti, strumenti e autorità di vigilanza. Storicamente, questa funzione della finanza si è esercitata attraverso due principali canali: l'intermediazione diretta e quella indiretta. L'intermediazione diretta avviene quando i soggetti in surplus e in deficit si incontrano direttamente sui mercati, ad esempio attraverso l'acquisto di obbligazioni, azioni o altri strumenti negoziabili. L'intermediazione indiretta si realizza invece attraverso banche, fondi comuni, assicurazioni, enti che raccolgono risparmi e li riutilizzano sotto forma di credito o investimento. Entrambi i modelli presentano vantaggi e svantaggi: l'intermediazione diretta consente una maggiore trasparenza e una potenziale efficienza informativa, ma richiede competenze elevate e comporta rischi maggiori per l'investitore individuale. L'indiretta, al contrario, permette una gestione professionale del rischio e la costruzione di relazioni di lungo periodo, ma introduce costi di agenzia e potenziali conflitti di interesse; le banche, ad esempio, svolgono un ruolo essenziale nel superare le asimmetrie informative: attraverso l'attività di monitoraggio possono valutare meglio il merito creditizio dei debitori rispetto ai singoli risparmiatori. Un passaggio fondamentale per comprendere la dinamica allocativa è rappresentato dalla distinzione tra mercati primari e secondari. Nel mercato primario si verifica l'incontro diretto tra investitori e emittenti: imprese e Stati raccolgono risorse collocando titoli di debito o capitale. È qui che si esercita in forma pura la funzione allocativa, poiché il capitale investito va a finanziare direttamente progetti e attività produttive. Il mercato secondario è il luogo dove i titoli già emessi vengono scambiati tra investitori. Sebbene non vi sia raccolta di nuove risorse, il mercato secondario svolge una funzione cruciale: determina il prezzo dei titoli, liquida gli investimenti e segnala il valore informativo delle imprese. Un mercato secondario efficiente rafforza la funzione allocativa del primario, poiché consente agli investitori di uscire dagli investimenti in qualsiasi momento e stimola gli emittenti a mantenere buone performance per sostenere le quotazioni. Ciononostante, quando il mercato secondario diventa speculativo le risorse si spostano non verso chi ha progetti sostenibili, ma verso chi è in grado di attrarre attenzione, generare hype o manipolare aspettative. Questo viene chiamato fenomeno della finanziarizzazione estrema.

L'evoluzione dei mercati finanziari nel tempo ha inciso profondamente su questa dinamica. In origine, i mercati erano locali, fisici e regolati da pratiche consuetudinarie. Le borse valori ottocentesche, come quelle di Londra, Parigi o New York, erano spazi chiusi, frequentati da operatori professionali, e caratterizzati da strumenti finanziari semplici (azioni e obbligazioni). Con la rivoluzione tecnologica i mercati sono diventati globali, virtuali. Oggi, le borse funzionano con algoritmi di matching automatico, operano in tempo reale su più fusi orari, e trattano una gamma vastissima di strumenti: prodotti strutturati, ETF, cripto. Questa trasformazione ha avuto effetti ambivalenti: da un lato, ha aumentato la liquidità, abbassato i costi di transazione e ha consentito un accesso più facilitato; dall'altro, ha reso il sistema più complesso e vulnerabile a dinamiche speculative. I titoli vengono acquistati e venduti non perché rappresentano progetti validi, ma perché seguono tendenze, vengono consigliati da influencer, mostrano volatilità utile al trading. Il capitale diventa mobile, impaziente e privo di radici. A complicare ulteriormente la questione intervengono le imperfezioni informative. Uno dei problemi centrali della finanza è l'asimmetria informativa: gli emittenti sanno molto di più sulla propria situazione di quanto non sappiano gli investitori. Questo squilibrio può generare fenomeni di selezione avversa (*adverse selection*), in cui i peggiori emittenti riescono a piazzare titoli grazie all'ignoranza degli investitori, e di azzardo morale (*moral hazard*), in cui i soggetti finanziati assumono comportamenti rischiosi dopo aver ottenuto i fondi. Le crisi del 2008 e del 2020 hanno mostrato che la finanza può fallire clamorosamente nella sua funzione allocativa: i capitali possono essere indirizzati verso bolle immobiliari, asset illiquidi o strumenti opachi. Quando ciò accade, la finanza non favorisce lo sviluppo, ma lo ostacola.

Un elemento spesso trascurato ma centrale è il ruolo che ricopre il tasso di interesse. Il tasso d'interesse è il prezzo del tempo e del rischio. Un sistema finanziario efficiente dovrebbe produrre tassi che riflettano correttamente variabili di rischio e di produttività ma, in presenza di interventi massicci delle banche centrali, distorsioni regolamentari, aspettative irrazionali o shock sistemici, i tassi possono perdere la loro imparzialità e coerenza. Se i tassi sono troppo bassi, si finanziano progetti non redditizi; se sono troppo alti, si scoraggiano investimenti produttivi. La politica monetaria, dunque, incide direttamente sulla funzione allocativa della finanza. Le banche centrali, agendo sui tassi ufficiali, sulle operazioni di rifinanziamento e sugli acquisti di titoli, influenzano la propensione al rischio, la disponibilità di credito, la preferenza per la liquidità. In periodi di tassi bassi, come quelli successivi alla crisi del 2008, si assiste a un'espansione del credito che però non sempre si traduce in crescita economica; questo perché può alimentare delle bolle speculative.

Da non trascurare è infine il ruolo delle istituzioni e delle regole. La finanza non opera nel vuoto: la sua funzione è mediata da norme, incentivi e barriere. Ad esempio, i requisiti di capitale imposti alle banche (Basilea III) influenzano la propensione al credito verso determinati settori o soggetti (Mishkin et al. 2021). L'assenza di regole o la loro inadeguatezza può generare allocazioni inefficienti, discriminatorie o addirittura perverse. Come mostrato nel caso delle banche troppo grandi per fallire (*too big to fail*), un sistema privo di disincentivi corretti può spingere il capitale verso soggetti che assumono rischi eccessivi contando sul salvataggio pubblico. L'interesse collettivo alla stabilità deve quindi bilanciare l'interesse privato al profitto. Questo richiede un disegno istituzionale raffinato, in cui la funzione allocativa venga orientata da criteri di trasparenza, equità, sostenibilità.

1.3 – La separazione banca-industria: quadro normativo e razionali economici

La separazione tra banca e industria è stata a lungo uno dei pilastri dell'architettura finanziaria nei sistemi economici avanzati. Nata per evitare concentrazioni eccessive di potere economico e per preservare la stabilità del sistema creditizio, questa separazione ha rappresentato per decenni la cornice normativa e istituzionale entro cui si è sviluppata l'attività bancaria. La crisi di tale modello,

a partire dagli anni Ottanta e Novanta del Novecento, ha causato un grande cambiamento nella configurazione dei mercati finanziari, accelerando la fusione tra finanza e industria, e aprendo la strada alla formazione di conglomerati finanziari multidisciplinari. Il principio di separazione nasce come risposta istituzionale alle crisi bancarie degli anni Trenta, in particolare al grande collasso del sistema finanziario statunitense seguito alla crisi del 1929 (Krippner 2011). L'adozione del *Glass-Steagall Act* nel 1933 rappresentò un punto di svolta. Esso stabiliva la netta distinzione tra banche commerciali e banche d'investimento, vietando alle prime di svolgere attività di trading su titoli, sottoscrizione di nuove emissioni, partecipazione diretta al capitale di imprese industriali (Mishkin et al. 2021). La separazione era dunque un meccanismo di contenimento del rischio e, al tempo stesso, uno strumento di prevenzione dei conflitti d'interesse. Una banca che concede credito a un'impresa non può contemporaneamente possederne azioni o gestirne l'IPO (initial public offering). In questo modo si proteggevano i risparmiatori e si garantiva l'integrità del mercato. Anche in Europa, pur in assenza di norme così esplicite, si consolidarono modelli di intermediazione con funzioni molto specializzate. I sistemi bancari europei durante il dopoguerra erano prevalentemente orientati alla relazione di lungo periodo tra banca e impresa, con una distinzione tra credito a breve e a medio-lungo termine. Le banche avevano un ruolo chiave nell'accompagnare lo sviluppo industriale, ma operavano in un contesto regolato, con limitazioni alla partecipazione azionaria e alla diversificazione eccessiva delle attività.

Col passare degli anni questa architettura ha mostrato segnali di crisi. L'aumento della competizione internazionale, la liberalizzazione dei movimenti di capitale, lo sviluppo tecnologico e la crescente domanda di servizi finanziari hanno messo sotto pressione il principio di separazione. Le grandi imprese industriali cercavano soluzioni più flessibili per finanziare la propria crescita, mentre le banche, puntavano ad espandere le loro attività, aumentando la quota di ricavi derivanti da commissioni, trading e investment banking. Il risultato è stato un progressivo superamento dei vincoli funzionali: inizialmente attraverso le cosiddette "banche universali" poi tramite holding bancarie. La rimozione del *Glass-Steagall Act* negli Stati Uniti nel 1999, con il *Gramm-Leach-Bliley Act*, ha segnato la fine del paradigma della separazione, aprendo la strada alla formazione di conglomerati come Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America Merrill Lynch, capaci di svolgere simultaneamente funzioni di banca commerciale, d'investimento, assicurazione, gestione patrimoniale (Mishkin et al. 2021).

La crisi del principio di separazione non è solo normativa, ma teorica. Le funzioni moderne della banca sono diventate progressivamente più complesse e meno segmentate. Le banche non si limitano più a raccogliere depositi e a concedere prestiti ma emettono strumenti finanziari, effettuano operazioni di mercato, partecipano al capitale delle imprese, utilizzano derivati per coprire o assumere rischio, gestiscono portafogli per conto terzi e forniscono consulenza per operazioni straordinarie. Il bilancio bancario riflette questa trasformazione, la contabilità bancaria si complica, la misurazione del rischio si fa più difficile, e i legami tra banca e impresa diventano multidimensionali. In tale contesto, la separazione funzionale appare sempre meno sostenibile sul piano operativo, mentre le autorità di vigilanza faticano a seguire la complessità crescente delle operazioni bancarie. Tuttavia, la crisi della separazione non ha significato la risoluzione dei problemi per cui essa era stata concepita. Al contrario, la fine dei vincoli ha esposto il sistema a nuovi rischi: l'opacità informativa, l'auto-negazione dei controlli interni, e la ricomparsa dei conflitti di interesse. Come mostra Mishkin nel suo manuale l'evoluzione delle banche universali ha prodotto una crescente esposizione sistemica: un unico gruppo può essere contemporaneamente prestatore, investitore, collocatore, e consulente in un'unica operazione. Questo moltiplica le possibilità di manipolazione, di pricing inefficiente, di comportamenti opportunistici. Inoltre, la struttura "troppo grande per fallire" genera moral hazard: le grandi banche sanno di essere indispensabili per la stabilità del sistema e quindi assumono rischi eccessivi confidando nel sostegno pubblico in caso di crisi. La crisi finanziaria del 2007-2008 ha rappresentato l'esempio più evidente di questa degenerazione: istituti come Lehman Brothers, AIG,

Bear Stearns o le stesse banche commerciali trasformatesi in conglomerati hanno mostrato quanto fragile sia un sistema finanziario in cui le barriere funzionali sono cadute e le funzioni di intermediazione si sono fuse con quelle di investimento ad alto rischio.

Nel modello tradizionale, la banca esercitava un controllo selettivo: valutava i progetti, monitorava l'andamento, interveniva in caso di difficoltà. La relazione era stabile, basata su fiducia e informazione privata. Nel nuovo modello, la banca può essere anche azionista. L'interesse a valutare in modo critico il progetto si riduce, l'obiettivo diventa massimizzare i ricavi di breve periodo attraverso commissioni e spread. Inoltre, la banca può trovarsi in conflitto tra l'interesse del cliente retail (ad esempio un risparmiatore che compra titoli consigliati dalla banca) e quello del cliente corporate (l'impresa che quei titoli li emette). In Europa, la risposta alla crisi è stata ambivalente. Da un lato, si è cercato di reintrodurre qualche forma di separazione funzionale attraverso strumenti come il "ring-fencing" previsto dal Rapporto Liikanen o le raccomandazioni del Financial Stability Board (European Commission 2012), High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (*Rapporto Liikanen*). Dall'altro lato, il processo di consolidamento bancario ha portato alla formazione di grandi gruppi misti, che continuano a operare in più settori. La direttiva europea BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) e l'Unione Bancaria hanno introdotto meccanismi di risoluzione e requisiti di capitale più stringenti, ma non hanno ricostruito una vera barriera tra funzioni. Il dibattito rimane aperto: da un lato, si riconosce che la specializzazione funzionale può ridurre il rischio sistemico; dall'altro, si accetta che le economie di scala e le sinergie operative delle banche universali sono difficili da ignorare. Il compromesso è una vigilanza più attenta nei requisiti patrimoniali e maggiore trasparenza nei rapporti con i clienti.

Un ultimo aspetto rilevante riguarda la trasformazione del ruolo della banca centrale. L'autorità monetaria non è più solo responsabile del controllo dell'inflazione e della massa monetaria, ma anche della stabilità finanziaria. La Banca Centrale Europea, ad esempio, attraverso la vigilanza diretta delle principali banche sistemiche (SSM), si è trovata a gestire entità complesse, con esposizioni incrociate e rischi derivanti da attività non tradizionali. Il modello post-separazione ha dunque trasformato anche la vigilanza: da prudenziale e individuale a macroprudenziale e sistemica. Questo richiede competenze nuove, modelli predittivi avanzati, e capacità di intervento rapido. Tuttavia, resta il nodo di fondo: fino a che punto è compatibile una finanza universale con la stabilità sistemica?

1.4 – La tutela del risparmio e la diversificazione del rischio

La tutela del risparmio non è solamente un principio costituzionalmente sancito, come accade ad esempio nell'articolo 47 della Costituzione italiana, ma un presupposto di fiducia collettiva senza il quale l'intermediazione finanziaria non potrebbe svolgere la sua funzione economica. La relazione tra risparmiatori e intermediari è strutturalmente asimmetrica: i primi sono soggetti generalmente meno informati, meno competenti e con minore potere contrattuale; i secondi sono entità dotate di maggiore sofisticazione tecnica, accesso privilegiato alle informazioni e capacità di gestire il rischio in maniera sistemica. Questa asimmetria impone una riflessione profonda non solo sulle modalità con cui il risparmio viene trasformato in investimento, ma soprattutto sugli strumenti atti a garantire che tale trasformazione avvenga in modo equo, efficiente e sostenibile. Il risparmio è, per definizione, il differimento del consumo attuale in vista di un utilizzo futuro incerto. Rappresenta una forma di autodisciplina che presuppone un grado di fiducia elevato nel sistema economico, nella stabilità monetaria e nella capacità degli intermediari di restituire quanto affidato. In assenza di un contesto stabile e tutelato, il risparmio tende a contrarsi, rifugiandosi in forme di accumulo improduttivo (ad esempio il "mattone" o il contante), limitando così la capacità del sistema finanziario di svolgere il proprio ruolo allocativo. È dunque evidente che la tutela del risparmio non è un obiettivo "sociale",

ma una condizione strutturale per la funzionalità del sistema economico. In questo senso, la protezione del risparmio assume una valenza sistemica, al pari della stabilità dei prezzi o della solvibilità degli intermediari.

Storicamente, la questione della tutela del risparmio emerge in corrispondenza delle grandi crisi bancarie. Già nel XIX secolo, i fallimenti di istituti di credito privati avevano dimostrato come la fiducia del pubblico fosse fragile e reversibile. Tuttavia, fu con la Grande Depressione del 1929 che il problema assunse rilevanza globale. Il fallimento di migliaia di banche negli Stati Uniti e la perdita dei depositi da parte di milioni di risparmiatori dimostrarono l'insufficienza delle regole di mercato nel garantire la sicurezza del risparmio (Friedman e Schwartz 1963). La risposta istituzionale fu duplice: da un lato, la creazione di enti pubblici come il Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), che assicuravano i depositi fino a una certa soglia; dall'altro, l'introduzione di regole più stringenti sulla separazione tra attività speculative e attività di raccolta, come avvenne con il *Glass-Steagall Act* (Friedman e Schwartz 1963). In Europa, un processo analogo si sviluppò con tempi diversi, ma con esiti simili: sistemi di garanzia dei depositi, vigilanza rafforzata, limiti all'attività degli intermediari. La dimensione normativa è centrale. Essa si articola su più livelli: microprudenziale, macroprudenziale e comportamentale. A livello micro, gli intermediari sono sottoposti a requisiti patrimoniali (ad esempio gli standard di Basilea III), a regole di condotta e a obblighi di trasparenza. A livello macro, le autorità di vigilanza, come la Banca d'Italia, la BCE, l'ESMA o la CONSOB, monitorano la solidità dell'intero sistema. A livello comportamentale, le normative come MiFID II impongono agli intermediari l'obbligo di "adeguatezza" e "appropriatezza" nella vendita dei prodotti finanziari, mirando a tutelare i risparmiatori da operazioni non coerenti con il loro profilo di rischio.

Una componente fondamentale della tutela è la diversificazione del rischio. Come è noto, il rischio è una dimensione intrinseca di ogni attività finanziaria. Però, la possibilità di diversificare il rischio, ovvero di distribuirlo su più strumenti, settori o aree geografiche, consente di ridurre l'impatto negativo potenziale. Gli strumenti di diversificazione sono molteplici: dai fondi comuni di investimento, che raccolgono risparmio diffuso per investirlo in portafogli diversificati, agli ETF, fino alle assicurazioni e ai derivati. Ogni strumento ha una funzione specifica: protezione dal rischio di prezzo, dal rischio di credito, dal rischio di cambio, dal rischio sistemico. In questo contesto, il risparmiatore si trova a operare in un ambiente complesso, dove la scelta del portafoglio implica un bilanciamento continuo tra rendimento atteso e tolleranza al rischio. L'intermediario finanziario dovrebbe accompagnare il risparmiatore in questo processo, fornendo consulenza, strumenti adeguati e un'informazione chiara. Nella pratica, però, non sempre ciò avviene: i casi di "misselling", le vendite forzate di strumenti complessi, le asimmetrie informative persistenti mostrano come la protezione del risparmio resti una sfida aperta.

Le crisi finanziarie più recenti hanno messo in luce le nuove forme di vulnerabilità della tutela del risparmio. La crisi del 2008, ad esempio, ha mostrato come strumenti apparentemente sicuri, come i mutui subprime cartolarizzati, potessero celare livelli elevatissimi di rischio. L'illusione della sicurezza è diventata essa stessa un rischio. Anche in Europa, le crisi di alcuni istituti bancari, da Monte dei Paschi di Siena a Veneto Banca, hanno evidenziato come la vendita di obbligazioni subordinate a piccoli risparmiatori, spesso senza informazione adeguata, costituisca una violazione grave della funzione fiduciaria dell'intermediazione (Banca d'Italia, 2023; Mishkin et al 2021; Consob 2017). Questi episodi non sono semplici "incidenti", ma segnali di un problema strutturale, prima fra tutti la difficoltà per i risparmiatori di valutare correttamente il rischio in un contesto di innovazione finanziaria. La diversificazione del rischio, inoltre, è oggi resa più complessa dalla crescente correlazione tra mercati. La globalizzazione finanziaria, pur aumentando le opportunità, ha ridotto i benefici della diversificazione geografica: una crisi in un settore o in un'area geografica può rapidamente contagiare altri settori o mercati. La finanza digitale, con la diffusione di strumenti

automatizzati di trading, ETF e cryptovalute, ha aumentato la velocità dei movimenti di capitale. In questo contesto, la tutela del risparmio non può limitarsi a prescrivere regole universali: deve dotarsi di strumenti dinamici, capaci di reagire in tempo reale a situazioni di rischio emergente. Le autorità di vigilanza stanno investendo in tecnologie di supervisione avanzata (“suptech”) nell’analisi dei big data e nella costruzione di indicatori anticipatori di instabilità. Tuttavia, la velocità dell’innovazione pone sfide inedite: l’emergere di nuovi soggetti non regolamentati, come le piattaforme di lending peer-to-peer (prestito tra privati), i fornitori di servizi crypto, i neobrokers, rende più difficile applicare i tradizionali presidi normativi.

Importante però è anche l’educazione finanziaria. La tutela del risparmio, infatti, non può essere delegata interamente alle istituzioni. Essa richiede anche la responsabilizzazione del risparmiatore, attraverso la comprensione minima dei concetti fondamentali: rischio, rendimento, orizzonte temporale, liquidità, ecc... I dati mostrano che in Italia, come in molti altri Paesi, il livello medio di alfabetizzazione finanziaria è basso. Ciò espone i risparmiatori a scelte subottimali, alla sottovalutazione dei rischi o all’adesione a promesse di rendimento illusorie. Il ruolo dello Stato, delle scuole, dei media e degli intermediari è quindi cruciale: costruire una cittadini informati economicamente. La tutela del risparmio e la diversificazione del rischio non sono solo meccanismi tecnici o vincoli regolamentari: sono le condizioni che rendono possibile la fiducia collettiva nella finanza. Senza fiducia, il risparmio si immobilizza, l’investimento si blocca, l’economia si contrae. Senza diversificazione, il rischio si concentra, il sistema si indebolisce, la vulnerabilità si amplifica. La sfida contemporanea è duplice: mantenere la protezione in un contesto di crescente complessità ed evitare che l’eccesso di protezione generi azzardo morale, deresponsabilizzazione o allocazione distorta delle risorse. La risposta non può essere univoca; deve passare attraverso una combinazione di strumenti normativi, vigilanza efficace, innovazione tecnologica, educazione finanziaria e responsabilizzazione degli intermediari.

1.5 – Assetti attuali: la neutralità del sistema bancario rispetto al potere industriale

Nel dibattito contemporaneo sulla natura del sistema finanziario e sulla sua funzione economica, uno degli interrogativi più rilevanti è se il sistema bancario possa effettivamente definirsi “neutrale” rispetto al potere industriale. Il concetto di neutralità, in questo contesto, assume una valenza profonda e con molte sfaccettature: non si tratta solo di assenza di favoritismi, ma il dubbio se il sistema creditizio sia in grado di allocare risorse in modo imparziale, equo e indipendente da rapporti di forza preesistenti. La questione diventa particolarmente rilevante in un contesto in cui il sistema bancario non si limita a svolgere funzioni tecniche di raccolta e impiego, ma partecipa attivamente alla scelta delle traiettorie di sviluppo economico e alla selezione degli attori industriali che potranno accedere al capitale necessario per competere nei mercati. L’idea della neutralità bancaria si fonda sull’idea secondo cui gli intermediari finanziari valutano i richiedenti credito sulla base di parametri oggettivi: affidabilità creditizia, prospettive di redditività, capacità di restituzione, solidità patrimoniale. In questa visione, il sistema bancario sarebbe un arbitro imparziale, un allocatore neutrale del capitale, che favorisce l’efficienza del sistema economico premiando i progetti migliori, indipendentemente da chi li propone. Tuttavia, come evidenziano numerosi studi teorici e pratici, questa neutralità è molto più una costruzione utopica che una realtà effettiva.

Uno dei principali fattori che mette in discussione la neutralità del sistema bancario è la selettività del credito. Le banche, in quanto entità che operano in un contesto di rischio e incertezza, sviluppano criteri di selezione del credito basati sulla gestione del rischio complessivo del portafoglio. Questo

comporta, inevitabilmente, una preferenza per soggetti già solidi, dotati di garanzie reali, storia creditizia e dimensioni operative significative. Le imprese industriali già consolidate, spesso parte di gruppi finanziari o industriali complessi, sono quindi avvantaggiate nella competizione per l'accesso al credito. Al contrario, le piccole imprese e start-up innovative trovano ostacoli oggettivi anche in presenza di progetti validi e sostenibili. Questo fenomeno, noto anche come "credit rationing" rappresenta uno dei principali limiti della neutralità bancaria.

L'asimmetria informativa è un altro elemento centrale. L'accesso privilegiato all'informazione da parte di alcuni soggetti, tipicamente le grandi imprese con relazioni consolidate, si traduce in un vantaggio competitivo. La banca tende ad affidarsi a relazioni pregresse, a valutazioni basate sulla previsione che penalizzano chi non possiede una storia creditizia consolidata. Di conseguenza, la logica dell'efficienza viene meno rispetto a quella della prudenza, e la distribuzione del credito finisce per riflettere la distribuzione preesistente del potere economico.

Un aspetto ulteriormente problematico riguarda la concentrazione del sistema bancario. Negli ultimi decenni, in Italia come nel resto d'Europa, si è assistito a un processo di concentrazione del settore bancario, con la formazione di grandi gruppi bancari che controllano quote significative del mercato del credito. Questo processo ha avuto l'effetto di rafforzare il legame tra sistema bancario e grandi gruppi industriali. In molti casi, gli stessi soggetti siedono nei consigli di amministrazione di banche e imprese. In questo contesto, l'allocazione del credito risente inevitabilmente di dinamiche relazionali e di strategie di gruppo. La banca non è più solo un intermediario finanziario, ma un attore del sistema industriale, con interessi propri da difendere e strategie da perseguire. La regolamentazione finanziaria ha cercato di contrastare queste dinamiche attraverso normative che limitano la partecipazione incrociata tra banche e imprese, aumentano la trasparenza e impongono standard di comportamento ma la capacità delle autorità di vigilanza di incidere su queste dinamiche è limitata. In molti casi, le banche operano in contesti in cui la pressione istituzionale è forte: si pensi ai prestiti agevolati, ai piani di rilancio industriale, alle strategie di politica economica che passano attraverso il sistema creditizio. Le banche vengono sollecitate a sostenere determinati settori, a partecipare a progetti strategici. Questo produce un paradosso: da una parte, la banca è chiamata a essere un attore responsabile dello sviluppo economico; dall'altra, è accusata di essere poco neutrale, di rispondere a logiche politiche o corporative. In questo quadro, il concetto di neutralità perde di credibilità.

Non meno importante è l'impatto del quadro macroeconomico sulla neutralità bancaria. In un contesto di tassi d'interesse bassi, come quello che ha caratterizzato il periodo successivo alla crisi del 2008, le banche sono spinte a cercare rendimenti in segmenti più rischiosi o più remunerativi. Questo ha portato, in molti casi, a una maggiore esposizione verso soggetti con maggiore capacità di negoziazione, che spesso coincidono con grandi gruppi industriali. Le piccole imprese, prive di tale potere contrattuale, sono rimaste escluse o penalizzate. Anche in questo caso, la neutralità è più formale che sostanziale: le condizioni di mercato spingono le banche verso scelte che finiscono per rafforzare i soggetti dominanti. A livello internazionale, il problema si manifesta in modo ancora più evidente. Le grandi banche globali operano in un contesto in cui la neutralità è strutturalmente impossibile. Esse finanziano conglomerati industriali globali, partecipano a fusioni e acquisizioni, svolgono attività di investment banking, gestiscono fondi sovrani e patrimoni familiari di grandi dinastie economiche. La loro funzione non è quella di arbitri imparziali, ma di architetti del potere economico globale. In questo scenario, la separazione tra sistema bancario e potere industriale è praticamente inesistente. La finanza diventa infrastruttura del potere.

Alla luce di queste considerazioni, è difficile sostenere che il sistema bancario attuale sia realmente neutrale rispetto al potere industriale. Le banche operano in un contesto in cui le relazioni, le dimensioni, le garanzie, le aspettative e le strategie contano quanto, se non più, dei fondamentali

economici. La presunta neutralità è il risultato di una razionalità tecnica che maschera rapporti di forza preesistenti. Questo non significa che il sistema bancario sia corrotto o manipolato, ma che la sua funzione allocativa è inevitabilmente condizionata da variabili che vanno oltre il merito creditizio. Per rendere il sistema più equo e trasparente, occorre ripensare i criteri di valutazione del credito, rafforzare la vigilanza sulla distribuzione degli impieghi, sviluppare indicatori di accesso equo al credito. Occorre, in altre parole, riconoscere che la neutralità è un obiettivo da perseguire, non una condizione già realizzata.

Capitolo 2 – Casi emblematici di commistione banche-imprese: tra potere economico e abuso finanziario

2.1 John D. Rockefeller: un impero fondato sull'integrazione tra capitale industriale e finanziario

Il presente capitolo segna un cambio di prospettiva all'interno della trattazione; se il primo capitolo ha avuto il compito di delineare l'evoluzione storica e teorica del rapporto tra industria e finanza, ora ci si concentra sull'analisi di alcuni casi emblematici. Questi casi non vanno intesi come semplici esemplificazioni empiriche, bensì come veri e propri snodi strutturali della storia economico-finanziaria. La figura di John Davison Rockefeller rappresenta, in questo contesto, un momento fondativo. Non si tratta soltanto del più celebre petroliere americano, né del primo "miliardario" della storia moderna; egli fu, a tutti gli effetti, il creatore di un modello di impresa integrata verticalmente e finanziariamente, in cui la distinzione tra produzione e finanza venne superata a favore di un assetto ibrido, capace di condizionare in profondità l'intero sistema capitalistico americano. Studiare Rockefeller non significa solamente ricostruire la genesi di un impero industriale, ma analizzare il modo in cui il potere economico si struttura, si finanzia e si legittima, soprattutto in un contesto istituzionale ancora privo di norme antitrust e di una piena regolamentazione bancaria. Rockefeller è il primo vero esempio di capitalismo sistemico: un soggetto privato capace di influenzare le logiche di funzionamento dei mercati, delle banche e delle istituzioni pubbliche, senza mai rinunciare alla forma giuridica dell'impresa. Il potere di Rockefeller non fu solo un potere economico: fu sociale, politico, normativo. La sua traiettoria mostra con chiarezza come l'interconnessione tra capitale industriale e capitale finanziario sia non solo possibile, ma decisiva nel determinare la struttura effettiva del potere economico. In questo senso, l'analisi della Standard Oil Company, il gigante che egli fondò e governò, costituisce un caso paradigmatico per comprendere l'evoluzione del rapporto tra impresa e finanza in età moderna.

2.1.1 Origini e contesto: un'epoca in trasformazione

La seconda metà del XIX secolo rappresentò un'epoca di profonda trasformazione per l'economia americana. Dopo la fine della Guerra Civile, gli Stati Uniti entrarono in una fase di crescita accelerata, trainata dallo sviluppo delle ferrovie, dall'urbanizzazione e dall'emergere di nuove fonti energetiche. Il petrolio, in particolare, divenne una risorsa strategica per la produzione di kerosene e successivamente per l'industria automobilistica. È in questo contesto che si colloca l'ascesa di John D. Rockefeller, nato nel 1839 a Richford, nello Stato di New York. Fin da giovane, Rockefeller dimostrò una straordinaria capacità organizzativa e un'attitudine spiccatamente razionale alla gestione del rischio. Dopo alcune esperienze nel settore alimentare, decise di investire nella raffinazione del petrolio, individuando in essa il nodo critico della filiera energetica. A differenza di molti concorrenti che puntavano all'estrazione o alla distribuzione, Rockefeller comprese che la raffinazione era il vero cuore della catena del valore, perché permetteva di controllare il passaggio tra materia prima e prodotto finito. Così nel 1870 fondò la Standard Oil Company insieme al fratello William e ad altri soci. L'obiettivo era chiaro: ottenere il controllo completo dell'intero ciclo del petrolio.

2.1.2 L'integrazione verticale: un progetto industriale e finanziario

Nel giro di pochi anni, la Standard Oil si espanse in modo aggressivo, acquistando o eliminando i concorrenti, negoziando tariffe ferroviarie privilegiate (rebates) e costruendo una rete logistica che comprendeva oleodotti, vagoni cisterna, depositi e impianti di distribuzione. Questa strategia di integrazione verticale era però solo la superficie di un progetto ben più ambizioso: l'integrazione

finanziaria dell'impresa. Rockefeller comprese fin da subito che, per sostenere una crescita così rapida e pervasiva, serviva una struttura finanziaria solida, elastica e autonoma. Le relazioni con le banche locali furono coltivate con estrema cura: la Standard Oil divenne una cliente di riferimento per diversi istituti di credito, tra cui la National City Bank of New York (oggi diventata Citibank), che finanziava l'espansione del gruppo in cambio di stabilità e profitti garantiti. Tuttavia, questa relazione non fu mai unidirezionale. Non era la banca a dettare le condizioni, ma l'impresa: la Standard Oil influenzava le scelte di credito, negoziava tassi personalizzati, otteneva proroghe favorevoli, diventando di fatto co-regolatrice del rischio bancario. Questa relazione invertita tra impresa e banca rappresenta una cesura teorica importante: in un'economia "normale", è la banca a valutare l'affidabilità del debitore; nel caso Rockefeller, è l'impresa a decidere quali banche siano affidabili abbastanza da farne parte. Il sistema bancario viene assorbito dentro la strategia industriale. Si tratta di una vera e propria "finanza endogena", in cui l'impresa non solo mobilita risorse, ma struttura il sistema attraverso cui esse vengono allocate.

2.1.3 Il trust come dispositivo di potere

Nel 1882, per consolidare il proprio controllo, Rockefeller introdusse una delle innovazioni istituzionali più importanti della storia del capitalismo: il trust. Fino a quel momento, la Standard Oil si era strutturata come una rete di società autonome, ciascuna con propri statuti e amministratori. Il trust permise di centralizzare il controllo formale e sostanziale: tutte le azioni delle affiliate venivano trasferite a un consiglio ristretto di fiduciari (trustees), che prendevano decisioni strategiche in nome e per conto di tutto il gruppo. Questa soluzione giuridica aggirava le restrizioni imposte dalle leggi statali sulla concorrenza. Il trust non fu solo un escamotage legale, ma un dispositivo di governance ad altissimo potenziale, che anticipava di decenni i meccanismi di consolidamento societario e di controllo piramidale oggi noti nel diritto commerciale. Attraverso questa struttura, Rockefeller riuscì a esercitare un controllo totale su oltre il 90% del mercato americano del petrolio, pur mantenendo un profilo apparentemente conforme alla legalità vigente. È a questo punto che il potere economico si fa sistemico: non è più localizzato, ma distribuito, onnipresente. In parallelo, la Standard Oil divenne una vera e propria piattaforma finanziaria. I profitti venivano reinvestiti in nuove acquisizioni, oppure usati per ottenere quote in banche, ferrovie e imprese siderurgiche. Il gruppo controllava i flussi di cassa in modo centralizzato, utilizzava la leva finanziaria per generare crescita esponenziale, e addirittura esercitava funzioni di credito privato nei confronti di fornitori e distributori. In altre parole, l'impresa si faceva banca.

2.1.4 Il dominio sistemico: informazione, bilancio e controllo

Uno degli aspetti più affascinanti del modello Rockefeller riguarda l'uso dell'informazione finanziaria come strumento di potere. La Standard Oil manteneva una contabilità centralizzata, riservata, rigorosamente controllata. Questo le permetteva di presentarsi come solida agli occhi delle banche e degli investitori, ma anche di spostare utili, abbattere margini, manipolare i prezzi di trasferimento interni e ottimizzare la tassazione. Quella che oggi chiameremmo "ingegneria contabile" era già, nella sua forma embrionale, al centro della strategia del gruppo. Il bilancio diventava così un'arma politica ed economica, capace di disegnare una realtà aziendale più utile che veritiera. Le banche, i concorrenti e persino i regolatori dovevano confrontarsi con un soggetto che dominava il campo semantico della finanza, imponendo i propri standard, le proprie metriche, i propri linguaggi. Il potere di Rockefeller non derivava solo dalla quantità di capitale controllato, ma dalla capacità di definire il significato stesso del capitale.

2.1.5 Reazione pubblica e risposta normativa

Questo potere sistemico non passò inosservato. A partire dagli anni '80 del XIX secolo, una crescente parte dell'opinione pubblica e dell'intelligenza americana iniziò a denunciare i rischi legati alla concentrazione economica. La giornalista Ida Tarbell, con la sua inchiesta monumentale "*The History of the Standard Oil Company*", svelò le pratiche, i monopoli, le collusioni con le ferrovie e le banche, contribuendo a creare un clima favorevole all'intervento pubblico. Nel 1890, il Congresso approvò il Sherman Antitrust Act, la prima legge federale volta a contrastare le concentrazioni eccessive di potere economico. Tuttavia, ci vollero oltre vent'anni perché questa legge producesse effetti concreti. Solo nel 1911, la Corte Suprema degli Stati Uniti decretò la dissoluzione della Standard Oil, ordinando la divisione in 34 società indipendenti. Eppure, anche questa apparente sconfitta non segnò la fine dell'impero Rockefeller. Molte delle società nate dallo smembramento, tra cui Exxon, Mobil e Chevron, rimasero legate da rapporti finanziari e di governance. In altri termini, il potere non fu eliminato, ma riformulato in una forma più compatibile con il nuovo ordine legale.

2.1.6 Legacy teorica e implicazioni contemporanee

Il caso Rockefeller rappresenta un laboratorio storico di grande rilevanza teorica. Esso mostra come il potere finanziario sia ma una forma autonoma e organizzata di influenza sistemica. La Standard Oil fu la prima grande impresa moderna a dimostrare che chi controlla il credito, controlla l'industria, e che il capitale finanziario può essere non solo intermediato, ma anche *prodotto* internamente all'impresa stessa. Dal punto di vista delle teorie sull'intermediazione, il caso mostra una chiara anticipazione di ciò che oggi definiamo "shadow banking" o "intermediazione disintermediata": un sistema in cui attori non bancari svolgono funzioni tipiche delle banche, ma senza essere soggetti alla stessa regolazione. Inoltre, l'esperienza della Standard Oil fornisce un esempio concreto di come l'asimmetria informativa, la concentrazione del potere e l'accesso privilegiato alla finanza possano generare strutture di mercato non concorrenziali, se non addirittura oligopolistiche. Le implicazioni per il dibattito contemporaneo sulla regolazione finanziaria, la vigilanza sistemica e la trasparenza sono evidenti: il capitalismo moderno continua a confrontarsi con il dilemma irrisolto tra efficienza e concentrazione, tra innovazione e abuso di potere.

Rockefeller non fu solo il padre del capitalismo industriale americano, ma anche il fondatore di una nuova forma di potere finanziario-aziendale, dove gli effetti si estendono ben oltre la sua epoca. La sua eredità costituisce un punto di partenza per chi voglia comprendere le complesse dinamiche tra grandi imprese e sistema finanziario. Non a caso, nel lessico politico ed economico statunitense, il termine "Rockefeller" non designa più da tempo una persona, ma un paradigma.

2.2 Il ruolo del sistema bancario nel rafforzare il potere industriale

Il sistema bancario, ben lontano dall'essere un semplice passaggio tecnico tra risparmio e impiego, costituisce l'infrastruttura strategica che consente alle grandi imprese di espandere il proprio potere e consolidare la propria posizione dominante all'interno dell'economia di mercato. La banca, nella sua doppia veste di soggetto creditizio e di attore nel mercato, non agisce solo come erogatore di fondi, ma come selezionatore e approvatore delle strategie industriali. Riprendendo la questione della neutralità, qui si osserva come l'allocazione del credito diventi uno strumento di selezione industriale, funzionale alla concentrazione del potere. In tale contesto, le grandi imprese godono di vantaggi strutturali sistemici, derivanti non solo dalla dimensione o dall'efficienza, ma anche dalla possibilità di presentarsi come controparti privilegiate nel rapporto banca-cliente. Una delle principali dinamiche che favorisce questo meccanismo risiede nella struttura del bilancio bancario e nel funzionamento della regolamentazione patrimoniale. Secondo gli standard di Basilea III, le banche devono mantenere un rapporto minimo tra capitale regolamentare e attività ponderate per il rischio (Risk-Weighted

Assets, RWA). Le grandi imprese, grazie a rating elevati, informazioni finanziarie pubbliche e storicità della relazione, tendono ad avere una ponderazione del rischio più bassa rispetto a una PMI, il che si traduce in un minor assorbimento di capitale da parte della banca. In termini pratici, finanziare una grande impresa “costa” meno alla banca in termini di vincoli patrimoniali. Questa struttura incentiva una concentrazione dell’attività di credito verso controparti corporate consolidate, a discapito dell’accesso al credito per imprese più piccole o meno strutturate. Ma non si tratta solo di vincoli regolamentari. La logica interna della gestione bancaria prevede una continua ottimizzazione del portafoglio crediti, guidata da modelli di valutazione basati sul rischio, sulla redditività attesa e sulla probabilità di default. I criteri *basel-compliant* influenzano l’intera strategia bancaria: dalle policy di pricing del credito alla selezione dei settori industriali preferiti, fino alla predisposizione dei covenants contrattuali. In questo contesto, le grandi imprese godono di una sorta di “premium client status”, grazie al quale possono negoziare condizioni più favorevoli, accedere a strumenti creditizi più flessibili e beneficiare di una relazione duratura con l’intermediario. Il fenomeno del “relationship lending”, ampiamente trattato nei materiali del corso, rappresenta una leva fondamentale in questo processo. Le relazioni stabili nel tempo tra banca e impresa riducono le asimmetrie informative, permettono una valutazione più qualitativa e meno rigida del merito creditizio, e soprattutto fidelizzano il cliente all’intermediario, garantendo alla banca flussi di reddito ricorrenti e un maggiore potere contrattuale. Tuttavia, questo meccanismo diventa fortemente selettivo: le banche sono incentivate a costruire relazioni con attori stabili e prevedibili, escludendo dal circuito del credito soggetti percepiti come “fragili” o “non sufficientemente noti”, anche quando potenzialmente innovativi o redditizi. In tal modo, il sistema bancario non solo riflette, ma amplifica le disuguaglianze esistenti nel sistema industriale.

A ciò si aggiunge l’evoluzione dell’attività bancaria verso forme sempre più complesse di ingegneria finanziaria. Le grandi imprese accedono a un ventaglio di prodotti sofisticati, come prestiti sindacati, emissioni obbligazionarie assistite da banche d’investimento, che permettono una gestione dinamica del fabbisogno finanziario. Uno degli strumenti più emblematici di questa trasformazione è la “cartolarizzazione”: le banche possono “impacchettare” i crediti concessi a clienti corporate, trasformarli in titoli negoziabili e venderli sul mercato, liberando risorse patrimoniali e accrescendo la propria capacità di erogare nuovi prestiti. Ma la cartolarizzazione funziona bene solo se i crediti sottostanti sono considerati di alta qualità, ovvero se riguardano imprese con rating elevati e track record consolidato. Le imprese minori, prive di questi requisiti, restano escluse da questa filiera, confinandosi nei canali tradizionali del credito, più costosi e più rigidi. La conseguenza è che la banca moderna funziona come una struttura bifronte: da un lato, produce valore finanziario attraverso l’interazione con imprese strutturate, dall’altro mantiene una relazione bancaria convenzionale con attori minori, spesso meno redditizi e più rischiosi. Questa dinamica non è neutrale: essa orienta l’intero sistema economico verso una concentrazione del potere industriale, sostenuta e incentivata dalla logica stessa dell’intermediazione. Il rischio, in questo caso specifico, è che la banca diventi non più un facilitatore dell’economia reale, ma un selezionatore delle élite economiche, definendo chi ha accesso al capitale e chi ne resta escluso. La funzione allocativa viene così subordinata alla funzione conservativa del rischio: si premiano i soggetti che già dispongono di capitale e si penalizzano quelli che potrebbero averne bisogno per innovare, crescere o competere. In parallelo, il ruolo della vigilanza bancaria si è evoluto verso un approccio macroprudenziale, che non guarda più solo alla solidità dei singoli intermediari, ma alla stabilità dell’intero sistema. Questo tipo di vigilanza, come mostrano le slide dedicate alla regolamentazione, impone requisiti di capitale anticiclici, obblighi di stress testing e valutazioni periodiche della concentrazione dei rischi. Tuttavia, questi strumenti hanno un effetto collaterale rilevante: nei momenti di crisi o incertezza, le banche tendono a ridurre il credito alle imprese meno consolidate, accentuando la selezione ex ante dei clienti “sicuri”. Le grandi imprese, grazie alla loro posizione, riescono a sopravvivere anche in fasi avverse, mentre le altre vengono espulse dal mercato o costrette a cercare fonti alternative, spesso più costose o opache. Questo squilibrio è particolarmente rilevante nei sistemi economici in cui le PMI rappresentano una

quota significativa del tessuto produttivo. In Italia, ad esempio, l'asimmetria tra grandi imprese bancabili e PMI sottocapitalizzate è una delle cause principali della fragilità del sistema industriale. Le banche, pur riconoscendo l'importanza delle PMI, sono soggette a logiche di ottimizzazione patrimoniale che le spingono a concentrare il credito su attori "investment grade". In termini teorici, ciò contraddice l'assunto classico dell'intermediazione bancaria come attività di "delegated monitoring", in cui la banca dovrebbe avere un vantaggio comparato nella valutazione e nel monitoraggio di soggetti opachi. Nella pratica, però, le banche preferiscono ridurre i costi informativi affidandosi a sistemi di rating standardizzati, il che penalizza proprio le imprese più piccole o atipiche.

Un altro aspetto rilevante riguarda la funzione di "creazione del credito" svolta dalle banche commerciali. A differenza di quanto comunemente percepito, le banche non si limitano a intermediare risparmio, ma creano nuova moneta attraverso la concessione di prestiti. Questa funzione, centrale nei modelli post-keynesiani, implica una responsabilità sistemica nella scelta dei destinatari del credito. Se la creazione monetaria è indirizzata prevalentemente verso le grandi imprese, si genera un circuito chiuso di finanziamento autoreferenziale che rafforza le concentrazioni esistenti. Al contrario, una distribuzione più equa del credito potrebbe stimolare concorrenza, innovazione e dinamismo economico. Tuttavia, il sistema bancario tende ad operare secondo una logica opposta, in cui il capitale fluisce dove già esiste potere contrattuale, visibilità e solidità. Questo meccanismo genera un paradosso: le imprese che avrebbero più bisogno di credito per crescere ne ricevono meno, mentre quelle che potrebbero autofinanziarsi accedono a condizioni di credito estremamente vantaggiose. In conclusione, il sistema bancario non è solo un intermediario finanziario, ma un attore strutturale nella distribuzione del potere economico. Attraverso le scelte di allocazione del credito, la gestione del rischio, le relazioni di lungo periodo e l'accesso a strumenti avanzati, le banche contribuiscono a definire chi può crescere, chi può innovare e chi, invece, resterà marginale. In un'economia sempre più finanziarizzata, comprendere il ruolo sistemico delle banche è fondamentale per interpretare le dinamiche di concentrazione industriale, le barriere all'ingresso e le disuguaglianze di accesso al capitale.

2.3 Jordan Belfort: una distorsione del mercato attraverso la finanza speculativa

Se John D. Rockefeller rappresenta il paradigma della potenza industriale sostenuta da una strategia finanziaria coerente e visionaria, Jordan Belfort ne incarna la versione degenerata, speculativa, corrosiva. Mentre il primo ha utilizzato la finanza come leva per consolidare un sistema produttivo reale, il secondo ha impiegato il denaro come strumento di illusione, di estrazione, di manipolazione sistematica del valore. La figura di Belfort, resa celebre dal successo mediatico del film *The Wolf of Wall Street*, va al di là del personaggio cinematografico: essa rappresenta una fase storica del capitalismo americano, un periodo in cui la deregolamentazione finanziaria, l'ingresso massivo del pubblico retail nei mercati e la crescente opacità dell'intermediazione hanno generato un terreno fertile per forme deviate e sistemiche di sfruttamento finanziario. Analizzare la vicenda di Jordan Belfort significa, dunque, entrare nel cuore di un modello di mercato malato, in cui la funzione allocativa del capitale è stata sovvertita, e il profitto non derivava più dall'efficienza o dall'innovazione, ma dalla capacità di indurre una percezione falsata del valore. La sua parabola si inserisce pienamente nella dinamica storica avviata negli Stati Uniti dagli anni Ottanta, quando le politiche di liberalizzazione dei mercati finanziari e la graduale erosione delle barriere regolatorie hanno reso possibile l'emersione di soggetti finanziari ibridi, capaci di operare ai margini della legalità con impunità operativa e potere di mercato.

La *Stratton Oakmont*, fondata da Belfort nel 1989, era formalmente una società di brokeraggio specializzata in investimenti azionari. Nella realtà, era un vero e proprio laboratorio di manipolazione

del mercato. In un'epoca in cui la finanza stava diventando sempre più accessibile al cittadino medio, la Stratton Oakmont intercettava una domanda crescente di opportunità di guadagno, facendo leva su leve psicologiche ben calibrate: l'avidità, l'ignoranza finanziaria, il desiderio di successo economico in tempi brevi. L'impresa funzionava come una macchina retorica: i suoi venditori non vendevano azioni, ma sogni e non proponevano investimenti, ma stili di vita. Il modello operativo era fondato su una struttura aggressiva, motivazionale, quasi settaria. Ogni giorno, decine di giovani broker venivano addestrati a convincere telefonicamente piccoli investitori a puntare su titoli sconosciuti e scarsamente capitalizzati, facendoli passare per opportunità esclusive e ad alto rendimento. In realtà, si trattava per lo più di titoli OTC, non quotati su mercati regolamentati, selezionati proprio per la loro volatilità e manipolabilità. L'intero impianto si reggeva su una strategia nota come *pump and dump*. Belfort ed i suoi collaboratori acquistavano grandi quantità di azioni a basso prezzo, poi, attraverso una campagna di vendita martellante, ne gonfiavano artificialmente il valore fino a farle salire a livelli insostenibili. Quando il prezzo raggiungeva il picco, gli insider vendevano le loro partecipazioni, lasciando i piccoli investitori con titoli ormai svalutati. Il profitto era garantito dall'effetto della speculazione, mentre le perdite erano completamente socializzate tra i clienti truffati.

Il punto fondamentale, ai fini della tesi, non è tanto la tecnica operativa quanto la logica sistemica sottostante. Belfort non agiva come un criminale comune: egli agiva all'interno di un sistema finanziario che aveva lasciato spazi aperti alla manipolazione, in cui i controlli erano lenti, frammentari e spesso inefficaci, e in cui la separazione tra ciò che era formalmente legale e ciò che era eticamente legittimo era stata completamente erosa. La Stratton Oakmont prosperò per quasi un decennio non perché nascosta, ma perché tollerata da un ecosistema bancario e finanziario che traeva vantaggi, diretti o indiretti, da tali dinamiche. La Securities and Exchange Commission (SEC) intervenne tardi e con difficoltà. Pur avendo avviato ispezioni già a partire dai primi anni Novanta, l'autorità di vigilanza americana incontrò ostacoli strutturali nell'accertare le irregolarità. La mancanza di trasparenza nei mercati OTC e la rapidità con cui le operazioni venivano eseguite rendevano difficile la raccolta di prove definitive. Belfort, inoltre, si circondò di una rete di professionisti, avvocati, contabili, consulenti, che contribuirono ad allungare i tempi delle indagini ed anche a costruire una parvenza di legalità. Solo nel 1999 la Stratton Oakmont fu ufficialmente chiusa, e Belfort fu condannato a una pena detentiva e a risarcimenti multimilionari.

Tuttavia, ciò che emerge da questa vicenda è un elemento che va ben oltre le responsabilità individuali. Il modello Belfort evidenzia una crisi strutturale della funzione finanziaria. L'intermediazione serve ad allocare il capitale verso i progetti più produttivi, a gestire il rischio e a facilitare la crescita economica. Nel caso della Stratton Oakmont, essa è stata trasformata in un dispositivo espropriativo, in cui il capitale veniva attratto non per generare valore, ma per essere drenato. Nel modello Belfort, la funzione allocativa si rovescia completamente: non si tratta più di indirizzare il capitale, ma di attrarlo in un gioco di specchi. Questa inversione della logica finanziaria ha implicazioni profonde anche sul piano della fiducia sistemica. Ogni sistema finanziario si regge su un patto implicito di affidabilità tra intermediari e risparmiatori, tra emittenti e regolatori. Belfort ha violato questo patto in modo sistemico, sfruttando la debolezza delle istituzioni e la vulnerabilità culturale degli investitori. La sua parabola mostra come il potere finanziario possa non solo produrre concentrazione economica, ma anche distruggere capitale fiduciario, cioè quel tessuto invisibile di aspettative e relazioni che consente ai mercati di funzionare. In questo senso, Belfort rappresenta il contrario esatto di Rockefeller. Mentre il fondatore della Standard Oil costruiva una struttura d'impresa destinata a durare e a stabilizzare il proprio settore, il "*lupo di Wall Street*" operava su orizzonti brevi, puntando al massimo rendimento individuale anche a costo della dissoluzione del mercato stesso; Il primo aveva un progetto sistemico, il secondo una visione opportunistica.

La vicenda di Jordan Belfort rappresenta un tassello fondamentale per comprendere le patologie del capitalismo finanziario contemporaneo. Essa ci mostra come, in assenza di vincoli normativi efficaci, l'intermediazione possa degenerare in pratica predatoria; come la fiducia possa essere convertita in vulnerabilità; come il mercato possa diventare spazio di espropriazione anziché di incontro tra domanda e offerta di capitale. Ma, soprattutto, ci ricorda che la finanza, per funzionare, ha bisogno di istituzioni forti, regole chiare e cultura diffusa. Dove questi elementi mancano, il sistema si espone a derive speculative che, come nel caso della Stratton Oakmont, non distruggono solo risparmi individuali, ma intaccano la legittimità stessa del mercato come strumento di sviluppo.

2.4 Lettura comparata: dalla concentrazione virtuosa all'intermediazione deviata

Confrontare Rockefeller e Jordan Belfort non significa semplicemente giustapporre due figure emblematiche dell'economia americana, ma mettere a confronto due archetipi contrapposti del rapporto tra impresa e sistema finanziario, che riflettono logiche, strumenti e finalità profondamente differenti. Entrambi gli attori hanno costruito la propria fortuna attraverso la finanza, ma la direzione di marcia e la natura del rapporto con il sistema sono state radicalmente divergenti: da un lato, un modello di integrazione profonda tra industria e credito, finalizzato alla costruzione di un impero produttivo e duraturo; dall'altro, una distorsione opportunistica dell'intermediazione finanziaria, orientata all'estrazione predatoria di valore in assenza di qualsiasi contenuto economico reale. La lettura comparata di questi due casi consente di isolare alcune categorie analitiche fondamentali per comprendere l'evoluzione del capitalismo contemporaneo: il ruolo della fiducia, la funzione allocativa della finanza, la natura del rischio sistemico, il valore dell'informazione, la relazione tra regolamentazione e innovazione, e infine il concetto stesso di impresa.

Il primo asse comparativo riguarda la natura del legame tra impresa e finanza. Nel modello Rockefeller, il rapporto con il sistema bancario non è episodico o strumentale, ma strutturale e simbiotico. La Standard Oil non si limita a ricevere credito: lo organizza, lo disciplina, lo stabilizza nel tempo. L'impresa diventa un polo attrattivo per le banche, che vi vedono un cliente strategico, capace di restituire valore, generare economie di scala e offrire garanzie sistemiche. Questo tipo di relazione è mutuamente rafforzante; la banca consolida il proprio ruolo nel sistema economico finanziando un attore che produce stabilità e valore, mentre l'impresa ottiene risorse a condizioni privilegiate, accrescendo il proprio vantaggio competitivo. Nel caso Belfort, invece, la finanza non è una rete da costruire ma un ambiente da sfruttare. Stratton Oakmont si inserisce in una nicchia del sistema e ne sfrutta tutte le debolezze: l'assenza di requisiti informativi stringenti, la scarsa vigilanza ex-ante, la bassa trasparenza nella formazione dei prezzi. Il rapporto con il sistema bancario tradizionale è assente, se non in funzione strumentale: l'unico capitale utile è quello del piccolo investitore, facilmente manipolabile attraverso narrazioni persuasive. Il sistema non è co-costruito, ma abusato.

Il secondo asse riguarda la funzione allocativa. Il caso Rockefeller dimostra come, pur in assenza di una regolamentazione antitrust matura, la finanza possa essere indirizzata verso usi produttivi: la costruzione di oleodotti, la standardizzazione dei processi di raffinazione, la creazione di infrastrutture logistiche e la nascita di una rete integrata di distribuzione. L'impresa diventa un centro di trasformazione della finanza in capitale produttivo. Anche se il processo porta a una concentrazione estrema, l'effetto netto è lo sviluppo di un settore industriale nevralgico, con impatti duraturi sull'intera economia. Nel caso Belfort, la funzione allocativa è totalmente assente: la finanza non viene convertita in investimento, ma in guadagno individuale. I capitali raccolti non finanziano crescita, ma alimentano un circuito chiuso di speculazione, in cui il profitto di pochi è condizionato dalla perdita sistematica di molti. Le imprese collocate da Stratton Oakmont non esistono in quanto

progetti economici, ma in quanto strumenti narrativi. Il capitale non viene impiegato per produrre valore, ma per legittimare la bolla. Si tratta di un'inversione radicale della logica finanziaria: l'investimento non è un atto di fiducia nel futuro, ma una scommessa su una finzione temporanea.

Il terzo asse di confronto è il trattamento del rischio. La Standard Oil, pur operando in un ambiente instabile, gestisce il rischio in modo strategico: diversifica i prodotti, integra verticalmente la catena del valore, stipula contratti di lungo termine, negozia condizioni tariffarie con le ferrovie, e mantiene relazioni stabili con le banche. Il rischio è distribuito, anticipato, coperto. Nel modello Belfort, il rischio è interamente trasferito all'esterno: l'impresa vende prodotti tossici, crea bolle artificiali e, nel momento in cui il sistema collassa, scarica le perdite sugli investitori. Non esiste un sistema di gestione del rischio, ma solo una strategia di esternalizzazione totale. L'impresa stessa è concepita come un'entità temporanea, destinata a scomparire dopo aver estratto valore. In questo contesto, la gestione del rischio non è parte della governance, ma una variabile irrilevante. È il trionfo dell'opportunismo.

Il quarto asse è quello dell'informazione. Rockefeller comprende presto che il controllo dell'informazione finanziaria è un elemento decisivo per ottenere fiducia e consolidare potere. La Standard Oil centralizza la contabilità, crea flussi informativi chiari verso le banche, e costruisce una reputazione di affidabilità. L'informazione è un asset strategico. Belfort, invece, usa l'informazione come leva di manipolazione: falsifica prospetti, altera valutazioni, fabbrica report, addestra i venditori alla mistificazione. L'informazione perde valore intrinseco e diventa uno strumento di persuasione emotiva. La fiducia, in questo modello, non nasce da una relazione stabile, ma da una performance retorica. Il valore del titolo non dipende dalla solidità dell'impresa, ma dalla capacità del broker di vendere una storia convincente. Il mercato, così, diventa un teatro.

Il quinto asse comparativo è la regolamentazione. Il caso Rockefeller si sviluppa in un contesto di vuoto normativo, ma genera una risposta legislativa potente: lo Sherman Antitrust Act del 1890, la sentenza della Corte Suprema del 1911, e infine la nascita di un approccio più maturo al controllo delle concentrazioni. Anche se il potere della Standard Oil non viene del tutto smantellato, il caso diventa un punto di svolta nella costruzione del diritto antimonopolistico. Il modello Belfort si colloca invece in un contesto formalmente regolato, ma debolmente presidiato. Le autorità esistono, ma intervengono tardi. Le norme ci sono, ma non vengono applicate con efficacia. La SEC si trova impreparata ad affrontare la velocità e la frammentazione delle pratiche speculative. Il problema, in questo caso, non è l'assenza di legge, ma la distanza tra regola e enforcement. L'arbitraggio regolamentare è sistemico. La fiducia istituzionale viene erosa dall'interno. Emerge qui la necessità di una vigilanza che non sia solo reattiva, ma anticipatrice, dinamica, tecnologicamente equipaggiata.

Il sesto asse, forse il più importante, è la definizione stessa di impresa. Per Rockefeller, l'impresa è un sistema: integra produzione, logistica, finanza e governance. È un'entità complessa, che vive nel tempo, accumula sapere, assume rischi e genera esternalità positive. È un attore economico e istituzionale. Per Belfort, l'impresa è un dispositivo: serve a legittimare una funzione speculativa, non ha contenuto produttivo, non mira alla sopravvivenza. È un'entità fragile, reversibile, opaca. In questo senso, la lettura comparata mostra come la finanza possa servire due scopi radicalmente diversi: costruire valore o estrarlo, sostenere la crescita o facilitare l'inganno, creare reti stabili o generare bolle effimere. Il sistema finanziario è, in entrambi i casi, il veicolo, ma le destinazioni sono opposte.

Alla luce di quanto detto, il confronto tra Rockefeller e Belfort non è solo una dialettica tra bene e male, tra produzione e frode, tra sistema e patologia. È soprattutto una riflessione sulla natura bifronte della finanza: potente motore di sviluppo, ma anche potenziale strumento di abuso. Entrambi i modelli si basano sull'accesso al capitale, sull'uso strategico dell'informazione, sulla costruzione della fiducia. Ma uno lo fa attraverso la produzione di valore reale, l'altro attraverso la manipolazione della

percezione. Il caso Rockefeller mostra che l'integrazione tra industria e finanza può creare imperi resilienti, ma anche concentrazioni pericolose. Il caso Belfort dimostra che la finanziarizzazione senza regolazione può generare rendimenti immediati ma distruggere il tessuto fiduciario del mercato.

Questa lettura comparata ci conduce infine a un punto teorico cruciale per l'intera tesi: il rapporto tra finanza e impresa non è neutro, ma strutturante. Esso definisce il tipo di economia che si genera, la distribuzione del potere, l'allocazione delle risorse, e il grado di equità del sistema. Capire se una grande impresa si serve della finanza per crescere, innovare e stabilizzarsi, oppure per estrarre valore in modo opaco e transitorio, è la chiave per distinguere tra capitalismo produttivo e capitalismo predatorio. Entrambi si nutrono di finanza, ma ne fanno un uso radicalmente diverso. È qui che la regolazione pubblica e la cultura economica giocano un ruolo decisivo: nel riconoscere e valorizzare i modelli virtuosi, e nel prevenire e sanzionare quelli distruttivi.

Capitolo 3 – Prospettive contemporanee e rischi emergenti

3.1 Le sfide attuali nel rapporto tra impresa e finanza

Negli ultimi decenni il rapporto tra impresa e sistema finanziario ha subito una trasformazione profonda, che non può essere interpretata come un semplice adattamento tecnico degli strumenti di finanziamento. Si tratta di un cambiamento strutturale, capace di ridefinire le priorità strategiche aziendali, la configurazione dei mercati e il ruolo stesso della finanza nell'economia reale. La dimensione finanziaria, da sempre componente indispensabile per sostenere gli investimenti produttivi, è progressivamente divenuta un fattore primario, spesso predominante, in grado di condizionare direttamente le scelte industriali e le traiettorie di sviluppo. Questa evoluzione, comunemente definita come processo di finanziarizzazione, implica che la logica di creazione del valore non sia più strettamente ancorata a parametri produttivi, occupazionali o innovativi, ma si misuri in larga parte attraverso indicatori di performance finanziaria, dal rendimento del capitale investito all'andamento del titolo azionario.

Alla base di tale metamorfosi vi sono fattori convergenti. La globalizzazione dei mercati e la liberalizzazione dei movimenti di capitale hanno accresciuto la competizione per l'attrazione degli investimenti, consentendo alle imprese di accedere a fonti di finanziamento su scala globale ma, al tempo stesso, esponendole a una volatilità maggiore. L'innovazione tecnologica, applicata tanto ai sistemi di pagamento quanto all'intermediazione del credito, ha reso più agevole e veloce la circolazione dei capitali, favorendo la nascita di strumenti complessi e piattaforme digitali che consentono operazioni di raccolta fondi e investimento senza precedenti in termini di velocità e ampiezza geografica. La progressiva trasformazione delle banche, passate dal ruolo di intermediari puri a conglomerati che integrano credito, gestione patrimoniale, investment banking e servizi fintech, ha ridefinito la mappa degli attori in campo, introducendo dinamiche nuove nel rapporto tra finanza e impresa. In questo contesto, la distribuzione dell'accesso al capitale è tutt'altro che omogenea. Le grandi imprese, grazie a una reputazione consolidata, alla disponibilità di bilanci certificati e a una capacità di diversificare il rischio su scala internazionale, possono ricorrere con facilità al mercato obbligazionario, attrarre investitori istituzionali e negoziare condizioni favorevoli con il sistema bancario. Le piccole e medie imprese, invece, soffrono ancora di un deficit informativo che le penalizza, costringendole a ricorrere a canali di finanziamento più costosi o a forme alternative, come il capitale di rischio, che pur garantendo liquidità immediata impone spesso un orizzonte temporale breve e logiche di rendimento incompatibili con la pianificazione industriale di lungo periodo. La letteratura economica sull'asimmetria informativa, così come l'analisi delle autorità europee, conferma che questa disparità non solo limita le opportunità di crescita per le PMI, ma contribuisce anche a consolidare posizioni di potere economico in mano a un numero ristretto di grandi operatori, accentuando rischi sistemici come il "too big to fail".

La disintermediazione bancaria rappresenta un altro aspetto di rilievo. Sempre più imprese scelgono di bypassare le banche per rivolgersi direttamente ai mercati dei capitali o a piattaforme di intermediazione alternative, riducendo così il peso degli istituti tradizionali nelle dinamiche di finanziamento. Se da un lato questo fenomeno ha favorito una maggiore efficienza allocativa e un ampliamento delle possibilità di raccolta, dall'altro ha messo in discussione il ruolo di monitoraggio e valutazione del merito creditizio che le banche esercitavano, aprendo la strada a nuovi rischi di instabilità. Gli istituti di credito hanno reagito ampliando il proprio spettro operativo, ma la crescente esposizione a rischi di mercato e a operazioni speculative rende più complessa la gestione complessiva della stabilità finanziaria. Eventi come il fallimento della Silicon Valley Bank nel 2023 dimostrano quanto anche operatori considerati solidi possano rivelarsi vulnerabili di fronte a squilibri tra raccolta e impieghi, soprattutto in fasi di rapido mutamento del contesto macroeconomico.

Parallelamente, l'emergere e l'espansione dello *shadow banking* hanno introdotto un'ulteriore variabile di complessità. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, gli intermediari non bancari detengono oggi oltre la metà degli asset finanziari mondiali, operando in un quadro normativo meno stringente e con vincoli di trasparenza inferiori rispetto al settore bancario tradizionale. Per le imprese, l'accesso a queste forme di finanziamento può rappresentare un'opportunità di crescita rapida, ma il rovescio della medaglia è l'esposizione a fonti di capitale potenzialmente instabili, soggette a ritiro improvviso e meno integrate nei meccanismi di gestione della crisi previsti dalle autorità di vigilanza. Episodi come la crisi dei fondi immobiliari tedeschi tra il 2020 e il 2021 hanno mostrato con chiarezza come l'assenza di regole uniformi possa amplificare shock di fiducia e generare effetti a catena sull'economia reale.

A tutto ciò si aggiunge il ruolo, sempre più rilevante, delle tecnologie digitali. Piattaforme di *peer-to-peer lending*, operazioni di *crowdfunding*, offerte iniziali di token e infrastrutture di finanza decentralizzata (DeFi) stanno modificando profondamente il modo in cui le imprese reperiscono capitale. Si tratta di strumenti potenzialmente inclusivi, capaci di aprire le porte del mercato anche a operatori di piccola dimensione o con progetti altamente innovativi, ma che presentano al contempo rischi notevoli: volatilità estrema, vulnerabilità informatiche, possibilità di frodi e assenza di standard regolatori condivisi. Le autorità europee, come ESMA ed EBA, hanno avviato negli ultimi anni un processo di regolamentazione delle cripto-attività e delle piattaforme digitali, ma la velocità dell'innovazione resta superiore alla capacità di risposta normativa, creando inevitabilmente aree grigie di rischio.

Il processo di finanziarizzazione ha anche inciso sul modo in cui le imprese concepiscono la propria missione e i propri obiettivi. L'attenzione crescente verso indicatori di ritorno finanziario immediato ha favorito pratiche come il riacquisto di azioni proprie, la distribuzione di dividendi straordinari e la riduzione degli investimenti in capitale fisico e umano, nella convinzione che la soddisfazione delle aspettative di breve periodo degli investitori costituisca la priorità. Questo approccio rischia di compromettere la capacità dell'impresa di sostenere percorsi di crescita sostenibile, innovazione di lungo termine e responsabilità sociale.

In un contesto così articolato, il rapporto tra impresa e finanza si configura come un sistema complesso, in cui logiche di mercato, vincoli regolatori, esigenze di capitale e aspettative degli stakeholder si intrecciano in modo indissolubile. Le sfide non riguardano soltanto la disponibilità di strumenti o la diversificazione delle fonti di finanziamento, ma investono la struttura stessa del capitalismo contemporaneo, ponendo interrogativi sulla capacità di bilanciare efficienza allocativa, stabilità sistemica e sviluppo inclusivo. Affrontare tali sfide richiede un impegno congiunto di imprese, autorità di vigilanza e investitori, volto a ristabilire un equilibrio in cui la finanza torni a essere al servizio dell'economia reale e non viceversa. Solo in questo modo sarà possibile garantire che la crescita economica, pur in un ambiente globale competitivo e tecnologicamente avanzato, mantenga salde le proprie radici nella creazione di valore produttivo e nella coesione sociale.

3.2 L'intermediazione alternativa e l'ombra delle concentrazioni

Negli ultimi due decenni il sistema finanziario globale ha visto emergere e consolidarsi un insieme sempre più articolato di forme di intermediazione che si collocano al di fuori dei canali bancari tradizionali. Questa evoluzione, frutto della convergenza tra innovazione tecnologica, apertura dei mercati dei capitali e ricerca di rendimento in un contesto caratterizzato da fasi prolungate di bassi tassi d'interesse, ha trasformato radicalmente il panorama dell'offerta di finanziamenti alle imprese. La cosiddetta "intermediazione alternativa" non rappresenta soltanto un insieme eterogeneo di attori

e strumenti, ma costituisce ormai un segmento strutturale del sistema finanziario, in grado di influenzare dinamiche macroeconomiche e scelte strategiche aziendali.

L'elemento distintivo di questo fenomeno è la sua varietà interna. Nel novero dell'intermediazione alternativa rientrano fondi di private equity e di venture capital, fondi hedge, piattaforme di *peer-to-peer lending* e *crowdfunding*, veicoli di cartolarizzazione, fondi di private debt, società di gestione di crediti deteriorati e, più in generale, l'universo dello *shadow banking*. Questi operatori condividono due caratteristiche principali: un grado di regolamentazione generalmente meno stringente rispetto alle banche e una maggiore flessibilità operativa, che consente loro di assumere rischi più elevati e di adottare strategie di investimento mirate a massimizzare il rendimento in tempi relativamente brevi. Per le imprese, specialmente quelle innovative o con profili di rischio che mal si conciliano con il credito bancario tradizionale, questi canali rappresentano una fonte di capitale preziosa e, in alcuni casi, l'unica opzione per sostenere la crescita o avviare progetti ad alta intensità di capitale.

Il private equity e il venture capital sono esempi paradigmatici di questa dinamica. Negli ultimi anni hanno finanziato gran parte dell'ecosistema delle start-up tecnologiche, in particolare nei settori legati all'intelligenza artificiale, alle energie rinnovabili, alla biotecnologia e alla digitalizzazione dei servizi. La capacità di questi fondi di fornire non solo capitale, ma anche competenze manageriali e accesso a reti di contatti internazionali, ha reso possibile la scalabilità di imprese nate in contesti locali fino a trasformarle in operatori globali. Tuttavia, l'allocazione di tali capitali non è priva di distorsioni: i grandi fondi tendono a concentrare le proprie risorse su pochi progetti percepiti come ad alto potenziale, spesso situati in hub tecnologici già consolidati, trascurando mercati periferici o iniziative con orizzonti di redditività più lunghi.

Questa selettività alimenta un fenomeno di concentrazione economica che merita attenzione. Quando i capitali si concentrano in un numero ristretto di imprese, queste acquisiscono un vantaggio competitivo difficilmente colmabile dai concorrenti, non solo in termini di risorse finanziarie, ma anche di capacità di attrarre talenti, tecnologia e visibilità mediatica. Ciò può portare a una polarizzazione del mercato, in cui pochi attori dominano interi segmenti, rafforzando la loro posizione attraverso acquisizioni strategiche e accordi di esclusiva con fornitori e distributori.

A completare il quadro vi è l'espansione di strumenti digitali di finanziamento diretto, come il *crowdfunding* e il *peer-to-peer lending*. Queste piattaforme hanno abbassato le barriere di ingresso al mercato dei capitali, consentendo a piccole imprese e progetti innovativi di accedere a risorse finanziarie da una platea globale di investitori, spesso senza la mediazione di un intermediario tradizionale. La rapidità di raccolta, la possibilità di raccontare direttamente il proprio progetto e la trasparenza percepita dal pubblico hanno contribuito a diffondere questi strumenti. Tuttavia, la loro regolamentazione rimane in molti casi frammentaria e incompleta, con conseguenti vulnerabilità. Episodi di frodi, insolvenze improvvise o gestione opaca dei fondi raccolti hanno messo in luce i rischi intrinseci a un mercato in cui la fiducia si basa più sulla reputazione online che su controlli strutturati.

L'intermediazione alternativa non è però un universo isolato dal sistema tradizionale. Al contrario, esiste una forte interconnessione, sia sul piano operativo sia su quello finanziario. Molti fondi alternativi si finanziano attraverso linee di credito concesse da banche o collocano i propri prodotti tramite reti distributive bancarie. Questo legame implica che eventuali shock in uno dei due sistemi possano rapidamente propagarsi all'altro, amplificando gli effetti di crisi. La storia recente offre esempi significativi: le difficoltà di liquidità di alcune società di gestione di crediti deteriorati in Italia hanno avuto ripercussioni sui bilanci di banche creditrici, mentre il blocco dei rimborsi di fondi immobiliari in Germania ha messo sotto pressione istituti finanziari che avevano esposizioni dirette verso tali veicoli.

Il carattere transnazionale di molti attori dell'intermediazione alternativa complica ulteriormente il quadro regolatorio. Fondi con sede legale in una giurisdizione, operatività in un'altra e investitori distribuiti a livello globale sfuggono spesso a un controllo unitario. Le autorità europee, come la BCE e l'ESMA, hanno più volte sottolineato la necessità di estendere la vigilanza macroprudenziale agli intermediari non bancari, introducendo requisiti minimi di capitale, obblighi di trasparenza e stress test periodici. Tuttavia, l'implementazione di tali misure richiede coordinamento internazionale, poiché un eccesso di regolamentazione in un'area geografica potrebbe semplicemente spingere gli operatori a spostarsi verso giurisdizioni più permissive, senza risolvere il problema alla radice.

Un'altra sfida è legata alla pro-ciclicità dei flussi di capitale che caratterizza molti segmenti dell'intermediazione alternativa. In fasi di espansione economica o di euforia settoriale, gli afflussi possono essere ingenti, alimentando valutazioni elevate e favorendo strategie di espansione aggressiva. Tuttavia, al primo segnale di rallentamento o in presenza di shock esterni – come un cambio repentino nella politica monetaria o una crisi geopolitica – questi flussi possono invertire la rotta in maniera altrettanto rapida, lasciando le imprese finanziate improvvisamente prive di liquidità. Tale volatilità rende difficile per le aziende pianificare investimenti di lungo periodo, esponendole al rischio di dover interrompere progetti strategici o ridimensionare drasticamente la propria attività.

La dimensione sistemica di questi rischi non può essere sottovalutata. L'esperienza della crisi finanziaria globale del 2008 ha mostrato come attività apparentemente marginali, una volta integrate in catene di intermediazione complesse e opache, possano diventare epicentro di shock devastanti. Oggi, sebbene il sistema bancario sia più capitalizzato e sottoposto a requisiti di vigilanza più stringenti, l'espansione dell'intermediazione alternativa ha spostato una parte significativa del rischio al di fuori del perimetro regolamentato, creando nuove vulnerabilità.

Alla luce di queste considerazioni, l'ombra delle concentrazioni assume un significato duplice: da un lato, la concentrazione di capitali e potere decisionale in un numero limitato di fondi e piattaforme; dall'altro, la concentrazione del rischio in segmenti non sufficientemente monitorati, ma fortemente interconnessi con il resto del sistema. Affrontare queste sfide richiede un approccio coordinato, che coniughi la tutela della stabilità finanziaria con la salvaguardia della capacità innovativa che caratterizza molti intermediari alternativi. Le politiche dovranno prevedere strumenti di vigilanza adattivi, capaci di evolvere insieme alle pratiche di mercato, e una cooperazione internazionale che riduca gli incentivi alla frammentazione normativa.

Solo un quadro regolatorio equilibrato, supportato da una vigilanza efficace e da un costante dialogo tra autorità, operatori e imprese, potrà garantire che l'intermediazione alternativa rimanga una leva di sviluppo e non una fonte latente di crisi sistemiche. In questo senso, il futuro del rapporto tra impresa e finanza dipenderà dalla capacità di integrare in modo armonico innovazione e stabilità, evitando che la ricerca di rendimento immediato comprometta le basi di una crescita sostenibile e diffusa.

3.3 Il ruolo delle autorità di vigilanza e delle policy macroprudenziali

Nel panorama finanziario contemporaneo, caratterizzato da una crescente complessità e da un'interconnessione globale senza precedenti, il ruolo delle autorità di vigilanza è divenuto cruciale non solo per garantire la stabilità del sistema, ma anche per preservare la fiducia degli operatori economici e del pubblico. La vigilanza non può più limitarsi a un controllo formale della conformità alle norme, ma deve assumere una dimensione proattiva, capace di anticipare rischi, interpretare segnali deboli e reagire con tempestività a shock che, in un ambiente così integrato, possono diffondersi in tempi rapidissimi.

L'esperienza delle crisi finanziarie degli ultimi decenni ha insegnato che la sola regolamentazione prudenziale, per quanto necessaria, non è sufficiente a prevenire situazioni di instabilità sistemica. La globalizzazione dei flussi di capitale, la moltiplicazione di strumenti finanziari complessi e l'espansione dell'intermediazione non bancaria hanno reso più sfumato il confine tra mercati regolamentati e non regolamentati, ampliando l'area di vulnerabilità. In questo contesto, le policy macroprudenziali si sono affermate come complemento indispensabile della vigilanza microprudenziale, con l'obiettivo di contenere i rischi che derivano non dal singolo intermediario, ma dall'intero sistema.

Le autorità di vigilanza operano su più livelli. A livello nazionale, istituti come la Banca d'Italia o l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari svolgono funzioni di supervisione sugli intermediari autorizzati, verificano la solidità patrimoniale, la qualità degli attivi, la corretta gestione dei rischi e il rispetto delle normative in materia di trasparenza e tutela della clientela. Questi compiti tradizionali si sono progressivamente ampliati per includere la sorveglianza su segmenti di mercato emergenti, come le piattaforme di finanziamento digitale o le attività legate alle cripto-attività.

Sul piano sovranazionale, organismi come la Banca Centrale Europea (BCE), l'European Banking Authority (EBA) e l'European Securities and Markets Authority (ESMA) hanno sviluppato un quadro normativo e di vigilanza integrato, volto a garantire l'armonizzazione delle regole e la coerenza delle pratiche di supervisione all'interno dell'Unione Europea. La BCE, in particolare, attraverso il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM), esercita un controllo diretto sulle principali banche dell'area euro, monitorando parametri chiave come i coefficienti patrimoniali, la liquidità e la gestione dei rischi operativi. L'ESMA, dal canto suo, è responsabile della vigilanza sui mercati mobiliari e sugli intermediari non bancari, promuovendo trasparenza, efficienza e integrità. L'EBA, infine, ha il compito di sviluppare standard tecnici vincolanti e di coordinare le azioni di vigilanza delle autorità nazionali, in particolare in materia di requisiti patrimoniali e di gestione del rischio.

Uno degli aspetti più rilevanti delle policy macroprudenziali è la loro capacità di intervenire in senso contro-ciclico. In fasi di espansione economica, quando la disponibilità di credito aumenta e le valutazioni degli attivi tendono a salire, le autorità possono introdurre misure restrittive – come l'innalzamento dei requisiti patrimoniali o la limitazione del rapporto tra prestito e valore dell'attivo finanziato (loan-to-value ratio) – per prevenire la formazione di bolle speculative. Viceversa, in fasi recessive, queste stesse misure possono essere allentate per stimolare il credito e sostenere l'economia reale. Questo approccio, raccomandato anche dal Fondo Monetario Internazionale, mira a ridurre la pro-ciclicità dei mercati finanziari e a stabilizzare l'andamento complessivo del sistema.

La vigilanza macroprudenziale non può prescindere da un'attenta analisi delle interconnessioni tra diversi segmenti del mercato finanziario. L'esperienza recente ha dimostrato come crisi originate in settori apparentemente periferici possano propagarsi rapidamente attraverso canali diretti e indiretti. La crisi della Silicon Valley Bank, pur circoscritta geograficamente e settorialmente, ha avuto ripercussioni sui mercati globali, alimentando preoccupazioni sulla tenuta di altri istituti con modelli di business simili. Allo stesso modo, le tensioni nei fondi immobiliari e nei mercati delle criptovalute hanno mostrato come segmenti non bancari possano generare onde d'urto capaci di raggiungere le istituzioni tradizionali.

Per affrontare questa complessità, le autorità hanno progressivamente investito in strumenti di *data analytics*, monitoraggio in tempo reale e modelli predittivi basati su intelligenza artificiale. Questi strumenti consentono di individuare anomalie nei flussi di capitale, variazioni repentine nei prezzi degli attivi o comportamenti anomali da parte di operatori di mercato. Tuttavia, l'efficacia di tali sistemi dipende non solo dalla qualità dei dati raccolti, ma anche dalla capacità di interpretarli e di tradurli in azioni concrete e tempestive.

Un ulteriore elemento critico riguarda il coordinamento internazionale. In un sistema finanziario globalizzato, il rischio di arbitraggio regolamentare è elevato: gli operatori possono trasferire attività e capitali verso giurisdizioni con norme più permissive, eludendo di fatto le restrizioni introdotte altrove. Per questo motivo, la cooperazione tra autorità nazionali e organismi sovranazionali è fondamentale. Forum come il Financial Stability Board (FSB) o il Comitato di Basilea svolgono un ruolo centrale nel definire standard comuni e nel promuovere la convergenza regolamentare, sebbene la loro capacità di imporre vincoli sia limitata dalla sovranità degli Stati membri.

La dimensione tecnologica della finanza introduce nuove sfide alla vigilanza. L'espansione delle piattaforme di *fintech*, *insurtech* e finanza decentralizzata (DeFi) ha moltiplicato il numero di operatori e la varietà di prodotti disponibili sul mercato, riducendo le barriere all'ingresso ma aumentando la complessità della supervisione. Questi nuovi modelli di business, pur offrendo efficienza e inclusione finanziaria, possono celare rischi significativi in termini di cyber-sicurezza, protezione dei dati e stabilità operativa. Le autorità di vigilanza, pur riconoscendo il valore dell'innovazione, devono quindi bilanciare la promozione dello sviluppo tecnologico con la necessità di mitigare i rischi sistemici che ne derivano.

Le policy macroprudenziali sono state oggetto di un'evoluzione significativa anche sul fronte della sostenibilità. L'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle strategie di vigilanza riflette la consapevolezza che i rischi legati al cambiamento climatico o a pratiche aziendali non sostenibili possano avere impatti diretti sulla stabilità finanziaria. La Banca Centrale Europea e altre autorità stanno progressivamente incorporando test di stress climatico nei loro modelli di analisi, valutando la resilienza delle istituzioni finanziarie di fronte a scenari di transizione energetica o di eventi climatici estremi.

In ultima analisi, il ruolo delle autorità di vigilanza e delle policy macroprudenziali non può essere visto come un semplice presidio tecnico, ma come una componente strategica dell'architettura economica globale. La loro efficacia dipenderà dalla capacità di adattarsi a un ambiente in costante evoluzione, di anticipare le minacce emergenti e di mantenere un equilibrio tra stabilità e sviluppo. In un'epoca in cui i confini tra finanza tradizionale e alternativa si fanno sempre più labili, la vigilanza dovrà essere non solo reattiva, ma anche preventiva e adattiva, per garantire che il sistema finanziario possa sostenere in modo equilibrato e duraturo la crescita dell'economia reale.

3.4 Le implicazioni strutturali per il futuro del sistema finanziario

Il sistema finanziario contemporaneo si trova oggi di fronte a una serie di trasformazioni che non rappresentano semplicemente un'evoluzione graduale del passato, ma segnano piuttosto un cambio di paradigma. La crescente interconnessione tra economia reale e finanza, la diffusione di strumenti e canali di intermediazione alternativi, l'accelerazione tecnologica e la necessità di integrare criteri di sostenibilità pongono sfide che richiedono una profonda riflessione strategica. Ciò che è in gioco non è soltanto la stabilità del sistema, ma la sua stessa funzione nel quadro socio-economico del XXI secolo.

Le implicazioni strutturali che si profilano non possono essere comprese se non alla luce della traiettoria storica che ha portato alla situazione attuale. La parabola di John D. Rockefeller, con l'integrazione verticale e orizzontale che trasformò la Standard Oil in un impero capace di controllare intere filiere industriali e finanziarie, rappresenta un esempio di come il capitale possa essere concentrato e coordinato per generare potere economico di lungo periodo. Al polo opposto, l'esperienza di Jordan Belfort mostra come l'uso distorto e speculativo degli strumenti finanziari

possa produrre profitti ingenti ma effimeri, lasciando dietro di sé instabilità e perdita di fiducia. Questi due archetipi, pur separati da contesti storici e normativi radicalmente differenti, tracciano i confini di un dibattito che resta attuale: fino a che punto la finanza debba essere al servizio dell'impresa, e quando invece il suo predominio rischi di compromettere gli equilibri economici e sociali.

Il futuro del sistema finanziario sarà inevitabilmente segnato dalla tensione tra concentrazione e frammentazione. Da un lato, le economie di scala, la capacità di investimento in tecnologia e il rispetto di requisiti regolamentari sempre più complessi favoriranno un consolidamento degli operatori, sia bancari che non bancari. Dall'altro, l'innovazione tecnologica e la democratizzazione dell'accesso ai mercati tenderanno a moltiplicare i punti di ingresso, dando spazio a nuovi attori e modelli di business. La sfida sarà evitare che la concentrazione di risorse e potere decisionale in pochi soggetti produca distorsioni competitive e rischi sistemici, senza al contempo soffocare le opportunità di crescita che nascono dall'innovazione diffusa.

Un'altra implicazione strutturale riguarda il rapporto tra regolamentazione e innovazione. La velocità con cui emergono nuovi strumenti finanziari – dalle cripto-attività alla finanza decentralizzata, dai derivati climatici alle piattaforme di lending algoritmico – pone le autorità di fronte a un dilemma: intervenire precocemente per mitigare i rischi, con il pericolo di ostacolare lo sviluppo, o adottare un approccio attendista, rischiando di lasciare crescere bolle speculative o lacune di vigilanza difficili da colmare. La risposta a questo dilemma richiederà una regolamentazione più flessibile e modulare, capace di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato senza compromettere la stabilità.

Il tema della sostenibilità, ambientale e sociale, è destinato a diventare un elemento strutturale delle strategie finanziarie. L'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di investimento e di credito non rappresenta più un'opzione reputazionale, ma una necessità dettata sia dalla pressione normativa che dalla crescente consapevolezza degli investitori. Tuttavia, l'adozione di metriche comuni e la prevenzione del *greenwashing* restano sfide aperte. La capacità del sistema finanziario di allocare risorse verso progetti che coniughino rendimento e impatto positivo sarà uno dei fattori determinanti per la resilienza dell'economia nei prossimi decenni.

L'accelerazione tecnologica avrà un impatto profondo sulla struttura del sistema finanziario. L'automazione dei processi, l'uso esteso dell'intelligenza artificiale per l'analisi dei rischi e la personalizzazione dei servizi, lo sviluppo di infrastrutture basate su blockchain e l'interoperabilità tra sistemi di pagamento digitali ridisegneranno il modo in cui i capitali vengono raccolti, gestiti e investiti. Ma la tecnologia, oltre a creare efficienza, introduce nuove vulnerabilità: rischi di cyber-attacchi, dipendenza da pochi fornitori di infrastrutture critiche, possibilità di manipolazioni algoritmiche dei mercati. La resilienza operativa diventerà dunque una priorità al pari della solidità patrimoniale.

Il ruolo delle autorità di vigilanza, in questo scenario, non sarà solo quello di regolatori e controllori, ma di facilitatori di un equilibrio dinamico tra stabilità e sviluppo. Ciò richiederà una capacità di dialogo costante con il settore privato, la creazione di sandbox regolamentari per sperimentare innovazioni in un contesto controllato, e un rafforzamento della cooperazione internazionale per prevenire l'arbitraggio regolamentare. La finanza è ormai intrinsecamente globale: rischi e opportunità non rispettano confini nazionali, e la risposta non può essere frammentata.

In prospettiva, uno dei punti di maggiore criticità sarà la gestione della fiducia. La storia recente dimostra che le crisi finanziarie, indipendentemente dalla loro origine, si propagano e amplificano principalmente attraverso la perdita di fiducia tra operatori e tra sistema e pubblico. Ripristinare la fiducia, una volta erosa, è un processo lungo e complesso, che richiede coerenza tra regole, comportamenti e risultati. La trasparenza, l'accountability e la responsabilità sociale degli

intermediari saranno quindi elementi centrali per mantenere un sistema finanziario credibile e sostenibile.

In definitiva, le implicazioni strutturali per il futuro del sistema finanziario non possono essere ridotte a un semplice elenco di rischi e opportunità. Esse riguardano la ridefinizione del patto implicito tra finanza e società: un patto che deve conciliare l'efficienza allocativa con la stabilità, l'innovazione con la sicurezza, la redditività con l'equità. La lezione che si può trarre dal percorso che va da Rockefeller a Belfort, e oltre, è che la finanza è uno strumento potente, capace di creare prosperità o di generare instabilità a seconda delle regole, degli incentivi e della cultura in cui opera. Il futuro dipenderà dalla nostra capacità collettiva di orientare questo strumento verso obiettivi di lungo periodo, resistendo alla tentazione di massimizzare il guadagno immediato a scapito della resilienza del sistema. Solo un sistema finanziario che riconosca la propria responsabilità strutturale verso l'economia reale, e che sappia evolvere mantenendo saldo questo principio, potrà affrontare con successo le sfide che si profilano all'orizzonte. E sarà in quella direzione che si misurerà, non solo la sua stabilità tecnica, ma anche la sua legittimazione sociale.

Conclusioni

L'analisi sviluppata in questa tesi ha mostrato come il legame tra impresa e sistema finanziario sia un fenomeno strutturale, in grado di modellare in profondità sia le traiettorie di crescita economica sia la distribuzione del potere nei mercati. Non si tratta di una relazione statica, ma di un equilibrio dinamico, continuamente ridefinito dall'evoluzione tecnologica, dai mutamenti normativi e dalla ciclicità dei mercati globali. Le evidenze raccolte confermano che la finanza può essere, al tempo stesso, motore e vincolo dello sviluppo industriale. Nei contesti in cui esiste un allineamento tra obiettivi produttivi e logiche di finanziamento, l'effetto è la creazione di valore sostenibile e di lungo periodo; laddove invece prevalgono obiettivi di rendimento immediato e strategie speculative, il risultato è spesso un aumento della volatilità e della fragilità del sistema. In questa prospettiva, i due casi analizzati – John D. Rockefeller e Jordan Belfort – assumono un significato emblematico. Il primo rappresenta l'espressione di un modello di integrazione profonda tra industria e finanza, capace di costruire un impero economico stabile, ma al prezzo di una concentrazione di potere che il legislatore ha dovuto successivamente bilanciare. Il secondo incarna, invece, l'altra faccia della medaglia: la deriva speculativa, l'uso distorto degli strumenti finanziari e la creazione di ricchezza effimera, destinata a dissolversi con il crollo della fiducia.

Guardando al futuro, le sfide strutturali del sistema finanziario richiederanno un'azione congiunta di imprese, istituzioni e autorità di vigilanza per costruire un contesto in cui innovazione e stabilità possano coesistere. L'obiettivo non è tornare a un passato idealizzato, ma sviluppare regole e incentivi capaci di orientare la finanza verso l'economia reale, evitando che l'inseguimento del profitto immediato comprometta la resilienza di lungo periodo. Solo in questo modo sarà possibile garantire che il rapporto tra impresa e finanza rimanga un motore di crescita e non una fonte di crisi sistemiche.

Bibliografia

- ◇ **Amatori, F., Brioschi, F.** (1997). *Le grandi imprese in Italia: nascita e sviluppo*. Il Mulino.
- ◇ **Banca Centrale Europea (BCE).** (2023). *Financial Stability Review*. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu>
- ◇ **Banca d'Italia.** (2023). *Rapporto sulla stabilità finanziaria*. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it>
- ◇ **Carosso, V.P.** (1970). *Investment Banking in America: A History*. Harvard University Press.
- ◇ **Confalonieri, A.** (1974). *Banca e industria in Italia: dalla crisi di fine secolo all'età giolittiana*.
- ◇ **Consob.** (2017). *Relazione annuale*. Disponibile su: <https://www.consob.it>
- ◇ **European Banking Authority (EBA).** (2021). *Guidelines on concentration risk* (EBA/GL/2021/03). Disponibile su: <https://www.eba.europa.eu>
- ◇ **European Commission.** (2012). *High-Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector* (Rapporto Liikanen).
- ◇ **European Securities and Markets Authority (ESMA).** (2023). *Risk Assessment Reports*. Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu>
- ◇ **Friedman, M., Schwartz, A.J.** (1963). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press.
- ◇ **Gorton, G.** (2010). *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Oxford University Press.
- ◇ **International Monetary Fund (IMF).** (2024). *Global Financial Stability Report*. Disponibile su: <https://www.imf.org>
- ◇ **Krippner, G.R.** (2011). *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Harvard University Press.
- ◇ **Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Beccalli, E.** (2021). *Istituzioni e mercati finanziari*. Pearson.
- ◇ **Project Gutenberg.** (1904). Tarbell, I.M. *The History of the Standard Oil Company*. Disponibile su: <https://www.gutenberg.org>
- ◇ **Tilly, R.** (1986). “German banking, 1850–1914: Development and crisis in the industrialization of Germany”. In: Sylla R., Toniolo G. (a cura di), *Patterns of European Industrialization*. Routledge.
- ◇ **U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).** (1999). *Litigation Release No. 15856 – SEC v. Stratton Oakmont, Inc., Jordan Belfort et al.*