

BANCARIA

**Mensile dell'Associazione
Bancaria
Italiana**

Special issue – Wolpertinger Conference 2009

Comitato Scientifico

Giovanni Bazoli
Tancredi Bianchi
Filippo Cavazzuti
Giorgio Clementi
Pier Luigi Fabrizi
Giuseppe Ghisolfi
Giovanni Manghetti

Advisory Board

Adalberto Alberici
Guido Alpa
Michele Bagella
Francesco Cesarini
Renzo Costi
Paolo Ferro Luzzi
Jean Paul Fitoussi
Giancarlo Forestieri
Edward Gardener
Pietro Ichino
Mario Masini
Paolo Mottura
Gianni Nardozzi
Marco Onado
Antonio Pedone
Franco Tutino
Giacomo Vaciago

Editorial Board

Alessandro Carretta
Pierluigi Ciocca
Maria Luisa Di Battista
Guido Ferrarini
Umberto Filotto
Nicola Forti
Anna Gervasoni
Giuseppe Lusignani
Donato Masciandaro
Marcello Messori
Luciano Munari
Luigi Prosperetti
Andrea Sironi
Gianfranco Torriero
Francesco Vella

Direttore responsabile

Tancredi Bianchi

Coordinamento

Giovanni Sabatini

Direttore editoriale

Nicola Forti

Comitato di redazione

Giancarlo Durante
Ildegarda Ferraro
Pierfrancesco Gaggi
Enrico Granata
Raffaele Rinaldi
Massimo Roccia
Domenico Santececca
Gianfranco Torriero
Laura Zaccaria
Giuliano Zoppis

Redazione

Claudia Chirico
Carlo De Nonno

Sommario

Special issue

-
- 2 Wolpertinger Conference – European Association of University Teachers of Banking and Finance
-
- 5 Riformare il sistema finanziario: il Wolpertinger del 2009
Reforming Financial System: «2009 Wolpertinger»
Daniele Previati, Franco Fiordelisi
-
- 9 The Wolpertinger and «Wolpertinger 2009»
Edward P.M. Gardener
-
- 11 Financial crises and the challenges for future research
Le crisi finanziarie e le sfide per la ricerca
Anjan Thakor
-
- 16 La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?
European financial supervision after the de Larosière Report: are we on the right track?
Marco Onado
-
- 27 Housing price bubbles and credit crunches: recent country evidence
Bolle immobiliari e credit crunch: evidenze da alcuni paesi
José Manuel Pastor, Javier Quesada, Lorenzo Serrano
-
- 35 Contro il mainstream. Perché e come le funzioni di vigilanza possono rafforzare l'indipendenza di una banca centrale
Central banks as political players: against the mainstream
Giovanni B. Pittaluga, Elena Seghezza
-
- 45 Una valutazione della compliance con il Codice di Autodisciplina delle società quotate
Compliance for the Italian listed companies and the Corporate Governance Codes
Marcello Bianchi, Angela Ciavarella, Valerio Novembre, Rossella Signoretta
-
- 56 Le cartolarizzazioni migliorano la performance delle banche? Alcune evidenze empiriche sulle banche commerciali statunitensi
Securitization and Bank Performance: some empirical evidence on Us commercial banks
Anna Sarkisyan, Barbara Casu, Andrew Clare, Stephen Thomas

Bancaria Editrice - Divisione di ABIServizi Spa – via delle Botteghe Oscure, 54 00186 Roma - www.bancariaeditrice.it
Presidente: Avv. Corrado Faissola - Amministratore delegato: Dr. Gianfranco Torriero – Direttore: Dr. Nicola Forti
Redazione: 06.6767.465-306 - Abbonamenti: 06.6767.392-3-4 - Pubblicità: 06.6767.259-356-549
L'Editorial Policy di Bancaria è esplicitata sul sito della rivista www.bancaria.it

Wolpertinger Conference – European Association of University Teachers of Banking and Finance

Roma, 3 e 4 settembre 2009

◆ **Welcome address**

E.P.M. Gardener, University of Wales, Bangor, UK, Wolpertinger Club director

C. Travaglini, Università di Roma 3, Italy, Dean of the Faculty of Economics

D. Previati, Università di Roma 3, Italy, Conference Co-chair

F. Fiordelisi, Università di Roma 3, Italy, Conference Co-chair

Nicola Forti, Bancaria Editrice, ABI

◆ **Keynote speech**

Anjan Thakor, Olin School of Business, Washington University, Usa

◆ **The Jack Revell Session “Reforming Financial Systems”**

M. Onado, Bocconi University, Italy

G. Gobbi, Banca d'Italia, Italy

ACADEMIC SESSION 1 – FINANCIAL CRISES

Chairman: Francesco Cesarini, Università Cattolica S. Cuore, Italy

◆ **The impact of a housing price bubble on the intensity of the recent credit crunch**

Javier Quesada, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

José Manuel Pastor, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

Lorenzo Serrano, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

◆ **China’s regulatory framework of the financial sector to be tested by the economic downturn**

Rene van der Linden, Hogeschool INHolland, The Netherlands

◆ **Trust, distrust and financial markets**

Juan Fernández de Guevara, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

Francisco Pérez García, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

◆ **The financial crisis: main issues in cross-border supervision in the Eu**

Elisabetta Gualandri, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

Simonetta Cotterli, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

◆ **Financial turmoil and asymmetric information theory – evidence from e-Mid platform**

Francesca Battaglia, Università Parthenope di Napoli, Italy

Claudio Porzio, Università Parthenope di Napoli, Italy

Antonio Meles, Università Parthenope di Napoli, Italy

Maria Grazia Starita, Università Parthenope di Napoli, Italy

◆ **Interventions in the Money Market by Ecb and Fed since 2007 and its Monetary Consequences**

Frans Brinkhuis, Hogeschool INHolland, The Netherlands

◆ **Central banks as political players**

Elena Seghezza, Università di Genova, Italy

Giovanni B. Pittaluga, Università di Genova, Italy

ACADEMIC SESSION 2 – BANKING INDUSTRY:

STRUCTURE, COMPETITION AND PERFORMANCE

Chairman: Shelagh Heffernan, Cass Business School, City University London, UK

◆ **Financial crisis, financial integration and economic growth: the European case**

Joaquín Maudos, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

Juan Fernández de Guevara, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

◆ **The Persistence Of Bank Profits In Developed And Developing Nations**

John Wilson, University of St Andrews, UK

John Goddard, University of Wales, Bangor; UK

Hong Liu, University of Wales, Bangor; UK

Phil Molyneux, University of Wales, Bangor; UK

◆ **A new appraisal of the Structure of European Banking Systems**

Cristina Ruza, Universidad Nacional de Educación a Distancia (Uned), Spain

Rebeca de Juan, Universidad Nacional de Educación a Distancia (Uned), Spain

Marta de la Cuesta, Universidad Nacional de Educación a Distancia (Uned), Spain

◆ **A model of price and non-price competition with endogenous credit risk with an application to Portugal**

Paulo Soares de Pinho, Universidade Nova de Lisboa, Portugal

Filipa Lima, Universidade Nova de Lisboa, Portugal

◆ **Information Disclosure, Banking Development and Knowledge-Driven Growth**

Diego Romero Ávila, Universidad Pablo de Olavide, Spain

◆ **Competitive behaviour and risk taking incentives in the lending market**

Tianshu Zhao, Stirling University, UK

Barbara Casu Lukac, Cass Business School, City University London, UK

Alessandra Ferrari, The University of Reading, UK

ACADEMIC SESSION 3 – MERGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPEAN BANKING

Chairman: Phil Molyneux, University of Wales, Bangor; UK

◆ **Evidence of Regulatory Arbitrage in Cross Border Mergers of Banks in the Eu**

Santiago Carbo-Valverde, Universidad de Granada, Spain

Edward Kane, Boston College, Usa

Francisco Rodriguez, Universidad de Granada, Spain

◆ **The impact of corporate culture, efficiency and geographic distance on M&A results: the European case**

Franco Fiordelisi, Università di Roma 3, Italy

Duccio Martelli, Università di Roma Tor Vergata, Italy

◆ **What does bank financial profile tell us about mergers and acquisitions in Latin American banking?**

Jon Williams, Bangor Business School, UK

Fatima Cardias Williams, Bangor Business School, UK

◆ **Cross-border and cross-industry M&A's in the Emu financial sector**

Francesco Pattarin, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

R. Ferretti, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

V. Venturelli, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

Alessandro Grasso, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

◆ **The determinants of M&A operations in banking**

Elena Beccalli, Università Cattolica S. Cuore, Italy

Pascal Frantz, London School of Economics, UK

◆ **Cross border mergers and value creation in the exchange industry – the case of diversified conglomerate exchanges**

Josanco Floreani, Università di Udine, Italy

Maurizio Polato, Università di Udine, Italy

ACADEMIC SESSION 4 – THE LENDING BUSINESS:

MARKETS AND INSTRUMENTS

Chairman: Javier Quesada, Universidad de Valencia and Ivie, Spain

◆ **Large debt financing – syndicated loans versus corporate bonds**

Yener Altunbas, Bangor Business School, UK

Alper Kara, Loughborough University, UK

David Marqués-Ibáñez, European Central Bank, Germany

◆ **The diffusion of credit brokers in Italy – a spatial economic analysis**

Federica Poli, Università Cattolica del Sacro Cuore, Italy

Erika Teordora Uberti, Università Cattolica del Sacro Cuore, Italy

◆ **Determinants and effects of Venture Capital and Private Equity investments on Italian SMEs**

Renato Giovannini, Università Telematica G. Marconi, Italy

Valerio Pesic, Università di Roma La Sapienza, Italy

Vincenzo Capizzi, Università del Piemonte Orientale, Italy

◆ **The future for credit derivatives markets: The eminence of regulation**

Rym Ayadi, Centre for European Policy Studies (Ceps), Belgium

◆ **Transparency of price conditions in the consumer credit**

Massimo Caratelli, Università di Roma 3, Italy

ACADEMIC SESSION 5 – CORPORATE GOVERNANCE

Chairman: Cesare Bioni, Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

◆ **Comply or explain – rule or exception – An assessment of compliance with the Corporate Governance Code for Italian listed companies**

Marcello Bianchi, Consob, Italy

Rossella Signoretti, Consob, Italy

Angela Ciavarella, Consob, Italy

Valerio Novembre, Consob, Italy

◆ **Sources of Risk and Return in Different Bank Business Models – Comparing Poland with the Global Trends**

Ewa Miklaszewska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Poland

Katarzyna Mikołajczyk, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Poland

◆ **Strategic frames in banking industry – Does board composition matter**

Vincenzo Farina, Università di Roma Tor Vergata, Italy

Alessandro Carretta, Università di Roma Tor Vergata, Italy

Paola Schwizer, Università di Parma, Italy

◆ **Board determinants in banking industry**

Marcos Santamaría Mariscal, Universidad de Burgos, Spain

Pablo de Andres Alonso, Universidad de Valladolid, Spain

Elena Romero Merino, Universidad Europea Miguel de Cervantes, Spain

DOCTORAL STUDENT SESSION

Chairman: Ted Lindblom, Göteborgs Universitet, Sweden

◆ **Cross Country Comparison of Efficiency in Investment Banking**

Nemanja Radic, Università di Roma Tor Vergata, Italy

Franco Fiordelisi, Università di Roma 3, Italy

◆ **Securitization and Bank Performance**

Anna Sarkisyan, Cass Business School, City University London, UK

Barbara Casu, Cass Business School, City University London, UK

◆ **Are portfolio diversification criteria useful for hotel investments?**

Luca Spinelli, Università di Roma Tor Vergata, Italy

Claudio Giannotti, Università Lum Jean Monnet di Casamassima, Italy

Gianluca Mattarocci, Università di Roma Tor Vergata, Italy

◆ **Are Cost and Profit Efficiencies Arising from Bank M&As Priced in the Stock Markets**

Dimitris Chronopoulos, Essex Business School, UK

Claudia Girardone, Essex Business School, UK

John C. Nankervis, Essex Business School, UK

ACADEMIC SESSION 6 – EFFICIENCY AND PRODUCTIVITY OF FINANCIAL INTERMEDIARIES

Chairman: Santiago Carbo-Valverde, Universidad de Granada, Spain

◆ **Banking Progress in two Asian Giants**

Shelagh Heffernan, Cass Business School, City University London, UK

Maggie Fu, University of Macau, Macau

◆ **Modelling risk in efficiency and productivity analysis of banking systems**

Thomas WeymanJones, Loughborough University, UK

Karligash Kenjegalieva, Loughborough University, UK
Geetha Ravishjankar, Loughborough University, UK

◆ **Credit Unions as Producers of Desirable and Undesirable Outputs – A Parametric Distance Function Analysis of Potential Efficiency Determinants**

Barry Patrick Quinn, Queens University, UK
J. Colin Glass, University of Ulster, UK
Donal McKillop, Queens University, UK

◆ **Bancassurance efficiency gains in the Insurance industry: the Italian case**

Ornella Ricci, Università di Roma 3, Italy
Franco Fiordelisi, Università di Roma 3, Italy

ACADEMIC SESSION 7 – BANK MANAGEMENT, INNOVATION AND TECHNOLOGY

Chairman: E.P.M. Gardener, University of Wales, Bangor, UK

◆ **Financial innovation – Theoretical issues and empirical evidence in Italy and in the UK**

Francesca Arnaboldi, Università di Milano, Italy
Bruno Rossignoli, Università di Milano and Università di Modena e Reggio Emilia, Centro Studi di Banca e Finanza, Italy

◆ **Exploiting Old Customers And Attracting New Ones – the Case of Bank Deposit Pricing**

Francisco Rodriguez Fernandez, Universidad de Granada, Spain
Santiago Carbo-Valverde, Universidad de Granada, Spain
Timothy Hannan, Federal Reserve Board, Usa

◆ **Traditional and R&D Investments: Are They Really Different?**

Paola Brighi, Università di Bologna, Italy
Giuseppe Torluccio, Università di Bologna, Italy

◆ **Interbank Market And Liquidity Distribution During The Current Financial Crisis – The e-Mid Case**

Gianfranco A.Vento, Università Telematica G. Marconi, Italy
Pasquale La Ganga, Banca d'Italia, Italy

◆ **Intellectual capital and banking's performance in the Italian banking**

Gimede Gigante, Università di Roma 3, Italy
Daniele Previati, Università di Roma 3, Italy

◆ **Banks' Operational Risk Measurement in Practice – The experience of Swedish banks' adaption to the Basel II accord**

Magnus Willesson, Växjö University, Sweden
Ted Lindblom, Göteborgs Universitet, Sweden

ACADEMIC SESSION 8 – CAPITAL MARKETS AND RISK MANAGEMENT

Chairman: Paulo Soares de Pinho, Universidade Nova de Lisboa, Portugal

◆ **Unfunded Pension Liabilities & Credit Default Swap Premia**

Donal McKillop, Queens University, UK
Ronan C. Gallagher, Queens University, UK

◆ **Profitability of momentum and reversal patterns of pan-European industries portfolio**

Giuseppe Torluccio, Università di Bologna, Italy
Mario Toscano, Università di Bologna, Italy

◆ **Duration Analysis – An Exposé**

Ted Lindblom, University of Gothenburg, Sweden
Goran Bergendahl, University of Gothenburg, Sweden

◆ **Biased or unbiased risk perception in the financial decision making**

Caterina Lucarelli, Università Politecnica delle Marche, Italy
Gianni Brighetti, Università degli Studi di Bologna, Italy

◆ **A Detailed Comparison of Value at Risk in International Stock Exchanges**

Sonia Benito Muela, Uned University, Spain
Pilar Abad, Universidad de Barcelona, Spain

ROUNDTABLE ON TEACHING AND LEARNING BANKING AND FINANCE

Leo van Eerden, Vrije Universiteit Amsterdam, Netherlands

Riformare il sistema finanziario: il Wolpertinger del 2009

Reforming Financial System: «2009 Wolpertinger»

**Daniele Previati,
Franco Fiordelisi**
Università di Roma Tre

Il 3 e 4 settembre 2009 si è svolto il convegno annuale della European Association of University Teachers of Banking and Finance (Wolpertinger), ospitato dalla Facoltà di Economia F. Caffè dell'Università Roma Tre.

Il programma, assai ricco e articolato, ha accolto circa cinquanta contributi di numerosi studiosi provenienti da oltre trenta università di diversi Paesi europei. La prima giornata si è svolta presso Palazzo Altieri, sede dell'Associazione Bancaria Italiana, la seconda presso la Facoltà di Economia F. Caffè. Nel seguito, si ripercorre in estrema sintesi il programma del convegno, identificando i principali temi trattati e rimandando ad alcuni studi selezionati per la special issue di *Bancaria* (cfr. www.bancaria.it). Un'ampia selezione di circa trenta studi presentati è altresì in corso di pubblicazione in due volumi (*New issues in Financial Markets and Institutions* e *New issues in Financial Institutions Management*), curati da Franco Fiordelisi, Phil Molyneux e Daniele Previati con l'editore Palgrave-Macmillan, U.K.

Il convegno si è sviluppato in otto sessioni, ciascuna delle quali ha accolto contributi rientranti in determinate aree tematiche degli studi sull'intermediazione finanziaria, secondo prospettive disciplinari diverse, come nella tradizione del Wolpertinger. Dopo i saluti di benvenuto da parte di E.P.M. Gardener, di Daniele

Previati e Franco Fiordelisi, la relazione di apertura è stata presentata da Anjan Thakor, professore di finanza presso la Olin Business School della Washington University di St. Louis, Usa. Essa ha trattato le crisi finanziarie e le sfide che esse pongono agli sforzi di ricerca. La relazione, assai ricca e stimolante, ha evidenziato nelle conclusioni quattro spunti per la ricerca futura: rifocalizzare l'attenzione sul leverage, in particolare sulle relazioni tra leva delle banche, leva dei prenditori di fondi e prezzi delle attività reali; comprendere quindi, meglio che in passato, le interconnessioni che la leva finanziaria crea nelle economie; porre attenzione, più che a problemi di agenzia e alle asimmetrie informative, al ruolo giocato dalla hubris degli operatori – in particolare delle agenzie di rating – e dalle innovazioni volte a produrre profitti per le banche; fornire indicazioni prescrittive, basate sulla ricerca, per evitare un'inefficace iper-regolamentazione. Sui temi di studio e sugli stimoli alla ricerca che emergono dall'osservazione della recente crisi finanziaria si sono intrattenuti, nel corso della Jack Revell Session, intitolata proprio «Reforming Financial System», Giorgio Gobbi della Banca d'Italia e Marco Onado, dell'Università Bicconi. La prima sessione (coordinata da Francesco Cesarini dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, Italia) in cui sono stati presentati sette studi che hanno

esaminato il tema della crisi finanziaria e la riforma del sistema finanziario. Tra questi, lo studio realizzato da Quesada, Pastor e Serrano, intitolato «The impact of a housing price bubble on the intensity of the recent credit crunch», è stato selezionato per la special issue di *Bancaria*. Questa ricerca ha esaminato la relazione tra lo scoppio della bolla immobiliare e l'intensità del credit crunch negli Usa, in Giappone e nei principali Paesi europei, trovando elevata corrispondenza tra bolle, crisi di liquidità e restrizione del credito.

Per la special issue di *Bancaria*, è stato altresì selezionato in questa sessione lo studio condotto da Seghezza e Pittaluga, intitolato «Central banks as political players», sul ruolo delle banche centrali come organi di supervisione e di politica monetaria e sull'importanza della loro indipendenza rispetto ai governi nello svolgimento di tali due funzioni: un tema di scottante attualità, affrontato con respiro teorico e attenzione ai profili istituzionali. Altri temi affrontati in questa sessione sono stati: l'impianto della regolamentazione in Cina alla luce della crisi; la fiducia e la sfiducia nei mercati finanziari; la supervisione cross-border nell'Unione europea alla luce della crisi; il disordine finanziario e la teoria delle asimmetrie informative con riferimento alle evidenze riscontrate sulla piattaforma del mercato e-Mid; le conseguenze degli interventi sul mercato monetario da parte della Bce e della Fed a partire dal 2007.

La seconda sessione (coordinata da John Wilson, dell'Università di St. Andrew, Uk) è stata dedicata alla struttura, alla concorrenza e alla performance del settore bancario, con sei studi dedicati all'Europa, ai Paesi sviluppati e in via di sviluppo, ai modelli di concorrenza price e non-price, alla trasparenza informativa, agli incentivi all'assunzione dei rischi nel mercato dei finanziamenti.

La terza (coordinata da Philip Molyneux, dell'Università di Bangor, Uk) è stata centrata su un tema sempre di grande rilievo, le M&A nel settore bancario europeo ed extra-europeo. I temi toccati dalle sei ricerche presentate sono stati: gli arbitraggi regolamentari nelle fusioni cross-border; l'impatto della cultura aziendale, dell'efficienza e della distanza geografica sui risultati delle M&A; le M&A in America Latina; le M&A cross-border e cross-industry in Europa; le determi-

nanti delle M&A; le M&A tra le borse, in particolare quelle diversificate conglomerati.

La quarta sessione (coordinata da Javier Quesada, dell'Università di Valencia) si è occupata, con cinque studi presentati, di mercati e strumenti delle attività di finanziamento, toccando i temi dei prestiti sindacati e dei corporate bond, della diffusione dei broker del credito, delle determinanti e degli effetti del venture capital e del private equity nel caso delle piccole e medie imprese italiane, dei derivati sui crediti e della rilevanza della regolamentazione al riguardo, della trasparenza delle condizioni di prezzo nel credito al consumo.

Nella quinta sessione (coordinata da Cesare Bioni, dell'Università di Modena e Reggio Emilia, Italia) è stato affrontato un altro tema di grande attualità, quello della corporate governance. In questa sessione è stato selezionato per la special issue di *Bancaria* lo studio realizzato da Bianchi, Signoretti, Ciavarella e Novembre, dal titolo «Comply or explain – rule or exception – An assessment of compliance with the Corporate Governance Code for Italian listed companies». Questo studio analizza in quale misura le società quotate siano effettivamente allineate al Codice di Autodisciplina. A tal fine, gli autori sviluppano un nuovo indicatore di compliance che misura il grado di adesione alle previsioni del Codice in materia di operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori. Alla luce dei risultati presentati, il livello di compliance effettiva appare inferiore a quello formalmente dichiarato nelle relazioni di Corporate Governance. Altri temi toccati dagli studi presentati in questa sessione sono stati: le fonti di rischio e rendimento dei diversi business model bancari in Polonia rispetto ai trend riscontrati a livello mondiale; l'impatto della composizione dei consigli di amministrazione sui modelli strategici adottati dalle banche; le determinanti dei consigli di amministrazione.

La sesta sessione (coordinata da Santiago Carbo-Valverde, dell'Università di Granada, Spagna) si è occupata dei temi di efficienza e produttività negli intermediari finanziari, con quattro studi focalizzati sulla realtà asiatica, sulle Credit Union, su modelli alternativi di analisi dell'efficienza e della produttività dei sistemi bancari, sui guadagni di efficienza nel

settore assicurativo italiano legati all'adozione di modelli di bancassurance.

La settima sessione (coordinata da E.P.M. Gardener, dell'Università di Bangor, Uk) ha accolto sei lavori su temi inerenti alla gestione bancaria, all'innovazione e alla tecnologia, tra cui: problemi teorici ed evidenze empiriche sull'innovazione finanziaria in Italia e nel Regno Unito; il pricing dei depositi bancari; le differenze tra investimenti tradizionali e in ricerca e sviluppo; il caso del mercato e-Mid durante la crisi finanziaria; il capitale intellettuale e la performance delle banche italiane a confronto con quanto riscontrato in altri sistemi bancari; le esperienze di misurazione del rischio operativo nelle banche svedesi.

L'ottava sessione (coordinata da Paulo Soares de Pinho, dell'Università Nova di Lisbona, Portogallo) ha affrontato, attraverso cinque ricerche, i temi legati al mercato dei capitali e alla gestione dei rischi. In particolare, sono stati toccati i seguenti argomenti: il funding inadeguato dei programmi pensionistici e i premi dei Cds; la redditività di diverse strategie di composizione di portafogli pan-europei; l'analisi critica della duration; le percezioni distorte e non distorte del rischio nelle decisioni finanziarie, affrontate attraverso un approccio che unisce i contributi della finanza, della psicologia e delle neuroscienze; la comparazione del VaR nelle borse internazionali.

Nella sessione dedicata ai dottorandi, sono state presentate delle ricerche dedicate all'efficienza dell'investment banking in diversi Paesi, all'utilizzo dei criteri di diversifica-

zione di portafoglio nel settore alberghiero, all'effetto sui prezzi delle azioni dei guadagni di efficienza ottenuti nelle M&A bancarie, alle relazioni tra securitization e performance delle banche. Quest'ultimo lavoro, realizzato da quattro studiosi della Cass Business School di Londra (Sarkisyan, Casu, Clare, Thomas «Securitization and Bank Performance») si occupa in modo empiricamente interessante degli effetti ambigui che il fenomeno della securitization ha avuto sulle performance di un campione di banche commerciali tra il 2000 e il 2008, e offre spunti di ulteriore ricerca su un fenomeno che la crisi finanziaria ha posto in grande evidenza.

Come si evince dalla breve sintesi del convegno qui presentata e dai lavori selezionati per la special issue di *Bancaria*, gli studi di economia degli intermediari finanziari sono assai vivi, accolgono cornici teoriche di riferimento e metodi di indagine empirica plurimi e forniscono utili contributi ai policy maker e al management degli intermediari e dei mercati finanziari. In sintesi, ci preme sottolineare come il convegno e gli studi in esso presentati siano in linea con la tradizione pluralista e concreta del Wolpertinger, ben evidenziata nel contributo di Ted Gardener. È infine per noi motivo di grande soddisfazione constatare che il contributo degli studiosi italiani, appartenenti a diverse scuole e generazioni, si è inserito assai positivamente nel convegno, come avviene in modo crescente nel panorama internazionale degli studi sull'intermediazione finanziaria, con ricchezza di contenuti, di prospettive e metodi di ricerca. ■

The Wolpertinger and «Wolpertinger 2009»

Edward P.M. Gardener

College of Business, Social Sciences
and Law Bangor University

1 Introduction

It is always a great pleasure to introduce the annual academic conference of the «Wolpertinger Club», whose official title is the «European Association of University Teachers of Banking and Finance». Select papers from the 2009 conference of the Wolpertinger are presented in this special edition of *Bancaria*.

I must begin with sincere thanks to Università di Roma 3 for hosting and organising this conference. Particular thanks go to the conference co-organisers, Professors Franco Fiordelisi and Daniele Prievati, and their most efficient organising team. The many sponsors of the conference, including the Associazione Bancaria Italiana, were also invaluable. To all of the helpers, supporters and sponsors of this conference, we are most grateful.

In the following note, I will outline the nature of the Wolpertinger and why it was founded. The main driver of the club, Professor Jack Revell, had a particular respect for the contributions of Italian scholars to the research domain that he emphasised and for which he acquired an international reputation.

2 The Wolpertinger

The Wolpertinger is an association of European university academics with a common interest in the economics of financial systems and financial institutions. It began in 1982 as a club of professors who shared these common interests and decided to meet once a year to discuss their research, exchange ideas and develop ways to co-operate in the research and teaching of banking, financial institutions and the economics of financial systems.

This «club» began in Bavaria (the «Wolpertinger» is a mythical Bavarian beast) and Professor Jack Revell (Cambridge and Bangor) was an important figure in establishing it. Jack Revell was also responsible for establishing Banking and Finance as major economic disciplines at Bangor University. The University's present Business School, headed by Professor Phil Molyneux, is the product in part of his vision and drive. In the latest UK Research Assessment Exercise (Rae), the Bangor Business School was ranked as the top research group in the UK within its main research discipline.

Other important founding members of the Wolpertinger were Professor Marco Onado (Bocconi), Francesco Cesarini

(Milan), Jean-Paul Abraham (Namur and Leuven) and Leo Schuster (Ingolstadt). The «Italian connection» in the founding of this club speaks for itself!

3 The Wolpertinger's historical focus

The original Wolpertinger members shared a common research interest in the economics of banking and financial systems. In this context, they emphasised the importance of institutions and institutional behaviour in understanding and researching banking and financial systems.

Recognising the importance of institutions is the bedrock of this methodological style and its importance is emphasised *inter alia* by Tobin (1967), commenting on a famous paper by Meltzer (1967) on the regulation of financial institutions: «I have no conclusions or recommendations to offer, only perplexity. I hope that those who continue to work on this fascinating and important subject will not hesitate to take from time to time a fundamental and radical look at the institutions they are appraising».

Sayers (in the UK) adopted this kind of approach during the 1960s and Jack Revell's work at Cambridge and Bangor extended and developed it.

This approach to research became very unfashionable and marginalised during the 1970s and 1980s in mainstream economics. Major theoretical developments and mathematical modelling became more dominant in the post-1970s era of the rise of «scientific method» in economics, and these were undoubtedly important developments. Concern with institutions and real-world institutional behaviour, however, became less emphasised. The present crisis that began in 2007, however, is a reminder that understanding institutions is important and cannot be ignored by economists who seek to influence practical policy.

4 The modern Wolpertinger

The genesis of the Wolpertinger and the interests of the modern Wolpertinger comprise a fascinating journey and insight into how banking and financial economics has developed as a corpus of knowledge. The Wolpertinger was never a collection of economic «Luddites» or any kind of exclusive club that did not respect and use the major research contributions of the whole family of economics. The modern Wolpertinger continues to emphasise the importance of institutions, but also deploys the relevant empirical methodology to derive robust results that can inform policy. Scientific method and institutions are not seen as mutually exclusive «camps», but as co-operative domains.

The «Wolpertinger 2009» conference in Rome illustrates the approach of the «modern Wolpertinger» and this is not just a European phenomenon. Leading US researchers in the field (Berger, Humphrey, Mishkin, Thakor to name but a few) have always been noteworthy exponents of this kind of approach and the recent (Berger *et al*) book is, for me, another good example of it. The following excellent papers from the «Wolpertinger 2009» conference are another good illustration of this same synthesis in understanding the underlying economics of banking and financial systems.

REFERENCES

- Berger, Allen, N., Philip Molyneux and John O.S. Wilson** (2010), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press, Oxford.
- Gardener, Edward P.M.** (1990), *The Future of Financial Systems and Services*, The Macmillan Press, London, Festschrift in honour of Professor Jack Revell.
- Meltzer, Allan H.** (1967), «Major Issues in the regulation of financial institutions», in *Journal of Political Economy*, Part 1, Vol. 75, No. 4, August, pp. 482-500.
- Sayers, R.S.** (1970), *Modern Banking*, Oxford University Press, London.
- Tobin, James** (1967), «Comments», in *Journal of Political Economy*, Part 1, No. 4, Vol. 75, August, pp. 508-9.

Financial crises and the challenges for future research

Le crisi finanziarie e le sfide per la ricerca

The main causes of the crisis could be ascribed to the global liquidity equilibrium, political interference in the credit market, bank credit standards, securitization and credit ratings. In order to better understand the crisis development and effects, the infectious leverage and the role of the financial innovation had to be considered. When house prices grow and financial intermediaries work in a competitive environment, a financial crisis will be more probable and so a better supervisory approach is necessary.

Anjan Thakor

Olin School for Business,
Washington University, Usa

Le principali cause della crisi finanziaria evidenziate in letteratura sono legate alla liquidità, all'interferenza della politica nel mercato del credito, agli standard di affidamento delle banche, alla cartolarizzazione e ai rating.

Un'analisi più completa del fenomeno deve però considerare anche il meccanismo di contagio attraverso la leva finanziaria e il ruolo dell'innovazione finanziaria. In un contesto di prezzi degli immobili crescenti e di elevata competizione tra banche, la probabilità di una crisi finanziaria cresce e, di conseguenza, è necessario un meccanismo di vigilanza più attento ed efficace.

1 Introduction

The current global financial crisis has raised serious questions about the underlying causes of financial crises and the implications of these for future research. In fact, the May 16 2009 issue of *The Economist* even suggested that the crisis had seriously compromised the credibility of much of Economics as a field. Whether it is too extreme a characterization of the potential implications of the crisis may be subject to debate. But what is not debatable is that the crisis has had a profound effect on global financial markets whose severity was not predicted by our theories and it has also highlighted numerous questions for which we either do not have answers or our answers are highly incomplete.

The article covers three areas: the global financial crisis (Section II), the commonly-ascribed causes and my own perspective (Section III), and the implications for Finance research in the future (Section IV).

2 The global financial crisis

The current crisis is often portrayed by politicians as the biggest crisis since the Great Depression of the 1930s, suggesting

that it is a largely discrete and dramatic event, something quite unprecedented. While the magnitude of this crisis certainly makes many previous crises pale by comparison, financial crises are by no means unprecedented or even infrequent. Eichengreen and Bordo (1999) report that there were 38 financial crises during 1945-1971, and 139 financial crises during 1973-1997. So the frequency of financial crises has increased in the more recent decades relative to what it was in the past. It is an interesting question for future research why this has happened.

As we all know, the numbers related to the current crisis are ugly. Global lending in the syndicated loan market plunged 27% between the first quarter of 2008 and the first quarter of 2009. The numbers in the Us are even worse-lending declined by 42% between the first quarter of 2008 and the first quarter of 2009. Numerous banks have failed and many others-banks and non-banks alike-have teetered on the verge of bankruptcy and some have been acquired by healthier institutions, often with government assistance. Bank balance sheets are weighed down by toxic assets, and there has been a dramatic rise in bank reserves held with the Federal Reserve. News about the health of the financial system still remains a mixed bag.

Keywords: Financial crisis, Infectious leverage, financial innovation

Jel codes: G01, G21, G28

3 The commonly-ascribed causes of the crisis: the standard story

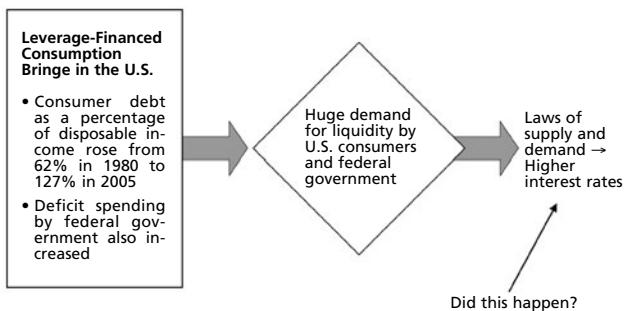
In what follows, I describe what I refer to as the «standard story» of how this crisis came about. It is a collection of five forces that worked in concert to create the crisis. The term «standard story» is a bit of a stretch since I have never actually seen this story in its entirety either in press or in a presentation by anyone. So in that sense, it is very much my «personal story» about what caused the crisis. However, I refer to it as the «standard story» because I have seen various elements of the explanation either in published accounts of the crisis or in presentations at conferences.

I mentioned that my explanation of the crisis is built around five forces that worked together to create the crisis. These are: a global liquidity equilibrium involving an excess supply of liquidity to the Us, political interference in credit allocation, increasingly lax credit standards by banks, easing of credit requirements by Fannie Mae and Freddie Mac, and inaccurate credit ratings. I now discuss each in turn.

1 Global liquidity equilibrium. In the past few decades, there has been what I call a «leverage-financed consumption binge» in the US, as both consumers and the government have significantly increased consumption, and have financed this higher consumption with higher leverage. As figure 1 shows, consumer debt as a percentage of disposable income rose from 62% in 1980 to 127% in 2005.

Figure 1

The «standard story» of the crisis

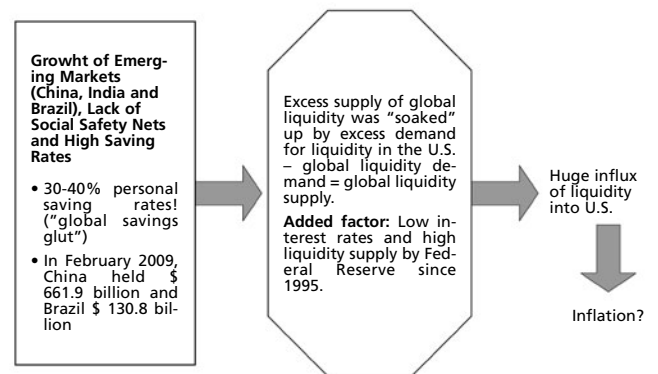


Deficit spending by the federal government also increased during this time. This increase in leverage fed and further stimulated a huge demand for liquidity by Us consumers and the federal government. Ordinarily this would lead to higher interest rates. But this did not happen. Why?

The answer, as indicated in figure 2, is that the growth of emerging markets in India, China and Brazil, combined with the relative lack of safety nets in these countries, led to very high personal savings rates that, in turn, engendered a huge supply of liquidity from these countries.

Figure 2

Why Us liquidity demand did not lead to higher interest rates



This liquidity supply enabled the liquidity demand in the Us to be satisfied. In other words, the «global savings glut» – arising largely from high savings and accumulated reserves in emerging-market countries-was soaked up by the very high demand for liquidity in the Us, enabling the attainment of equilibrium in the global market for liquidity. As a small piece of evidence, in February 2009, China, Japan and Brazil held approximately \$1.6 trillion in Us Treasury bonds.

Under normal circumstances, this huge influx of liquidity into the Us would have caused inflation to heat up. But this too did not happen. Why?

The answer lies, once again, in the changes that were occurring in the emerging markets. Whenever inflation reared its head, Us companies outsourced the manufacturing of

goods to China and the provision of services to countries like India and the Philippines. Prices of goods and services in the US and other western countries stayed low.

Now, one asset class for which this argument does not work is real estate. You cannot move real estate from one country to another. Thus, the influx of liquidity into the US caused real estate prices to rise steeply as a large amount of liquidity chased various forms of real estate. The monthly housing price index zoomed about 70% between 1999 and 2007. And real estate loans and Fdic-insured commercial banks increased from \$2 trillion in 2002 to \$3.6 trillion in 2007. Thus, we had the first cause of the crisis-equilibrium in the global liquidity market led to a huge influx of liquidity into the US and generated a housing price bubble.

2 Political interference in credit markets. For at least 12 years or so leading up to the onset of the crisis in 2007, the executive as well as legislative branches of the US government were periodically intervening in credit allocation through various legislative initiatives.

It began with the strengthening of the Community Reinvestment Act (CRA) in 1995. This increased the pressure on banks to make subprime loans. Later, Congress passed the American Housing Rescue and Foreclosure Prevention Act of 2008. It included \$300 billion in mortgage guarantees, unlimited financial support for Fannie Mae and Freddie Mac, and significant tax credits for first-time home buyers. Even before this, the Housing and Urban Development (HUD) department was pushing Fannie and Freddie to buy and securitize more subprime mortgages. Moreover, there was political pressure on banks to be more aggressive in low-income loan originations and less aggressive in foreclosures after delinquencies in repayments. In 1996, the probability of foreclosure on a home conditional on 90-day delinquency was 70%. By 2003, this had dropped to 25%. And then there was legislation in 2006 to «encourage» Moody's Investor Service and Standard & Poor's to provide more lenient ratings and be «consistent» with Fitch Ratings in rating collateralized debt obligation (CDO) tranches.

So we have the second cause of the crisis-excessive political interference in credit allocation.

3 Increasingly lax credit standards by banks. Partly as a consequence of these developments, banks started to lend increasingly to people with poor credit histories, e.g. by offering adjustable-rate mortgages (ARMs) with low «teaser rates» promising they could refinance later at again a low rate. This was in part caused by the new «originate to distribute» securitization model: banks originated loans and sold them to Fannie and Freddie. This may have caused moral hazard (misalignment of incentives). Some evidence of this moral hazard is provided in Keys, Mukherjee, Seru and Vig (forthcoming). This paper shows securitized loans have higher default risk than otherwise-comparable loans that are retained on the books of originators. So we have our third cause-banks began to adopt increasingly lax credit and foreclosure standards.

4 Securitization agencies began to ease credit requirements. Due to a variety of factors, not the least of which was political pressure, the principal institutions for securitizing mortgages, Fannie Mae and Freddie Mac, began to ease their credit requirements for mortgages that qualified for securitization. This fourth factor contributed to the crisis by making it easier for banks to originate high-risk (and often difficult to easily determine) loans and get them off their books via securitization.

5 Inaccurate credit ratings. A lot of criticism has been directed at rating agencies for having assigned overly-generous ratings to the tranches of securitization portfolios. Many have pointed to conflicts of interest arising from the growing stream of revenues for credit rating agencies from rating securitization tranches. A bit overlooked though is the role of hubris. Rating agencies were experienced in rating securitization tranches associated with prime mortgages, and for these products the benefits of diversification operated the way classic portfolio theory suggests-mortgage defaults across different geographies exhibited low correlations. However, subprime borrowers had such high leverage ratios that they were «living on the edge». Even relatively small macroeconomic shocks-those that would have left prime borrowers largely unaffected-had the potential to induce *correlated* defaults among subprime borrowers. Diversification was conse-

quently far less effective with subprime mortgage pools, and portfolio risk was higher than that one would assess based on the historical default data related to prime mortgages. So part of the problem that the rating agencies may have had in rating tranches of subprime mortgage pools is the lack of reliable historical data for estimating risk.

So here is the bottom line of the standard story—large influx of liquidity in the Us that led to a housing price bubble, political interference in credit allocation, increasingly lax credit standards by banks, easing of credit requirements by the major securitization institutions, and inaccurate credit ratings represented five forces that came together to generate the «perfect storm,» a storm that exploded into a raging wildfire that is the current global financial crisis.

4 Is there more to it?

While the standard story is informative, I believe it is incomplete. It leaves unanswered some important questions. Why has the frequency of financial crises gone up so much? Are financial crises likely to occur again even if we do not encounter the same forces that led to this crisis? In this section, I offer some thoughts on additional elements that may move us in the direction of a more complete understanding. What I discuss are two research ideas that I am currently pursuing: infectious leverage and the inevitability of financial crises. I discuss each briefly below.

Infectious Leverage. In a recent paper, Goel, Song and Thakor (2009), we observe that an interesting feature of the current crisis is that both borrower leverage and bank leverage spiked up prior to the crisis (see, for example, Gerardi, Lehnert, Sherland and Willen (2008)). We ask why. We also enquire into why the leverage choices of banks tend to be correlated in the cross-section.

To address these questions, we develop a theory in which borrowers' leverage choices, banks' leverage choices and house prices are all endogenously determined. Our main finding is that when house prices are high, borrowers and banks simultaneously exhibit high leverage ratios. Borrowers

have high leverage because their wealth endowments are fixed and they need to borrow more in order to purchase more expensive houses. For banks, the reasoning is a bit more complicated. With expected returns that are independent of the level of the house price, a high house price in this period is an indication of a high probability of a high house price next period. Since the house the borrower purchases serves as collateral for the loan that finances the house purchase, the bank perceives lower credit risk when the future expected house price is higher. Consequently, the bank reduces the amount of equity it keeps to absorb credit risk when the house price in the current period is high. Thus, we have high bank leverage accompanying high house prices.

This suggests that the financial system is exposed to multiplicative fragility when house prices are high. Banks are more likely to default on their own debt obligations because they are more highly levered at higher house prices. And banks are also more likely to default at higher house prices because they face increased credit risk stemming from their borrowers choosing higher leverage ratios. One implication is that there is a need for financial service regulators to be more vigilant when house prices are higher.

Financial Innovation. In an unrestricted-entry, competitive financial services industry, the profits of financial intermediaries («banks» for short) get driven down to zero due to (Bertrand) competition. To generate positive expected profits, banks need to innovate. However, unlike innovations in real-product markets, financial innovations are *not* patentable. Consequently, profitable innovations will be imitated, driving down profits for the lead innovator.

In a recent working paper, Thakor (2009), I posit that one approach to protecting the rents from innovation is for the lead innovator to choose an innovation that has a low degree of familiarity for other banks—the less familiar the innovation to potential competitors, the less likely it is to be imitated. This pushes the lead innovator in the direction of choosing relatively unfamiliar innovations. But lack of familiarity also has two disadvantages. One is that unfamiliar-

ity could also cause the *financiers* of the bank to lose confidence in the innovation and lead to short-term funding not being renewed at an interim date. Another disadvantage is that, conditional on short-term funding not being renewed, the probability that the bank can sell the loan in the secondary market is also lower when the innovation is less familiar. So the bank faces a tradeoff between the higher profitability due to lower competition associated with less familiar innovations and the higher liquidity risk associated with less familiar innovations. It ends up choosing an innovation with intermediate familiarity that is mimicked by some, but not all, banks.

Now, if banks' asset portfolios are sufficiently opaque to the investors who fund banks, there is a positive probability that when investors lose confidence in the innovation, they will refuse to renew short-term funding for all banks because they are unable to precisely determine each bank's balance-sheet exposure to the innovation. A financial crisis consequently ensues.

The message of the theory is that the probability of a financial crisis is always positive in a competitive financial services industry. The only way to eliminate the probability of a crisis is to eliminate the possibility of financial innovation!

Thus, one interpretation of the current crisis is that it was caused by financial innovation. But there is no denying that the five factors discussed earlier added substantial fuel to a crisis that may have occurred in any event due to financial innovation incentives and competition.

4 Conclusion

What this crisis, and the research it has spawned, have taught us is that we need to go back to the basics and re-examine some fundamental principles. One has to do with the value of leverage. Our theories about the impact of tax subsidies in a with-corporate-taxes Modigliani and Miller world have suggested to practitioners that higher leverage enhances value creation if only the agency problems associated with high leverage can be resolved. The literature is replete with papers wondering why firms are so underlevered and why banks keep so much excess capital. We have viewed with suspicion firms that keep cash on the balance sheet. It may be time to revisit these views.

Leverage may be far more pernicious than our research has acknowledged so far. Capital may be far more valuable than has been recognized thus far [e.g. Mehran and Thakor (forthcoming)]. And stockpiling liquidity may have benefits that have not been appreciated enough. These issues represent a rich agenda for future research.

REFERENCES

- Bordo M., Eichengreen B.**, «Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?», in Gruen D. and Gower L. (eds), *Capital Flows and the International Financial System Reserve Bank of Australia*, RBA Annual Conference Volume.
- Goel A., Song F., Thakor A.**, «Infectious Leverage», Washington University in St. Louis working paper, July 2009.
- Keys B., Mukherjee T., Seru A., Vig V.**, «Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans», in *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- Mehran H., Thakor A.**, «Bank Capital and Value in the Cross-Section», in *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Thakor A.** (2009), «Are Financial Crises Inevitable?», Washington University in St. Louis working paper, August.

La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?

European financial supervision after the de Larosière Report: are we on the right track?

La crisi ha dimostrato che occorre rafforzare la vigilanza in materia di rischio sistemico e nei confronti delle grandi istituzioni finanziarie. Le indicazioni del Rapporto de Larosière che la Commissione Ue ha fatto proprie consentono importanti passi in avanti per rafforzare l'architettura della regolamentazione finanziaria e accelerare la convergenza. Alcuni aspetti rilevanti relativi, in particolare, al ruolo delle autorità di vigilanza coinvolte e ai rapporti tra tali autorità devono tuttavia essere ancora definiti per poter realizzare compiutamente il processo avviato.

Marco Onado

Università Bocconi, Milano

The crisis has shown the need to strengthen supervision on systemic risk and on large complex financial institutions. The de Larosière Report and Eu Commission indications allow to strengthen the architecture of financial regulation and to accelerate convergence. Some important aspects, concerning in particular the role of supervisory authorities involved and the relationship between these authorities, need to be further defined in order to complete the process.

1 Premessa

La crisi finanziaria ha dato origine ad un ampio dibattito sulle lezioni da trarre, soprattutto per quanto concerne la regolamentazione. Ciò è ancora più vero in Europa, dove la crisi ha anche determinato un serio arretramento del processo di integrazione. Il Rapporto de Larosière, pubblicato a febbraio 2009¹, è stato recepito dalla Commissione in maggio² e ha ispirato le proposte di regolamentazione rese note alla fine di settembre³. Tali proposte costituiscono la risposta ufficiale ai problemi europei e sono state accolte favorevolmente, soprattutto per il loro dichiarato obiettivo di realizzare un livello europeo di regolamentazione. Molti dettagli – dove notoriamente si annida il demonio – sembrano però non sufficientemente definiti. Altri sembrano offrire soluzioni parziali o sub-ottimali.

Il presente articolo discute gli aspetti in cui la proposta per la regolamentazione europea sembra meritare una definizione più precisa o soluzioni più incisive. In particolare, si mettono in evidenza sette punti critici, che possono essere definiti i «sette peccati di omissione» della parte di proposta relativa al livello macro di supervisione prudenziale. Inoltre, si evidenziano due pro-

blemi generali non risolti relativi al livello microprudenziale. Questi sembrano derivare dal desiderio di raggiungere un compromesso accettabile fra le diverse esigenze nazionali. È vero che Voltaire ha detto che l'ottimo è nemico del bene (si badi che non ha detto: «il meglio» come molti ritengono), tuttavia l'esperienza europea ha dimostrato al di là di ogni ragionevole dubbio che i compromessi (e i comitati che ne derivano) molto spesso non hanno raggiunto gli obiettivi ottimisticamente loro assegnati. L'ultimo esempio è la cosiddetta procedura Lamfalussy, i cui risultati deludenti sono bene messi in luce dallo stesso Rapporto de Larosière. Ci si può pertanto chiedere per quale motivo il compromesso Larosière dovrebbe funzionare meglio del compromesso Lamfalussy. La *realpolitik* è comprensibile, ma dobbiamo ricordare che in materia di regolamentazione le soluzioni di second-best possono portare a risultati molto insoddisfacenti. Non a caso, in un'audizione parlamentare sul tema, il Direttore generale della Banca d'Italia ha richiamato due volte la necessità di soluzioni «ambiziose»⁴. È dunque opportuno che ogni possibile area di criticità venga affrontata per tempo: il Rapporto de Larosière ha fornito importanti stimoli e consente la creazione di due organi-

Keywords: crisi finanziaria, supervisione finanziaria, rapporto de Larosière

Jel codes: G01, G21, G28

¹ The de Larosière Group, Report, 2009.

² Commission of The European Communities, Communication from the Commission, European Financial Supervision Brussels, 27.5.2009 (COM(2009) 252 final).

³ Commission of The European Communities, Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on

Community Macro Prudential Oversight of the Financial System and Establishing a European Systemic Risk Board Brussels, COM (2009) 499/3 and the proposals for establishing a European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority and a European Securities and Markets Authority.

⁴ Fabrizio Saccomanni, Audizione alla Commissione VI della Camera dei Deputati (Finanze) nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione Europea sulla vigilanza finanziaria europea, Roma, 15 settembre 2009. Cfr. in particolare pp. 6 and 16.

smi europei di vigilanza di grande significato politico. Ma occorre anche considerare queste realizzazioni come un punto di partenza e uno stimolo a risolvere i problemi tecnici ancora aperti.

2 La crisi finanziaria e le criticità del sistema europeo di vigilanza

La crisi ha mostrato molti punti deboli nel sistema finanziario globale. Le istituzioni finanziarie si sono rivelate molto più fragili di quanto si pensasse e l'intera costruzione regolatoria è risultata inadeguata rispetto alle dimensioni e alla complessità delle banche di oggi. Il Financial Stability Forum (ora Financial Stability Board) ha proposto fin da aprile 2005⁵, una serie di misure, molte delle quali ancora da realizzare, e ha in particolare messo in rilievo il problema della supervisione delle grandi banche globali, che ricadono nella giurisdizione di più autorità di controllo. Per questo gruppo di banche, il Fsb ha proposto di rafforzare la cooperazione tra diversi paesi, per il tramite dei cosiddetti «collegi di supervisori». Il rapporto del Gruppo dei Trenta pubblicato a gennaio 2009 aveva espresso lo stesso auspicio...⁶

L'Europa deve affrontare un ulteriore problema. La crisi ha infatti messo drammaticamente in evidenza la fragilità della struttura sovranazionale costituita dai cosiddetti Comitati di livello-3 della procedura Lamfalussy⁷. Nei giorni più cupi della crisi, la situazione delle banche in difficoltà è stata analizzata solo dalle autorità nazionali e le azioni necessarie sono state decise solo dai governi nazionali. Ciò ha aumentato il contrasto fra la realizzazione di una moneta unica e l'obiettivo di integrazione finanziaria da un lato e una struttura di regolamentazione rigidamente disegnata lungo i confini nazionali. Secondo molti commentatori, il processo di integrazione europea ha segnato un significativo passo indietro. Le banche che erano cresciute fino a raggiungere una dimensione pan-europea hanno incontrato più problemi che vantaggi. Un documento di Unicredit⁸ rileva che la struttura frammentata della regolazione e supervisione europea aumenta in modo non giustificato i costi regolatori e impedisce il funzionamen-

to efficiente di istituzioni pan-europee. Per questo motivo, come ha detto il presidente della Fsa britannica, per il futuro dobbiamo scegliere fra più poteri nazionali o più Europa⁹.

Per risolvere questi problemi, la Commissione europea ha nominato un Comitato di alto livello presieduto da Jacques Larosière, con il compito di «formulare proposte per rafforzare il quadro di regolamentazione europea per tutti i settori finanziari, al fine di istituire un sistema europeo di supervisione più efficiente, integrato e sostenibile». Il Rapporto de Larosière ha formulato diverse proposte relative alla supervisione finanziaria, sia a livello macro, sia a livello micro, largamente recepite nella citata proposta della Commissione. In particolare, si mira ad istituire due nuovi organismi: il primo è lo European Systemic Risk Board (Esrb) che dovrà vigilare sui rischi per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo insieme (vigilanza macroprudenziale). Il secondo, denominato European System of Financial Supervisors, (Esf) si occuperà della supervisione finanziaria tradizionale (vigilanza microprudenziale). Esso comprende le autorità nazionali di vigilanza finanziaria e le nuove autorità europee di vigilanza (Esa, European Supervisory Authorities), che deriveranno dal potenziamento dei tre attuali comitati di livello-3 e che come questi ultimi avranno competenza rispettivamente in materia di banche, mercati e assicurazioni.

La tavola 1 sintetizza le principali caratteristiche delle due istituzioni.

Secondo la Commissione europea, la soluzione relativa alla supervisione microeconomica dovrebbe precludere alla creazione di un autentico sistema di regolamentazione europea, presumibilmente basato su due autorità: una per le banche e le assicurazioni, l'altra per i mercati. Questo passaggio dovrà comunque essere valutato dopo alcuni anni di funzionamento del nuovo regime.

3 Il gruppo delle grandi banche di rilievo sistemico (Lcfi)

La crisi ha dimostrato l'importanza cruciale dal punto di vista del rischio sistemico di un gruppo di banche globali molto

⁵ Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience* 7 April 2008.

⁶ Group of Thirty, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, Washington, January 2009.

⁷ Si tratta del Cebis (Committee of European Bank supervisors), del Cesr (Committee of European Security Supervisors) e del Ceiois (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors).

⁸ UniCredit Group, *Cross-border banking in Europe: what regulation and supervision*, Forum on Financial Cross-Border Groups, Discussion Paper, March 2009.

⁹ The Turner Review. *A regulatory response to the global banking crisis*, London, March 2009.

I nuovi organismi di vigilanza

	Esrb	EsfS
Missione	Monitorare e valutare i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso	Supervisione delle singole istituzioni e armonizzazione degli standard di vigilanza in Europa
Compiti	Raccogliere e analizzare tutte le informazioni rilevanti per monitorare e valutare possibili minacce alla stabilità. Identificare i rischi e attribuire loro una priorità. Emettere segnali di allarme quando i rischi appaiono significativi. Monitorare il follow-up dei segnali e delle raccomandazioni. Collegarsi con il Fmi, il Fsb e controparti di altri paesi.	Assicurare un unico set di regole armonizzate. Assicurare l'applicazione coerente delle regole europee. Assicurare una cultura di vigilanza comune e pratiche efficaci. Raccogliere informazioni per la vigilanza micro-prudenziale. Svolgere un ruolo internazionale.
Organi	Board Steering Committee Secretariat (Banca centrale europea) Advisory Technical Committee	Steering Committee Board of Supervisors di ciascuna Esa Management Board di ciascuna Esa
Composizione del principale Board	Presidente della Bce Vicepresidente della Bce Governatori delle banche centrali nazionali Un membro della Commissione europea Presidenti delle tre Esa <i>Membri senza diritto di voto</i> Un rappresentante per ciascuno stato membro della autorità nazionale competente presidente dell'Economic e Financial Committee	Presidente della rispettiva Esa, che presiede le riunioni, ma senza voto. Presidenti delle autorità nazionali per ciascuno stato membro <i>Membri senza diritto di voto</i> Un rappresentante della Commissione Un rappresentante dell'Esrb Un rappresentante delle altre due Esa

grandi e particolarmente complesse, che vengono normalmente definite come *Large complex financial institutions* (Lcfi).

La ricerca in materia è stata promossa dalle banche centrali¹⁰, assai prima della crisi e ha messo in evidenza che la caratteristica fondamentale non è tanto la dimensione (in termini di estensione geografica o di totale dell'attivo) quanto la complessità (e dunque la difficoltà per i supervisori di conoscere i rischi effettivi); l'interconnessione (e dunque l'alta probabilità di dare origine alla classica reazione a catena che parte dalla crisi di un intermediario) e infine l'esposizione a fattori di rischio comune (che amplifica le reazioni e rende il rischio endogeno al sistema finanziario nel suo complesso)¹¹.

Questo gruppo di banche pone problemi di vigilanza particolarmente complessi che non erano mai stati affrontati, almeno in questa misura. In particolare, sono stati messi in evidenza i seguenti punti.

■ La vigilanza sulle Lcfi deve essere esercitata congiuntamente da più autorità (né il principio del paese d'origine né quello del paese ospite sono adeguati).

Le banche che appartengono a questo gruppo non solo hanno dimensioni enormi in termini di totale attivo (spesso di gran lunga superiore al Pil del paese in cui hanno la sede legale) ma operano su scala globale, al di là della giurisdizione e anche delle capacità effettive di intervento di qualsiasi autorità nazionale di vigilanza. Per esse, né il principio del paese d'origine, né quello del paese ospite possono portare ad una vigilanza adeguata. Occorre dunque individuare accordi di vigilanza sovra-nazionali.

C'è però un aspetto positivo: dato l'attuale elevato livello di concentrazione del sistema finanziario, è sufficiente intervenire su questo gruppo di banche per controllare la parte prevalente delle cause di rischio sistemico. Come afferma Haldane, «non per niente, sono stati gli epidemiologi ad enunciare per primi il principio 80/20» (cioè che l'80% dei problemi è generato dal 20% della popolazione).

In Europa, i Financial Stability Report della Bce hanno identificato un insieme di 35 «gruppi bancari grandi e complessi». Il vice presidente della Bce ha poi ricordato che alla fine del 2007 i primi 43 gruppi bancari con attività cross-border rappresentano il 76 % del totale attivo delle banche europee; mentre nell'area dell'euro i primi 30 gruppi rappresentano il 73%¹².

¹⁰ Laurence H. Meyer, *The Challenges of Global Financial Institution Supervision*, Remarks at the Federal Financial Institutions Examination Council, International Banking Conference, Arlington, Virginia May 31, 2000; Ian W Marsh and Ibrahim Stevens, «Large Complex Financial Institutions: Common Influences on Asset Price Behaviour?», in *Bank of England Quarterly Bulletin* December 2003. See also the Financial Stability Report published by the Bank of England and the Ecb of the last years.

¹¹ Andrew G Haldane, *Rethinking the Financial Network*, Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, April 2009.

¹² Lucas Papademos, «Strengthening macro-prudential supervision in Europe», Speech at the conference on *After The Storm: The Future Face of Europe's Financial System* organised by Bruegel, National Bank of Belgium and the International Monetary Fund Brussels, 24 March 2009.

▣ La vigilanza deve essere realizzata tenendo conto delle interconnessioni e dell'endogeneità del rischio (macro e micro).

L'evoluzione del sistema finanziario ha reso il rischio finanziario sempre più endogeno al sistema nel suo complesso, aprendo così un divario crescente fra il rischio percepito dalla singola istituzione (rischio a livello micro) e quello in capo alla stessa istituzione, derivante dalle connessioni con altri intermediari, che possono reagire congiuntamente e muovere nella stessa direzione a motivo di uno stesso impulso. L'«errore» delle singole banche e delle autorità di vigilanza è stato di concentrarsi sul livello micro, nel quale le scelte individuali erano razionali e sembravano sicure. Ma come osserva Haldane: «Da un punto di vista individuale, queste strategie apparivano come ragionevoli tentativi di ridurre il rischio mediante la diversificazione: più uova venivano poste nello stesso paniere. Ma è chiaro oggi che dal punto di vista generale queste strategie conducevano al risultato opposto: più aumentava il numero delle uova, più aumentava la fragilità del paniere e con essa la probabilità di avere uova marce».

Abbiamo dunque bisogno di portare la vigilanza ad un livello superiore, collegando la dimensione micro con quella macro. Ma quest'ultima non riguarda solo le condizioni generali del sistema economico, ma gli effetti sistemici di condotte individuali, particolarmente quelle poste in essere dalle grandi istituzioni complesse che rendono il rischio sempre più endogeno.

⚡ I poteri di vigilanza devono essere utilizzati in modo più discrezionale a livello sia macro sia micro.

Le numerose proposte di riforma della regolamentazione finanziaria sono state realizzate solo parzialmente, anche perché i governi erano troppo impegnati nelle operazioni di salvataggio. Ma è bene sottolineare che le modifiche necessarie non richiedono di soffocare l'attività degli intermediari o di impedire l'innovazione. Come ha più volte chiarito il Financial Stability Board¹³, possiamo correggere gli eccessi del passato con un numero ragionevole di nuove misure che impongano alle banche di detenere più capitale e di migliore qualità rispetto al passato e che correggano le non poche distorsioni del processo di securitization.

Il punto è che, nel passato, il pendolo è oscillato troppo dalla discrezionalità all'automatismo nell'applicazione delle regole; ci si è affidati in misura eccessiva a meccanismi automatici, a cominciare da quelli di Basilea. In altre parole, abbiamo posto l'enfasi sul terzo pilastro di Basilea (la disciplina di mercato) e non abbastanza sul secondo, cioè l'applicazione delle regole ai singoli casi aziendali. Ad esempio, la maggior parte delle autorità di vigilanza si è astenuta dal chiedere alle banche di aumentare il livello del capitale talvolta per una forma di «cattura», ma anche perché non volevano (o non osavano) correggere le valutazioni del mercato.

L'eccessivo peso attribuito alle regole automatiche è stato uno dei fattori determinanti della prociclicità dei requisiti di Basilea, che si cerca ora di correggere. Ma è pressoché impossibile correggere le distorsioni dovute a regole troppo automatiche con nuovi automatismi. Occorre una maggiore discrezionalità delle autorità di vigilanza, come dimostra chiaramente l'esperienza della Banca di Spagna per correggere i difetti prociclici dei requisiti patrimoniali.

In futuro, l'azione di vigilanza dovrà essere basata anche su una valutazione discrezionale dei rischi di ciascuna banca (come era chiaramente detto negli accordi di Basilea-2) e quindi su uno stile di vigilanza più diretto: i tempi del «tocco leggero» di cui si vantava la Fsa britannica sono passati. Ne consegue che le autorità devono avere poteri e strumenti per passare dalla valutazione all'azione. Come ha affermato Trichet¹⁴, «dobbiamo essere più risoluti nel prevenire l'accumulazione di rischi. Dobbiamo rafforzare la valutazione di stabilità del sistema finanziario e sviluppare meccanismi che consentano di trasferirle in misure concrete».

▣ Sono necessarie regole ad hoc.

Le Lcfi devono essere soggette a norme di vigilanza specifiche per tener conto del loro contributo al rischio sistemico. Anche se non è possibile in questa sede approfondire questo aspetto, va ricordato che le principali misure proposte riguardano una maggiorazione dei requisiti di capitale, le riserve di liquidità. È stato anche proposto uno speciale regime di liquidazione in caso di crisi. Dunque si sta delineando la possibilità di realizzare un regime specifico di supervisione finan-

¹³ Financial Stability Board, *Improving Financial Regulation*, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Pittsburgh 25 September 2009.

¹⁴ Jean-Claude Trichet, *Remarks on the Future of European Financial Regulation and Supervision*, Keynote address at the Committee of European Securities Regulators (Cesr), Paris, 23 February 2009.

ziaria collegato solo alle possibili conseguenze sistemiche dell'operato di questo gruppo di banche.

È L'informazione è cruciale.

La crisi ha dimostrato che i regolatori non disponevano di informazioni fondamentali per l'attività di vigilanza: basti pensare al cosiddetto «sistema bancario ombra» e al mercato Otc dei titoli strutturati e dei derivati per capire fino a che punto lo schermo radar delle autorità di vigilanza era incapace di cogliere i rischi collegati a parti fondamentali del moderno sistema finanziario. Il Fondo monetario ha recentemente sottolineato nel suo rapporto di settembre 2009¹⁵ che fin dal 2006 aveva segnalato la «scarsità dei dati a disposizione delle autorità per valutare quantitativamente il grado di riduzione del rischio e per capire dove era stato trasferito il rischio di credito».

È quindi necessario costruire un sistema di informazioni adeguate alla realtà finanziaria attuale, il che significa guardare in particolare alle sue interconnessioni. Le autorità di vigilanza devono non solo sapere «chi possiede cosa» ma anche «chi deve quanto a chi». Esse devono quindi avere i poteri per ottenere le informazioni necessarie dalle singole istituzioni. Il passo successivo dovrà essere quello di condividere queste informazioni fra tutte le autorità interessate al funzionamento delle Lcfi.

4 I punti critici della proposta di regolamentazione europea

Le raccomandazioni del Rapporto de Larosière sono state tradotte dalla Commissione in una proposta di legge presentata alla fine di settembre. Il quadro che ne deriva è stato unanimemente apprezzato per il tentativo di rafforzare l'architettura della regolamentazione finanziaria europea e di accelerare il processo di convergenza. Ma per capire se si tratta di una risposta adeguata ai problemi posti dalla crisi finanziaria in generale e a quelli europei in particolare, occorre rispondere a tre fondamentali domande: sarà possibile affrontare in modo adeguato il rischio sistemico? Sarà possibile vigilare in modo adeguato sul gruppo europeo di Lcfi? Abbiamo tratto le giuste

conclusioni dai deludenti risultati di tanti anni di sforzi per l'armonizzazione del quadro regolatorio europeo? Nelle prossime pagine, si cerca di rispondere a queste domande, considerando separatamente il livello della supervisione macro e successivamente quello micro.

La vigilanza macroprudenziale. Il Rapporto de Larosière ha individuato una delle principali cause della crisi nell'insufficienza della supervisione a livello macro. In particolare «le autorità di vigilanza si sono concentrate sulla supervisione microeconomica e non sufficientemente sui rischi macroeconomici di un contagio in seguito a shock fra loro correlati»¹⁶. Questo giudizio è condiviso da altri importanti rapporti (ad esempio quello del Gruppo dei Trenta), da organismi internazionali come l'Imf e la Bri e dai principali rapporti sulla stabilità finanziaria pubblicati negli ultimi due anni dalle principali banche centrali (la Bank of England e la Bce, per ricordare solo le più importanti). La necessità di rafforzare il livello macro di supervisione è dunque fuori discussione. Il vero problema è se l'organismo proposto per la supervisione macro europeo (Esrp) sarà in grado di svolgere in modo adeguato la missione che gli verrà affidata.

I «sette peccati di omissione». Vi sono alcuni punti in cui il Rapporto de Larosière (e dunque la proposta della Commissione) sono stati troppo generici per consentire di rispondere senza esitazioni in modo affermativo a questa fondamentale domanda. Si tratta di sette punti, che possono essere reconsiderati i «sette peccati di omissione» dell'attuale disegno di legge.

1 Un'interpretazione restrittiva di vigilanza macroprudenziale.

L'analisi del Rapporto de Larosière era basata su una definizione ristretta di macro supervisione finanziaria e quindi assegna all'Esrp un ruolo di supervisione generale. Un importante paper di Claudio Borio¹⁷, pubblicato prima della crisi, metteva invece in evidenza la necessità di dare un'interpretazione estensiva del concetto di rischio sistemico e della relativa sorveglianza. Il punto principale è che il rischio sistemico deriva soprattutto dal fatto che le banche globali sono esposte agli stessi fattori di rischio e ciò rende il rischio stesso endogeno, esattamente come abbiamo visto nel corso della crisi.

¹⁵ Imf, *Global Financial Stability Report*, September 2006, Ch 2, p. 9.

¹⁶ Si veda il par. 29, p. 11.

¹⁷ Claudio Borio, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, Bis Working Papers N. 128, February 2003.

Borio indica con grande chiarezza che la teoria economica dominante (che largamente ispira l'attuale quadro regolatorio) guarda soprattutto al rischio di fallimento di una singola istituzione come causa principale di instabilità che si diffonde, attraverso vari meccanismi di contagio, al sistema finanziario nel suo complesso. In questa prospettiva, basta evitare il primo dissesto, cioè intervenire sul primo anello della catena, per garantire la stabilità. Borio mette però anche in evidenza che «... il significato di simili eventi impallidisce al confronto con i casi in cui il rischio sistemico deriva principalmente dall'esposizione comune delle varie banche rispetto a fattori di rischio macroeconomico. È questo tipo di instabilità finanziaria che comporta i costi più gravi e duraturi. E sono di questo tipo le principali crisi avvenute recentemente in vari paesi. In confronto al modello canonico di rischio sistemico, questi processi non sono ancora sufficientemente compresi».

Questa interpretazione estensiva della vigilanza macroprudenziale porta ad attribuire un ampio mandato e poteri di interventi molto specifici alle autorità di vigilanza. Inoltre, richiede che l'autorità competente operi in stretto contatto con quella incaricata della vigilanza microprudenziale. In questa visione, supervisione macro e micro sono due facce della stessa medaglia.

Il Rapporto de Larosière e ancora di più la Commissione hanno invece adottato una definizione ristretta e dunque hanno conferito un mandato limitato all'autorità di vigilanza macroprudenziale. Il principale compito dell'Esrb sarà quello di valutare la stabilità del sistema finanziario europeo da un punto di vista macroeconomico generale e delle tendenze dei principali mercati. Se tali analisi dovessero segnalare elementi di pericolo, l'Esrb dovrà «emanare allarmi e laddove necessario, fornire raccomandazioni sui provvedimenti da adottare a seguito dei rischi identificati».

In particolare, il testo della Commissione che accompagna la proposta di legislazione europea afferma (punto 6.2.1) che «le raccomandazioni dell'Esrb non saranno giuridicamente vincolanti» e aggiunge che il Board sarà un «organo reputazionale» le cui parole non potranno essere ignorate¹⁸.

In un'interpretazione ampia della supervisione macroprudenziale, gli allarmi, per quanto autorevoli, non sono sufficienti. Oltre al problema della loro efficacia (su cui torneremo) esiste un ampio consenso sul fatto che le istituzioni finanziarie rilevanti dal punto di vista sistemico devono essere soggette a specifiche misure prudenziali in termini di requisiti di capitale e di riserve di liquidità¹⁹. Ciò crea un legame fondamentale fra il livello macro e quello micro di supervisione e dà alla prima il diritto di esprimere la propria posizione. Sheila Bair, presidente del Fdic, ha criticato la recente proposta del governo americano di istituire un Financial Services Oversight Council per vigilare sul rischio sistemico perché esso «non ha poteri sufficienti per affrontare tale tipo di rischio». La proposta europea da questo punto di vista appare anche più debole di quella americana.

Si badi che il rafforzamento della vigilanza macroprudenziale appariva già necessario a Borio che nell'articolo citato osservava che in questo modo si sarebbe tornati alla visione classica della vigilanza di stabilità, il cui obiettivo principale era quello di proteggere il sistema economico nel suo complesso da una crisi finanziaria, non quello – che è stato successivamente enfatizzato – di proteggere i risparmiatori²⁰.

2 Mancata attribuzione all'Esrb di materie di rilevanza sistemica.

Il Rapporto de Larosière non prende in considerazione fattori di rischio che sono sistemici per loro stessa natura e dunque dovrebbero essere affidati al livello macro di supervisione anziché, come è stato deciso, a quello micro. Da un punto di vista teorico, ciò non è corretto. Un sistema finanziario è composto da intermediari, mercati e infrastrutture. Queste ultime, collegate ai pagamenti e al funzionamento di mercato, pongono soprattutto nelle fasi di *clearing* e di *settlement* problemi sistemici di grande rilievo. Solo per quelli legati ai pagamenti si è riconosciuto ovunque e anche in Europa la competenza assoluta delle banche centrali. Ma la crescita dei mercati negli ultimi anni è stata tale che questa asimmetria rischia di essere sempre più pericolosa. Il punto è stato recentemente ribadito anche dal presidente della Fed²¹, che ha posto un'efficiente supervisione delle infra-

¹⁸ «The addressees of recommendations cannot remain passive towards a risk which has been identified and are expected to react in some way. If the addressee agrees with a recommendation, it must communicate all the actions undertaken to follow what is prescribed in the recommendation. If the addressee does not agree with a recommendation and chooses not to act, the reasons for inaction must be properly explained. Hence, recommendations issued by the Esrb cannot be simply ignored».

¹⁹ As Sheila Bair said: «Financial firms that pose systemic risks should be subject to regulatory and economic incentives that require these institutions to hold larger capital and liquidity buffers to mirror the heightened risk they pose to the financial system. In addition, restrictions on leverage and the imposition of risk-based premiums on institutions and their activities would act as disincentives to growth and complexity that raise systemic concerns. In contrast to the standards implied in the Basel II Accord, systemically important firms

should face additional capital charges based on both their size and complexity. See: Sheila C. Bair, *Statement on Establishing a Framework for Systemic Risk Regulation before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate*; July 23, 2009

²⁰ Borio concludeva (p.17) «Strengthening the macroprudential orientation would, in some respects, bring the framework closer to its origin, when the main concern was the disruption to the economic life of a country brought about by generalised financial distress. It would take it somewhat away from the pursuit of narrowly interpreted depositor protection objectives while at the same time helping to achieve them in a more meaningful way. And it holds the promise of bringing realistic objectives into closer alignment with the means to attain them».

²¹ Ben S. Bernanke, *Statement before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives*; October 1, 2009.

strutture di clearing e settlement fra le cinque priorità della futura regolamentazione²².

Per quanto riguarda la dimensione europea, ho sostenuto qualche anno fa che si tratta di una tipica materia di competenza delle banche centrali e che questo dovrebbe essere un compito fondamentale della Bce²³. Inoltre, il dibattito sui sistemi di *clearing* e *settlement* in Europa ha chiaramente dimostrato la dimensione essenzialmente europea di questo tipo di problemi e la necessità di attribuire alla Bce una piena competenza, se non altro per coordinare le scelte dei singoli attori di mercato²⁴. Il punto è ribadito in un recente paper della Bce²⁵ e in modo ancora più ufficiale nella risposta della Bce al documento di consultazione²⁶ sulle misure da intraprendere per aumentare l'efficienza dei mercati Otc dei derivati. In particolare, la Bce ha messo in evidenza due aspetti importanti: i) la necessità di un coordinamento centrale (che può essere assicurato solo dalla Bce) nel caso che la raccomandazione congiunta Escb-Cesr per costituire una controparte centrale incontri (come è probabile) ostacoli; ii) l'esistenza di molte questioni di rilievo sistemico, che non possono essere affrontate adeguatamente nell'ambito delle raccomandazioni citate e neppure da una eventuale controparte centrale privata.

3 I rapporti fra le diverse autorità coinvolte.

La proposta della Commissione è ancora vaga su un aspetto molto importante: i rapporti fra le diverse autorità, che nel caso europeo ha due dimensioni: verticalmente, fra il livello macro e quello micro; orizzontalmente, fra i vari regolatori nazionali. Per quanto riguarda la prima dimensione, dobbiamo tenere conto dei problemi che si sono già riscontrati nei paesi che avevano già una simile divisione di poteri, il che significa quelli (come il Regno Unito) in cui la banca centrale (comunque responsabile della stabilità finanziaria) non aveva poteri di vigilanza micro (affidati come è noto alla Fsa a partire dal 1994). Quel modello ha dimostrato difetti di cui bisogna tenere conto. Il Rapporto Turner sintetizza il caso Northern Rock in questo modo: «La Bank of England tendeva a focalizzarsi sulla politica monetaria e, pur facendo un eccellente lavoro analitico in preparazione della *Financial stability review*, non dava origine a risposte concrete (sia in termini di politica monetaria che di regolamentazione) per eliminare i rischi identificati. La Fsa si

focalizzava in modo eccessivo sulle singole istituzioni finanziarie e non aveva una sufficiente attenzione ai rischi più ampi di carattere settoriale o sistemico. La fondamentale attività di analisi macroprudenziale e la definizione e l'utilizzo degli strumenti relativi è finita in una sorta di terra di nessuno».

È molto probabile che anche nella proposta di legislazione europea gli aspetti più delicati della supervisione macro possano trovarsi nella «terra di nessuno». Per evitare questo pericolo, occorre definire molto chiaramente funzioni e compiti dei vari organi e soprattutto i poteri dell'organo macro.

4 Avvertimenti vs. interventi.

La Commissione sembra ritenere che gli allarmi lanciati dall'Esrb possano essere sufficienti per stimolare l'azione a livello micro, correggendo in questo modo gli squilibri individuati. Il potere fondamentale dell'Esrb è dunque quello di voce.

Questa soluzione non è da taluni considerata efficiente neppure a livello nazionale. Come ha affermato Mervyn King²⁷ «la Banca si trova nella posizione di una chiesa a cui fedeli partecipano a matrimoni e funerali ma ignorano i sermoni fra gli uni e gli altri. Come una chiesa non possiamo promettere che il nostro gregge non sarà toccato da disgrazie: la prevenzione di ogni crisi finanziaria non è nei poteri nostri né di chiunque altro, come dimostra l'analisi storica e dell'umana natura. L'esperienza suggerisce che incoraggiare ad una vita migliore solo con il potere della voce non è sufficiente. Gli avvertimenti rischiano di non essere efficaci quando si chiede alla gente di cambiare condotte che sembrano molto convenienti. Non è quindi chiaro come la Banca potrà adempiere ai propri compiti se tutto ciò che possiamo fare è tenere sermoni e organizzare funerali».

La proposta di legge della Commissione è ancora più debole da questo punto di vista del Rapporto de Larosière, che aveva affermato che quando un avvertimento è stato emesso, deve essere chiaro chi deve fare cosa e suggerito diversi esempi in cui l'Esrb avrebbe dovuto spingere all'applicazione delle misure (come l'applicazione anticiclica delle riserve di capitale). Come si è visto, la Commissione si limita ad affermare che le raccomandazioni dell'Esrb non possono essere ignorate.

Abbiamo un'ulteriore prova del fatto che in Europa gli avvertimenti non bastano. I rapporti sulla stabilità finanziaria

²² Merita di riportare per intero il passaggio chiave dell'audizione di Bernanke: «Payment, clearing, and settlement arrangements are the foundation of the nation's financial infrastructure. These arrangements include centralized market utilities for clearing and settling payments, securities, and derivatives transactions, as well as the decentralized activities through which financial institutions clear and settle such transactions bilaterally. While these arrangements can create significant efficiencies and promote transparency in the financial markets, they also may concentrate substantial credit, liquidity, and operational risks, and, absent strong risk controls, may themselves be a source of contagion in times of stress».

²³ Marco Onado, *European Integration and Financial Regulation. Towards a European Authority*, Paper to be read at the European Central Bank, Frankfurt, January 19th, 2001

²⁴ B. Alemanni, G. Lusignani, M. Onado, «The European securities industry. Further evidence on the roadmap to integration» in Guido Ferrarini Eddy Wymeersch (eds), *Investor*

Protection in Europe, Oxford University Press, 2006.

²⁵ *Otc derivatives and Post-Trading Infrastructure*, Frankfurt September 2009.

²⁶ Ecb, Consultation of The European Commission on «Possible Initiatives To Enhance The Resilience Of Otc Derivatives Markets», Eurosystem Contribution, Frankfurt, September 2009.

²⁷ Mervyn King, *Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House on Wednesday 17 June 2009*.

²⁸ Lorenzo Bini Smaghi, «Regulation and Supervisory Architecture: Is the EU on the Right Path?», Speech at the 2009 Econ meeting with national parliaments *Financial crisis: Where does Europe stand?* Brussels, 12 February 2009.

²⁹ UK Parliament, Banking Supervision and Regulation, Economic Affairs Committee, Chapter 5: Financial Supervision in the United Kingdom, 20 September 2009. <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldeconaf/101/10108.htm>

della Bce hanno infatti lanciato molteplici allarmi, ma come dice Bini Smaghi²⁸ «è chiaro che le autorità nazionali competenti non prestavano attenzione a quei moniti». Ciò dimostra che l'autorità per la supervisione macro deve poter disporre di poteri adeguati. Il punto è molto chiaro nel dibattito britannico sulla futura regolamentazione. In particolare, il Parlamento ha affermato che «la Bank of England deve disporre di informazioni specifiche a livello di singola istituzione e deve avere una piena conoscenza delle operazioni che quotidianamente avvengono sui mercati finanziari, se si vuole che possa agire in modo efficace durante una crisi. Raccomandiamo che il Governo apporti le necessarie modifiche per assicurare che la Banca disponga delle informazioni necessarie»²⁹.

In un altro recente intervento³⁰, Bini Smaghi ha fornito ulteriori evidenze, cercando di rispondere alla domanda: «perché le analisi della Bce (e di altri organismi) sulla fragilità del sistema finanziario globale sono state insufficienti a prevenire la crisi? La risposta è che la diagnosi era troppo qualitativa: in generale, «le valutazioni di rischio venivano senza specifico riferimento ad interventi correttivi in termini di politiche prudenziali o di regolamentazione». Ma per formulare analisi meno generiche, sarebbero state necessarie informazioni specifiche, anche a livello di singole istituzioni, che la Bce non aveva. Così come sarebbe stato necessario disporre dei poteri per assicurare che le raccomandazioni siano seguite.

Entrambi questi problemi si ripropongono per l'Esrp e possono gravemente limitare l'efficacia della sua azione. Insomma, l'autorità responsabile della supervisione macro non deve avere solo voce, ma anche armi.

5 Il ruolo della Banca centrale europea.

La primazia della banca centrale nella supervisione macro è ovvia. Ma nella proposta della Commissione, il ruolo della Bce questa primazia si traduce solo nella presenza di due membri dell'esecutivo (senza neppure la presidenza dell'Esrp come proposto da Larosière) e nel ruolo di segretariato tecnico.

La riforma dovrebbe invece fornire l'occasione per rafforzare i poteri della Bce in materia di stabilità finanziaria, prima di tutto esplicitando nel suo mandato questo obiettivo, in posizione paritetica a quello di stabilità dei prezzi. Fabrizio Sac-

comanni in particolare ha suggerito di usare le disposizioni dell'art. 105(6) del Trattato «che prevede la possibilità di assegnare alla Bce compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale, per definire in concreto e con le opportune garanzie la natura istituzionale del collegamento tra la Bce e l'Esrp e le modalità di coinvolgimento della Bce nell'attività dell'Esrp».

Per l'efficiente funzionamento dell'Esrp è poi necessario essere chiari su come trattare possibili divergenze di opinione. Per evitare pericolose situazioni di stallo (tanto più probabili quanto più delicate le questioni sul tappeto) è necessario definire sia chi ha un *casting vote*, sia chi ha il compito di cercare di comporre le differenze di posizione. Per entrambi questi punti la Bce dovrebbe essere il candidato naturale. In questo modo, si seguirebbe l'esempio del Regno Unito che nel nuovo assetto dei rapporti fra le autorità di vigilanza intende assegnare alla Bank of England la parola finale.

6 L'indipendenza dell'Esrp.

Un organo incaricato della supervisione macroprudenziale deve godere di piena indipendenza; ciò è importante non solo in generale, ma perché è in gioco, sia pure in modo indiretto, l'indipendenza della Bce. La Commissione ha invece scelto di assegnare un posto nel Board con diritto di voto ad un suo esponente e un posto senza diritto di voto ad un rappresentante dei ministri delle finanze, attraverso il presidente dell'Efc. Si tratta di due disposizioni che portano esponenti politici nell'organo tecnico, molto pericolose e non necessarie, visto che si può agire sul lato delle previsioni in materia di trasparenza delle decisioni e di *accountability* dell'organismo.

Inoltre va sottolineato che l'indipendenza di un organo di vigilanza dipende anche dall'adeguatezza delle risorse finanziarie e umane di cui esso può disporre. La proposta di legislazione assegna alla Bce il compito di fornire il servizio di segreteria tecnica (di carattere statistico, amministrativo e logistico) senza oneri per il bilancio della commissione. Ciò significa che i membri dell'organo di segreteria saranno dipendenti della Bce (che dovranno svolgere anche altre mansioni istituzionali) oppure che la Bce dovrà distaccare una parte del suo staff al nuovo compito. Il risultato può essere inefficiente dal punto di vista organizzativo e può costituire una minaccia alla stessa indipendenza della Bce. Sarebbe più opportuno

³⁰ Lorenzo Bini Smaghi, *Macro-prudential supervision*, Speech at the the Cepr/Esi 13th Conference, 25-26 September 2009.

consentire all'Esrb di avere un proprio personale e una propria dotazione finanziaria, anche a carico della Commissione.

Z Le informazioni necessarie per la vigilanza macro-prudenziale.

Ultimo, ma non per questo meno importante, l'informazione è cruciale per l'efficacia della supervisione macroprudenziale. Abbiamo ripetutamente sottolineato che questo tipo di azione deve essere basata non solo su dati macro e aggregati, ma anche su una specifica conoscenza dei rischi e delle complesse interrelazioni che fanno capo alle singole istituzioni, in particolare quelle rilevanti dal punto di vista sistematico. In un'interpretazione estensiva, come quella data da Borio, occorre conoscere gli snodi del sistema finanziario attraverso cui un impulso destabilizzante può propagarsi. In altre parole, l'autorità di vigilanza non può essere vittima delle molte asimmetrie informative insite nel funzionamento del sistema finanziario di oggi.

La Commissione europea affronta invece il problema dell'informazione a livello di supervisione micro. Nella Comunicazione di maggio afferma (p.11) «le autorità di supervisione europea saranno responsabili dell'aggregazione dei dati rilevanti di carattere micro forniti dai supervisori nazionali». A questo fine, si dovrebbe costituire un database europeo centrale, gestito dalle autorità europee. «L'informazione dovrebbe essere disponibile alle autorità competenti nei collegi di supervisori e dovrebbe essere fornita in termini aggregati e/o anonimi all'Esrb».

In questo modo, non solo l'Esrb non ha poteri di richiedere informazioni, ma dipende dalle Esa per ottenerle, in un formato che non consente di conoscere adeguatamente il rischio che grava sulle singole istituzioni. In altre parole, lo schermo radar del supervisore macro rischia di essere spento. Il presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, ha invece messo in chiara evidenza che un'efficace supervisione macro dipende dall'accesso ad informazioni adeguate e che i poteri al riguardo devono costituire una parte integrante della costruzione di una supervisione macro prudenziale³¹.

Ancora più dettagliatamente, il vicepresidente Papademos ha posto in modo ancora più dettagliato il problema, richiamando specificamente le conseguenze sistemiche dell'operato delle grandi banche. Egli in particolare ha affermato che le

interconnessioni del moderno sistema finanziario richiedono non solo dati macro, ma anche un ampio set di informazioni fornite dalle autorità incaricate della supervisione micro e altre collegate al funzionamento dei mercati.

È quindi necessario che venga attribuito all'Esrb un potere specifico nella costruzione del data base europeo e dunque un diritto ad accedere alle relative informazioni, anche relativamente alle singole istituzioni, ovviamente garantendo la riservatezza, come del resto è dovere di ogni autorità di vigilanza. In questo modo, Esrb e Esa si troveranno in una posizione paritaria e non – come si rischia oggi – in una posizione di subordinazione del primo rispetto alla seconda.

Risolvere i punti critici finora individuati appare essenziale per costruire un'efficace supervisione europea di carattere macro, che consenta di trarre le giuste lezioni dalla crisi finanziaria e che segua la strada già tracciata da Borio che aveva aggiunto: «Rafforzare la dimensione macro significa in un certo senso riportare la vigilanza di stabilità alla sua dimensione originale, quando la principale preoccupazione era il blocco dell'attività economica derivante da una situazione generalizzata di crisi finanziaria. Sarebbe un passo in avanti rispetto ad un'interpretazione legata solo alla protezione dei depositanti e nello stesso tempo consentirebbe di raggiungere questo obiettivo in modo più efficace³².

La vigilanza microprudenziale. L'Europa deve risolvere una contraddizione fondamentale. Ha realizzato la moneta unica, anche se non accettata da tutti i paesi; ha messo l'integrazione finanziaria fra i suoi obiettivi principali, ma ha ancora una vigilanza frammentata lungo i confini nazionali. Va da sé che una vigilanza europea deve essere realizzata su base «federale» perché i rapporti quotidiani con le singole istituzioni finanziarie non possono che passare attraverso le autorità nazionali «che sono vicine agli intermediari e che le conoscono bene»³³. Del resto, anche la logica della politica monetaria comune è basata su un sistema di banche centrali nazionali e su un organismo autonomo, la Bce, che ha il compito di preparare, coordinare e realizzare le decisioni. Il problema non è dunque di abolire le autorità nazionali, ma di decidere che tipo di organismo deve avere la responsabilità di coordinare le decisioni più delicate per la supervisione

³¹ «Effective macro-prudential supervision depends on access to data and its translation into concrete measures. Access to relevant data is essential for the assessment of risks and vulnerabilities in the financial system. This is why such access must be part and parcel of a well-functioning arrangement for macro-prudential supervision».

³² This is in line with Bini Smaghi who said that (p.2-3): «...macro and micro-prudential supervision have to be brought closer together. The macro-prudential authority has to have access to micro-prudential information, and vice versa. This exchange of information can be better achieved within a single institution. In the Sep paper he has added that p.7 «The formulation of concrete policy recommendations (eg with respect to capital buffers or funding-relates issues) would need to be backed by rigorous quantitative assessments, for which publicly available information is generally not sufficient».

³³ Bini Smaghi febbraio 2009, p. 3.

micro, in particolare per le istituzioni rilevanti dal punto di vista sistemico.

Sia il Rapporto de Larosière che la Commissione hanno deciso di non prendere posizione sul problema dell'assetto ottimale della vigilanza. Hanno pertanto scartato sia l'opzione di creare un autentico sistema europeo, sia quello di affidare alla Bce compiti specifici di vigilanza, come previsto dall'art. 105(6) del Trattato. Come ho avuto occasione di sostenere in passato, la seconda non sembra più facile da realizzare dal punto di vista tecnico, perché non richiede una riforma del Trattato, ma è anche teoricamente fondata.

Avendo scartato le due soluzioni estreme, il Rapporto de Larosière e con esso la Commissione hanno scelto un compromesso, muovendosi lungo la linea di minor resistenza, cioè costruendo la soluzione che dovrebbe minimizzare l'opposizione politica dei principali paesi. È un fatto che la crisi ha dimostrato – nonostante gli omaggi verbali tributati alla cooperazione – che i singoli paesi hanno adottato soluzioni nazionali alla crisi e hanno anche (come vedremo fra poco) mostrato anche una ridotta disponibilità a collaborare. Si è dunque scelto di trasformare i comitati di livello 3, che divengono Esa, cioè autorità europee e di rafforzare l'operato dei collegi dei supervisori.

Le Esa avranno due compiti fondamentali: costruire il *single rulebook*, emanando interpretazioni vincolanti della legislazione europea e favorire il funzionamento dei collegi di supervisori. Si tratta di due passi in avanti che non devono essere sottovalutati. In particolare, va notato che il primo obiettivo avrebbe dovuto essere raggiunto dal Financial Services Action Plan che costituiva un pilastro dell'accordo di Lisbona e che invece non ha raggiunto nel merito i risultati sperati, nonostante un'autentica pioggia di nuova legislazione europea di primo e secondo livello.

Per quanto riguarda i collegi dei supervisori, bisogna osservare che la loro efficacia dipende in modo cruciale da tre aspetti. La definizione del gruppo di istituzioni che ricadono sotto la loro giurisdizione; l'informazione che le autorità nazionali metteranno a loro disposizione; i poteri specifici di cui saranno dotati. Questi dettagli non sono ancora completamente definiti. Il problema è sempre quello discusso per la supervisione macro: in mancanza di regole chiare sulle informa-

zioni da ottenere, i collegi di supervisori rischiano di mancare di decisioni fondamentali. Inoltre occorrono anche regole precise su come gestire eventuali differenze di opinione all'interno dei collegi. La Comunicazione usa un termine molto ambiguo per i collegi, definiti come il «perno» (*lynchpin*) del sistema di vigilanza e attori importanti del flusso di informazioni fra l'autorità del paese di origine e quella del paese ospitante».

Saccomanni ha messo in evidenza che durante la crisi i collegi dei supervisori non hanno esercitato una vera azione di coordinamento e sono state un puro punto di scambio di informazioni, spesso inadeguate. Solo in un numero limitato di casi, vi è stata una vera azione di coordinamento e di valutazione dei rischi³⁴. Al contrario, i collegi dei supervisori hanno funzionato ragionevolmente bene quando esistevano regole chiare sui loro compiti e sui loro poteri, mentre hanno dato risultati deludenti quando il loro funzionamento avveniva su base puramente volontaria. È per questo motivo che egli suggerisce che la legislazione europea accolga il principio italiano della totale responsabilità della banca capogruppo rispetto alle altre componenti del gruppo, in modo che questa possa essere l'unica controparte dei collegi. Anche questo è un punto importante, che la proposta di legislazione non considera ancora.

Vi sono infine due aspetti di rilievo generale che devono essere attentamente considerati. Il primo è richiamato molto lucidamente dal Rapporto de Larosière e riguarda i risultati deludenti della cosiddetta procedura Lamfalussy, che avrebbe dovuto contribuire ad armonizzare il quadro legislativo europeo in materia finanziaria. Il Rapporto afferma esplicitamente che «l'attuale quadro regolamentare europeo manca di coerenza. La principale causa è da ricercare nell'eccesso di discrezionalità concesso ai singoli paesi nel recepimento delle direttive. Ciò ha determinato una grande diversità di soluzioni legate a specifiche tradizioni, legislazioni e pratiche nazionali. Questo problema era già stato chiaramente identificato fin dall'inizio della costruzione del mercato unico, ma le soluzioni non si sono dimostrate adeguate. La causa principale è che le direttive di livello 1 hanno spesso lasciato, per una precisa scelta politica, ampio margine alle scelte nazionali. In queste circostanze non è ragionevole aspettarsi che i comitati di livello 3 possano imporre soluzioni comuni»³⁵.

³⁴ Saccomanni, cit., p. 3.

³⁵ Rapporto, cit, p. 27.

A questo fine, il Rapporto porta una serie di riscontri molto preoccupanti. Persino le definizioni di istituzione creditizia e di capitale bancario presentano differenze sostanziali da un paese all'altro. Anche Bini Smaghi condivide questa interpretazione negativa del processo di convergenza e della stessa procedura Lamfalussy e afferma che quest'ultima si è rivelata «insufficiente». Va ricordato che quando venne pubblicato il Rapporto Lamfalussy, dieci anni fa, molti commentatori si dichiararono scettici. Fu loro risposto che quella era la migliore soluzione che si poteva in quel momento realizzare e dunque un ottimo compromesso.

È tuttavia legittimo chiedersi perché il compromesso Larosière dovrebbe funzionare meglio del compromesso Lamfalussy.

Il secondo problema è che lo stesso Larosière denuncia una preoccupante «mancanza di franchezza e collaborazione nel rapporto fra autorità di vigilanza»³⁶. In particolare si osserva che quando la crisi si è manifestata, i supervisor dei vari stati membri non si sono mostrati preparati a discutere con la necessaria franchezza e tempestività le debolezze dei rispettivi sistemi finanziari. L'informazione che è circolata era lungi dall'essere adeguata, specialmente nelle fasi iniziali della crisi. Ciò ha compromesso la fiducia reciproca fra autorità: Bini Smaghi aggiunge che in alcuni paesi, come Austria e Germania in cui le autorità di vigilanza sono distinte dalla banca centrale, si ritiene che le informazioni relative alle istituzioni finanziarie nazionale non possano essere messe a disposizione delle altre autorità per il vincolo di riservatezza. Anche questo è un aspetto cruciale che deve assolutamente essere affrontato e risolto.

Infine, come per il Esrb va rilevato che la struttura dell'Esfs e delle singole Esa appare molto complessa; lo stesso numero dei membri, anche a considerare solo quelli aventi diritto di voto, è molto alto, il che rende il funzionamento organizzativo tutt'altro che semplice e lineare. Ciò può rappresentare un serio ostacolo per il processo decisionale, soprat-

tutto in situazioni di emergenza. Anche in questo caso, si dovranno almeno prevedere adeguate procedure per i casi di divergenze di posizioni all'interno dei comitati³⁷.

5 Conclusioni

La crisi ha dimostrato che occorre rafforzare la vigilanza in materia di rischio sistemico e quella micro nei confronti delle grandi istituzioni finanziarie di rilievo sistemico. Questa esigenza è particolarmente acuta in Europa: adeguate soluzioni al riguardo sono necessarie per il processo di integrazione e forse, alla lunga, per la stessa moneta unica. Come ha affermato Lord Turner, per il futuro dobbiamo scegliere fra più regole nazionali o più Europa.

Le indicazioni del Rapporto de Larosière che la Commissione ha fatto proprie consentono alcuni importantissimi passi in avanti, sia per la supervisione macro che per quella micro. Alcuni aspetti devono ancora essere meglio definiti oppure sono stati rinviati a momenti successivi, quando le nuove istituzioni dovranno cominciare ad operare. È tuttavia importante che vengano adeguatamente risolti, il che significa che, a differenza di quello che è avvenuto con il Rapporto Lamfalussy, le proposte formulate devono essere considerate come un punto di partenza, non come un punto di arrivo.

Solo in questi modo, gli inevitabili compromessi necessari per trovare una soluzione accettata da 27 paesi possono essere adattati alle effettive esigenze di una realtà operativa come quella della vigilanza finanziaria che è nemica di ogni ambiguità in materia di poteri, responsabilità e modalità di intervento. Altrimenti, si rischia di creare luoghi di discussione e dibattito, più che efficienti organismi sovranazionali. Come ha affermato uno dei padri dell'Europa, Jean Monnet, «Ho spesso rilevato i limiti del coordinamento. È un metodo che stimola la discussione, ma non conduce alla decisione». ■

³⁶ Rapporto, cit., p. 41.

³⁷ Il Presidente della Consob sembra condividere queste preoccupazioni. Si veda: Lamberto Cardia, *Audizione del Presidente della Consob*, Camera dei Deputati VI Commissione Permanente, Roma, 16 settembre 2009.

Housing price bubbles and credit crunches: recent country evidence

Bolle immobiliari e credit crunch: evidenze da alcuni paesi

The recent financial turbulences, which started in the Us in August 2007, have affected the credit market in many countries around the world. We have chosen some countries with and without a previous housing price bubble so as to check if the presence of a former real asset price hike matters in the magnitude of the subsequent credit crunch that followed after.

**José Manuel Pastor,
Javier Quesada,
Lorenzo Serrano**

Universitat de València & Ivie,
Spain

La recente turbolenza finanziaria, iniziata nell'agosto 2007, ha interessato i mercati creditizi di molti paesi a livello mondiale. In alcuni paesi, in particolare, è stata ravvisata una elevata corrispondenza tra bolle immobiliari, crisi di liquidità e restrizione del credito.

1 Introduction

For almost two years international financial markets have been under great pressure, originating with the subprime mortgage episode. This, in turn, was triggered by the downturn of the Us housing cycle and spread quickly into third countries under the form of severe losses and an increasing lack of confidence. Market liquidity dried up almost instantly and the banking sectors around the world suffered great financial distress. It became increasingly difficult for many financial intermediaries to refinance operations as overall loanable funds shied off. This process originated a chain reaction in which bankers reduced the exposure to loans. As a result, getting loans became more difficult for consumers and businesses, with lenders preferring to hold a very liquid position rather than risk facing a wave of bankruptcies and mortgage defaults. Consequently, interest rates skyrocketed and clear signs of an imminent severe credit crunch spread throughout the economy¹.

Banks had been very active in raising mortgages which were then sold to secondary investors. Since the risk was transferred to the new holders, banks were not very cautious in limiting the risk involved in these loans. Other investors, looking for higher rates of return, relied on the role of rating companies to evaluate risk

and insurance companies to diversify it. In fact, mortgage backed assets were much riskier than they had initially thought, as was made explicit in August 2007.

Commercial and Savings banks, which had previously shown very high activity in mortgage lending that forced them to get funds from international lenders, faced the need either to renew their short-medium term financial requirements or to stop the automatic renewals of their own loans. The need to down size their loan portfolio originated a credit crunch in the banking sector. Banks were afraid of not being repaid their loans by other banks even in the very short term of the money market. Given that they did not know the borrowing partners' risk exposure, they preferred to stay liquid and deposited their excess reserves at the central bank. Consequently, a much higher risk premium in interbank loans reduced the volume of transactions in the market².

The need to refinance their operations in a very hostile market led banks to reduce the refinancing of many regular loans made to customers. It was not long before safe businesses and consumers with stable banking relations started to perceive a radical change of attitude on the part of banks, which were much less prone to keep the easy loan policy followed until only a few months earlier. Banks rejected many of the loans that they used to accept

Keywords: Financial crisis, Real estate prices, Credit crunch

Jel codes: G01, R20, E44

¹ The economics profession is unclear as to what constitutes a credit crunch. In simple terms, credit crunch is a situation in which lenders will not lend, borrowers cannot borrow, builders cannot build and buyers cannot buy. Essentially a credit crunch is a sudden cut in the availability of credit or loans, including mortgages, credit cards and interbank lending

as banks worry about a lack of liquidity. If there is a significant reduction in the supply of loans, the economic outlook quickly becomes depressed. The crucial differences in definition depend on the cause of the contraction and whether credit is rationed by means other than price. Bernanke and Lown (1991) define a credit crunch as a decline in the supply of credit that is abnormally large for a given stage of the business cycle. While credit normally contracts during a recession, an unusually large contraction could be seen as a credit crunch.

² In order to borrow from the central bank, an anonymous procedure was introduced in many countries to avoid the negative signalling effect on borrowing banks.

before and when accepted, they were charged a much higher interest rate. Thus many households and businesses, who previously would have been able to borrow from banks, were now turned down. The credit market dried up.

With much less credit available, consumers and businesses facing expectations of an immediate recession of unknown severity, reduced their effective demand bringing the economy to a complete stall. This paper analyzes whether the tightening of the credit market has been more severe in those countries that had formerly experienced a housing price bubble³. We claim that in those countries with a higher presence of mortgage lending in the balance sheets of their commercial and savings banks we should expect a more severe credit tightening after the housing prices stopped rising and started moving down.

Section 2 shows the pattern of housing prices and credit aggregates over the expansionary period 2003-2008, previous to the credit crunch. We classify the countries into bubble, non-bubble and deflationary economies. Section 3 analyzes the evolution of housing prices, credit aggregates and some indicators of the real side of the economy. Finally, section 4 concludes.

2 The pre-crunch period

Real estate price dynamics are significantly heterogeneous worldwide and it is possible to point out difference also among countries included in the Emu area. Figure 1 shows how Ireland is the most inflationary country in housing prices, followed by the UK and Spain. We see that Netherlands started its inflationary period at about the same time as Ireland but its much shorter bubble was over by 2001.

According to the accumulated housing price inflation rates, we classify these countries into three different groups: bubble, non-bubble and deflationary countries (table 1).

Spain, Ireland, UK and the Netherlands belong to the first group with annual sustained price hikes above 7%. Italy, France and USA form the second group of non-bubble economies with positive annual inflation rates under 7%. Germany and Japan belong to the group of deflationary economies.

Reclassifying countries previously identified on the basis

Figure 1

House Price Indexes by country (Q1 1996=100)

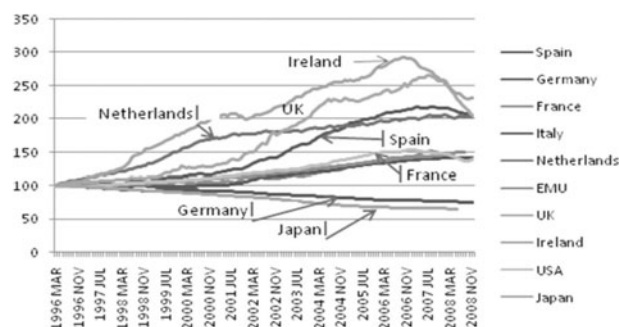


Table 1

Annual rate of inflation in housing prices (computed monthly)

	Bubble countries				Non-bubble countries				Deflationary countries	
	Ireland	Netherlands*	UK	Spain	USA	EMU	France	Italy	Japan**	Germany
Inflation in housing prices (%)	12,01	10,71	9,92	7,07	3,95	3,05	2,96	2,55	-3,24	-2,00
Period	March 96 - Jan 07	March 96 - Sep 02	March 96 - Aug 07	March 96 - March 07	March 96 - Dec 06	March 96 - Dec 07	March 96 - Sep 08	March 96 - Dec 08	March 96 - Jun 08	March 96 - Dec 08

* The Netherlands will not appear as a bubble country below when we concentrate on the 2003-2008 period, see figure 1 below.

** Japan experienced a real estate bubble in the 1985-1990 period when an index of land prices tripled in real terms. See Barsky (2009).

of the rate of inflation, some interesting differences could be identified among countries with high and low inflation price dynamics (figure 2).

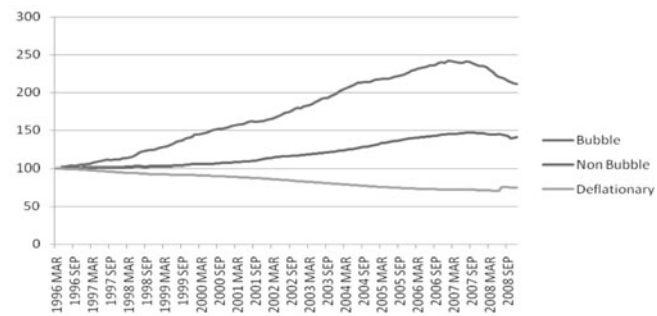
We can see that on average the group of bubble economies saw housing prices rise by a factor of 2.5 over 11 years. Similarly, this factor was 1.5 for the group of non bubble economies.

Housing inflation can also be very unsteady over time. figure 3 shows the Financial Times Housing Price index for the UK. Over the seventies and eighties, inflation in housing prices was quite high in this country, with three peaks and

³ Kindleberger's definition of bubble is «an upward price movement over an extended range that then implodes», see Kindleberger (1996).

Figure 2

House Price Indexes by country (Q1 1996=100)



more than ten years of annual rates above 10%. Except for the first half of the nineties, housing price inflation was high again until the burst of the bubble in 2007.

In the case of the Us, we have double checked the housing inflation index with that of Standard & Poors-Schiller. Figure 4 shows for this latter one an accumulated price hike that exceeds that given by the alternative data set by a factor of six.

As for the credit market conditions, we consider two different sources for interest rates. figure 5 shows typical mortgage interest rates over the period 1998-2008. There is a clear path of convergence of interest rates for all countries considered. Excluding Greece, the geographical maximum spread of interest rates between countries was 2.4 pp in 1998 and only 1.2 pp ten years later.

Figure 3

Financial Times Housing Price annual rate of change

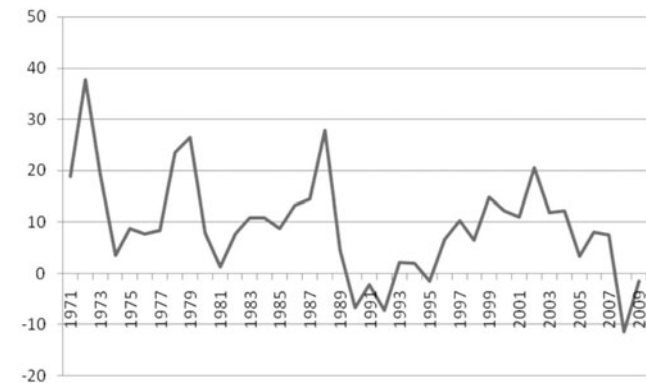
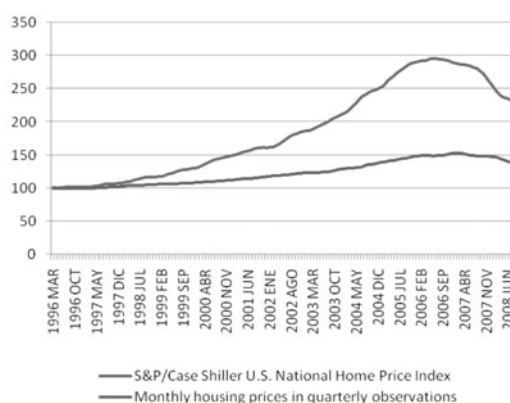


Figure 4

Us Housing prices



The evolution of 10 year mortgage rates appears in figure 6. All rates follow a similar path since all are Emu countries. However, the maximum difference among countries is almost 2 pp with Denmark on the upper bound and Finland, France and Spain on the lower side.

It is well known how dependent housing purchases are on credit availability. Figure 7 shows the share of housing credit over total credit for households of some European countries. This share is lowest in Austria and Italy, with values around 55%, and is highest in the Netherlands, Denmark and the Uk (90, 85 and 80% respectively). It is true that a higher share means that housing finance is a larger burden

Figure 5

Typical mortgage interest rates (%)

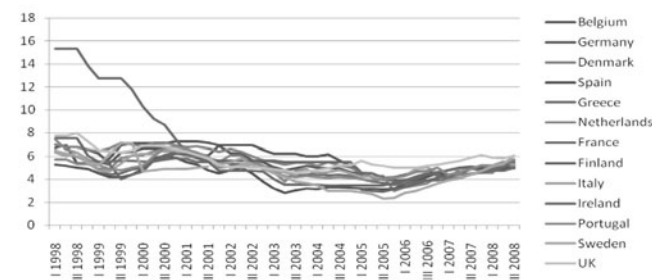
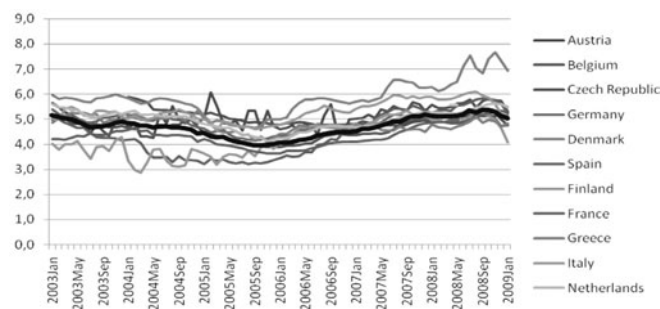


Figure 6

**Interest rate of loans for house purchases
(Original maturity: Over 10 years)**

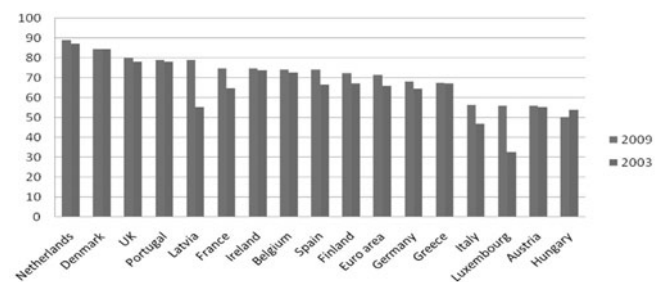


on household total indebtedness, although it might reflect only a lesser use of credit for purposes other than housing (consumption, etc.). Figure 7 also shows that the share of housing over total household credit has increased in all countries (except for Hungary), particularly strongly in Latvia, Italy, and Luxembourg.

Apparently those countries with the lowest share of housing over total credit at the beginning of the period have experienced the highest relative increase. To test for this possibility, figure 8 replicates a beta-convergence test. We regress the share of housing over total credit at the initial year of 2003 against its growth rate over the period.

Figure 7

Share of housing over total credit



Results show that there is beta-convergence since those financial systems with the lowest share of housing credit have experienced the highest rate of increase of mortgage loans. Figure 9 also confirms this result by means of a sigma convergence exercise. As can be observed, the deviation coefficient of the share of housing credits among countries is lower in 2009 than in 2003. In other words, housing credit conditions in countries are now more homogeneous than they were six years ago.

Housing loan trends appear in figure 10. Ireland and Spain show the highest average growth rates over the 2003-2009 period, around 16% compounded annual rate. The second group of countries, Finland and Austria, show a much lower rate of increase of 9.2%. Table 2 shows a clear corre-

Figure 8

Beta-convergence of the share of housing over total credit

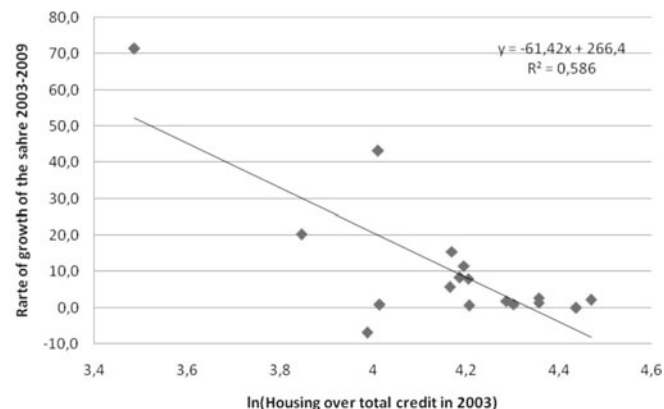


Figure 9

**Sigma-convergence of the share of housing over total credit
(deviation coefficient)**

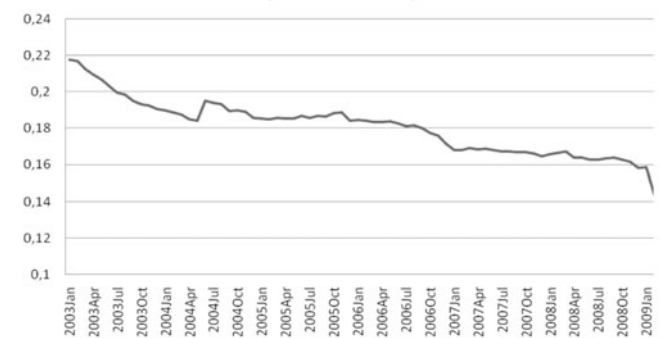


Figure 10

Housing loans

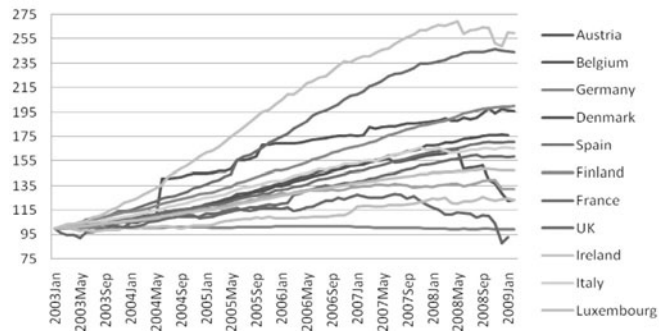


Table 2

Housing loans (rates of growth in pp)

	<i>Bubble countries</i>	<i>Non-bubble countries**</i>	<i>Deflationary countries*</i>
2003	16	14	2
2004	22	16	1
2005	24	16	1
2006	15	14	2
2007	9	12	-1
2008	-1	2	-1

* Only Germany;
 ** Including the USA

spondence between housing loan growth rates and housing price inflation.

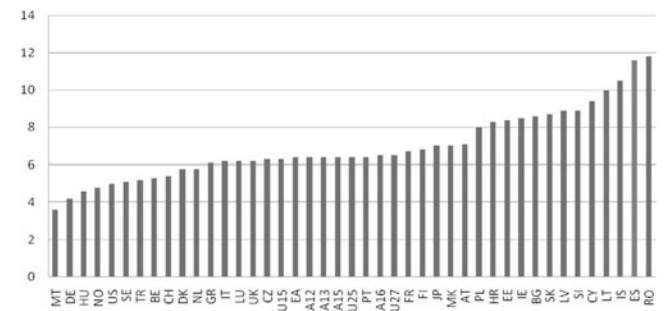
Finally, a look at the country relative weight of the construction sector as a share of Gva explains the different quantitative implications of a credit crunch that originated in the housing sector. Figure 11 (a) shows that this share is around 4% in countries like Mt and De and is three times higher in countries like Spain and Romania⁴. It is interesting to note that the order of countries by size of the construction sector is almost identical to the ordering by accumulated growth 1995-2008. That is, countries with a high share of the construction sector have experienced a higher growth rate over the last 13 years.

⁴ Interestingly, the Us – blamed for starting the international financial crisis after the sub-prime episode – shows one of the lowest relative size of the construction sector as well as one of the lowest accumulated growth rates.

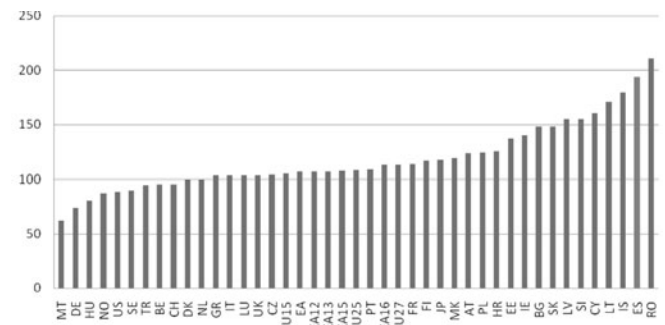
Figure 11

Relative weight of the construction sector in GVA.

a) Weight of the construction sector in GVA. 2008



b) Accumulated increase of the weight of the of the construction sector in GVA. 1995-2008. 1995=100



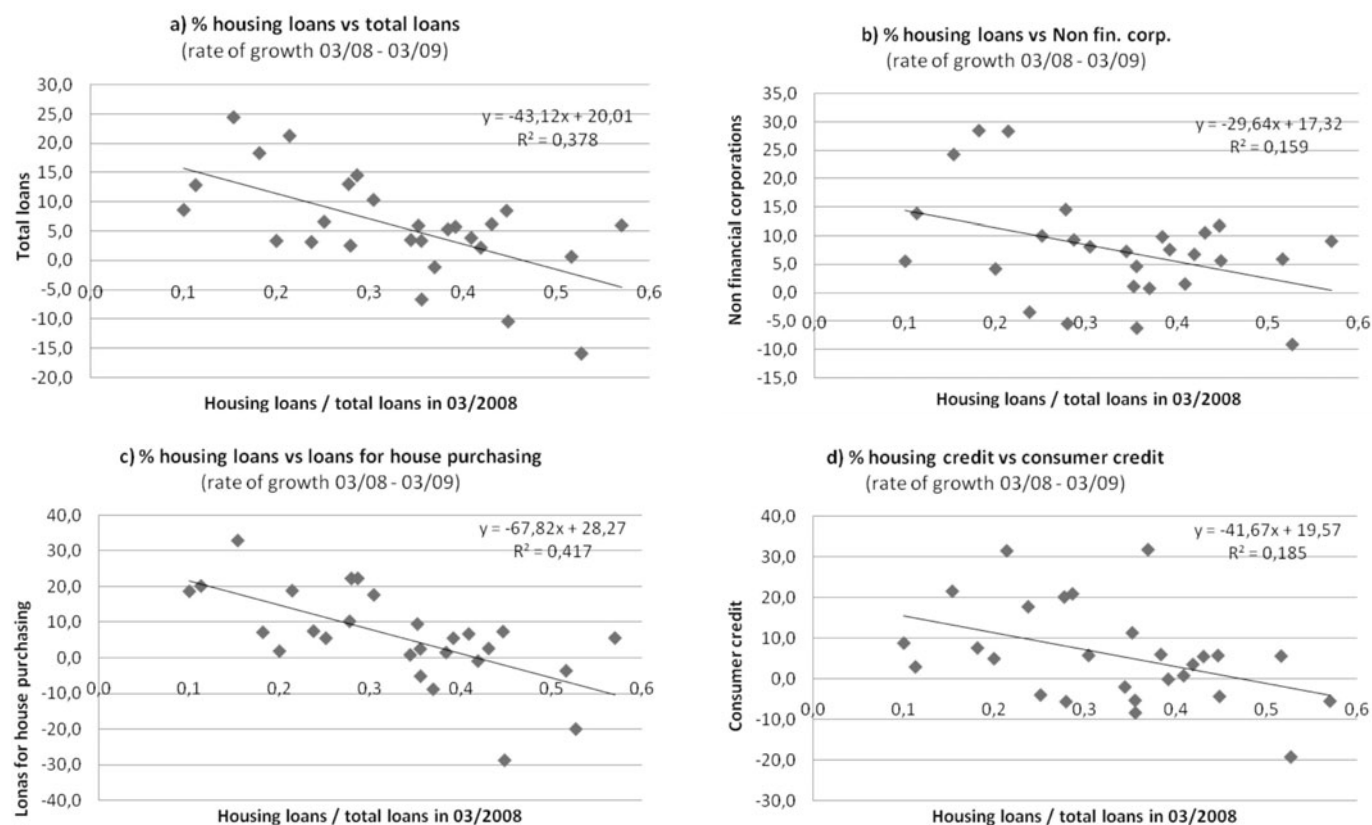
3 The crunch period

We now turn to the analysis of the crunch period defined as March 2008 through March 2009. In a series of tests, we want to check whether the intensity of the deceleration in credit growth is related with the relative size of the housing credit sector in the market. We find that those countries in which housing loans were relatively more important (representing a higher share of total loans) in March 2008 experienced – over the crunch period – the lowest growth in total loans (figure 12a), in loans to non financial companies (figure 12b), in loans to purchase houses (figure 12c) and, finally, in consumer credit (figure 12d).

However, we find no evidence as to whether the weight of the housing sector in the loan industry has influenced the increase in unemployment (figure 13). Apparently, the almost unanimous worsening of the unemployment situation in all

Figure 12

Credit growth and relative size of the housing credit sector



countries over the last year had no relationship with the banking specialization in lending to the housing sector.

We provide evidence on the influence of the weight of the housing loan industry on the intensity of the credit crunch. We define the intensity of the credit crunch as the difference between the growth rate of loans to house purchases during the crunch period and the annual average rate of growth over the expansion period of March 2003 through March 2008. Evidence on this measure of deceleration appears in figure 14. We find that loans to house purchasing have decelerated more than total loans (panel a), loans to non financial firms (panel b), consumer credit (panel c) or household loans (panel d).

Again, we find no relationship between the intensity of the credit crunch and variations in inflation or unemployment rates (figure 15).

Credit deceleration is plotted in figure 15 on the vertical axis. We can see that it is negative for most of the countries except in the cases of credit to non financial firms and consumer credit values.

We find no evidence between the importance of housing loans in the aggregate loan industry and the deceleration figures for total loans (16 a), non financial businesses (16 b) housing loans (16 c) or consumer credit (16 d).

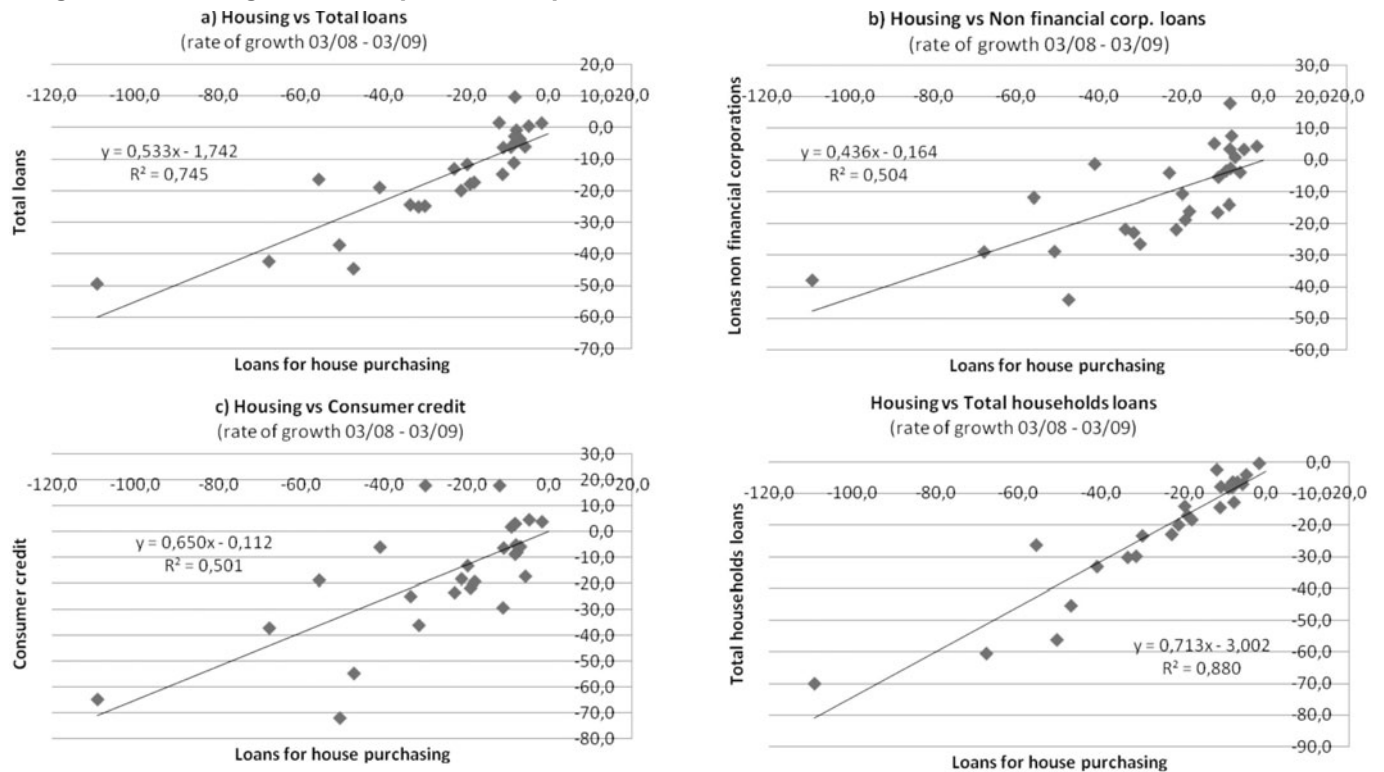
4 Concluding remarks

We find positive country evidence regarding the impact of the relative size of the housing sector on the intensity of the recent credit crunch period.

Countries which experienced the highest housing price

Figure 14

Weight of the housing loan industry and intensity of the credit crunch



hikes are also countries where the credit deceleration has been more intensive. The relative size of housing loans on banks portfolios, together with a much higher correspondent risk in the inter-bank markets, has probably been the main cause behind the liquidity constraint crises occurring over the last year.

REFERENCES

Barsky R.B. (2009), *The Japanese bubble; a "heterogeneous" approach*, NBER Working Paper 15052, June.

Bernanke Ben S., Lown Cara S. (1991), *The Credit Crunch*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 2; pp. 205-47.

Clair R.T., Tucker P. (1993), «Six Causes of the Credit Crunch (Or; Why Is It So Hard to Get a Loan?)», in *Economic Review*, Third Quarter 1993.

Kindleberger C.P. (1996), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books.

Parkinson M., Ball M., Blake N., Key T. (2009), *The Credit Crunch and Regeneration: Impact and Implications. An independent report to the Department for Communities and Local Government*, Department for Communities and Local Government.

Figure 13

Percentage of housing growth vs unemployment rate increase

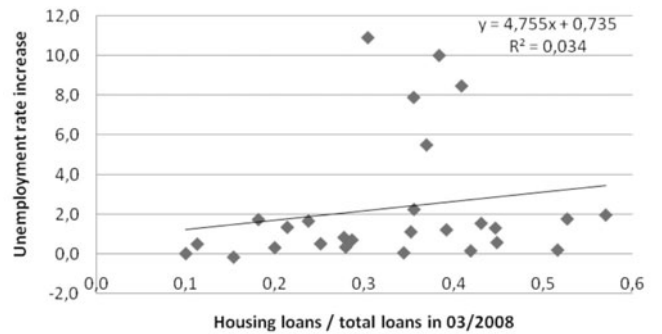


Figure 15

Credit crunch vs inflation and unemployment rate

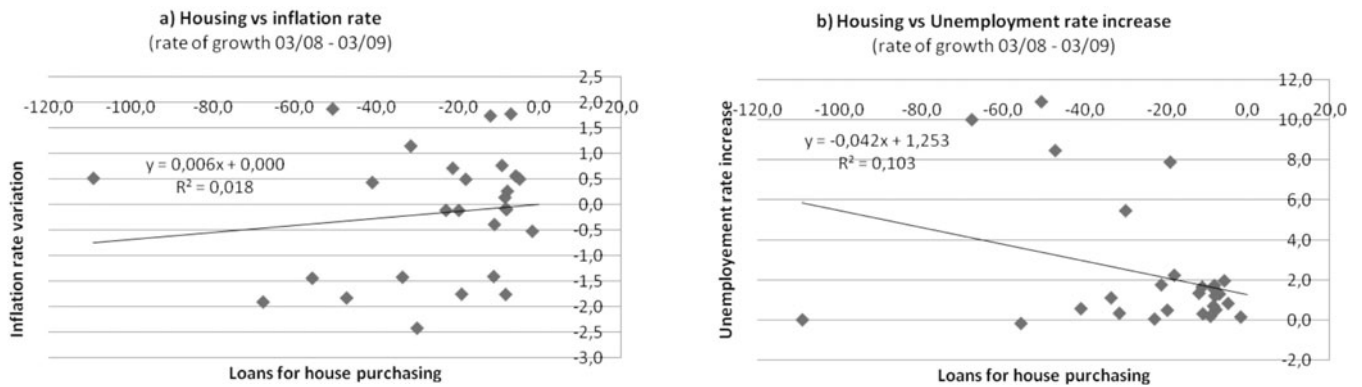
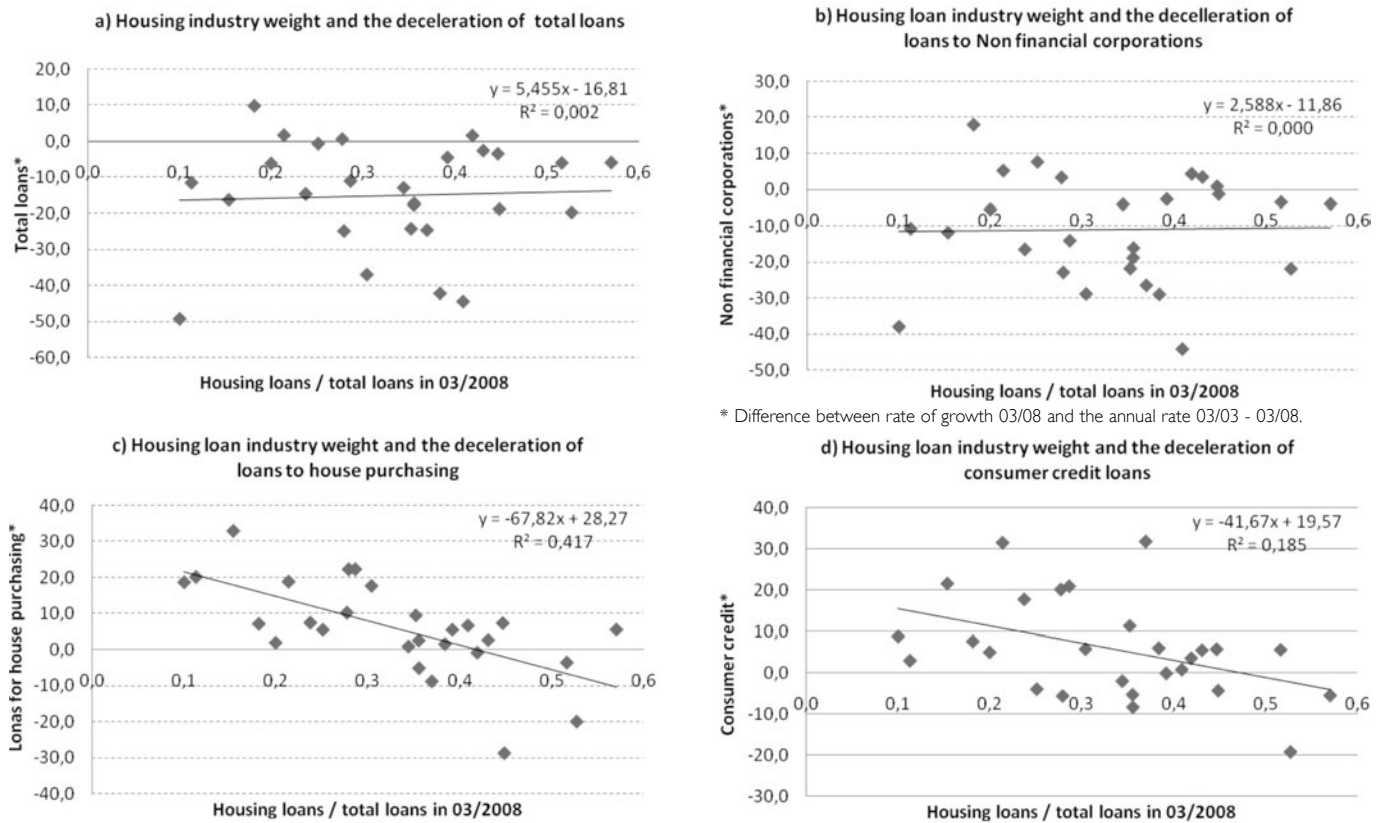


Figure 16

Importance of housing loans and the deceleration figures for total loans



Contro il mainstream. Perché e come le funzioni di vigilanza possono rafforzare l'indipendenza di una banca centrale

Central banks as political players: against the mainstream

L'argomento teorico cui più frequentemente si fa ricorso per sostenere l'inopportunità di attribuire le funzioni di vigilanza alla banca centrale si basa sull'ipotesi dell'esistenza di un conflitto di interessi tra queste funzioni e quelle di politica monetaria. Ne deriverebbe pregiudizio alla credibilità inflazionistica delle banche centrali. Tuttavia, vi sono circostanze in cui l'esercizio della vigilanza rafforza l'indipendenza delle banche centrali e, dunque, la loro credibilità. Infatti, quando una banca centrale è indipendente rispetto agli obiettivi opera come un attore politico. Essa, infatti, può offrire una regolamentazione favorevole alle banche commerciali in cambio del sostegno da parte di queste ultime ai tentativi di governo e parlamento di ridurre la sua indipendenza.

Giovanni B. Pittaluga,
Elena Seghezza

Università di Genova

One of the most widely-supported arguments against attributing supervision functions to a central bank is based on the conflict of interest hypothesis. However, in some circumstances, financial supervision enhances central bank's independence. In fact, when a central bank is goal independent, it acts as a political player: in this context this institution can strengthen its independence by widening its constituency. Financial supervision is a means through which central bank can gain the support of commercial banks. These last ones have interest to give their support in exchange for favourable measures of financial regulation.

1 Introduzione

Nel corso degli anni '80 e '90 non sono pochi i Paesi industrializzati in cui le banche centrali sono state spogliate delle funzioni di vigilanza. La crisi finanziaria del 2008 impone un ripensamento delle ragioni teoriche che sono sovente portate a spiegazione e giustificazione di questo processo. Vi è, infatti, ampio consenso sul fatto che la frammentazione delle agenzie di vigilanza sia in larga misura responsabile delle carenze registrate nella prevenzione e nel contrasto della recente crisi.

Non stupisce, perciò, che la recente proposta di riforma della vigilanza bancaria avanzata dall'Amministrazione americana prefiguri l'attribuzione alla banca centrale di poteri più ampi. Questa posizione sembra condivisa anche nell'area dell'euro e in altri Paesi.

Nonostante si rilevi un cambiamento nelle posizioni e, forse, nelle scelte di alcuni policy maker, la letteratura prevalente è tuttora orientata a ritenere opportuna una separazione delle funzioni monetarie da quelle di vigilanza¹. Tale letteratura, ponendosi in un'ottica di political economy, tende a ricondurre la relazione tra governo e banca centrale ad un rapporto di delega tra principale e agente, e, quindi, restringe l'indipendenza delle banche centrali a indipendenza rispetto agli strumenti. In questa prospettiva, la principale ra-

gione di separazione della funzione monetaria da quella di vigilanza è la possibilità di un conflitto di interessi: la banca centrale potrebbe esitare a imporre una restrizione monetaria per le sue negative ricadute sulle banche che essa vigila. Essa potrebbe proteggere le banche piuttosto che l'interesse pubblico.

Tuttavia se, pur in una prospettiva di political economy, anziché far riferimento agli schemi principale-agente e a banche centrali indipendenti rispetto agli strumenti, come avviene nella modellistica appena citata, si considerano banche centrali indipendenti rispetto agli obiettivi, le conclusioni in merito all'esercizio congiunto di funzioni monetarie e di funzioni di vigilanza possono essere addirittura opposte. Si può, cioè, sostenere che le banche commerciali rappresentino una potenziale *constituency* di banche centrali che perseguano l'obiettivo della stabilità dei prezzi. L'attribuzione delle funzioni di vigilanza a banche centrali indipendenti rispetto agli obiettivi mette queste istituzioni nella condizione di meglio operare come attore politico. In quanto tali, le banche centrali competono con altri attori, in primis con il governo e il parlamento, per conservare e, se possibile, ampliare i loro margini di potere. In questa competizione gli attori politici cercano *constituency* su cui appoggiarsi. Tali *constituency* sono in larga misura costituite da gruppi di

Keywords: Supervision, Monetary policy, Economic policy

Jel codes: G28, E58

Sebbene l'articolo sia opera di uno sforzo congiunto, il paragrafo 1 è da attribuire a G.B. Pittaluga, e i paragrafi 2 e 3 a E. Seghezza.

¹ Per una rassegna degli argomenti a favore e contro la concentrazione delle funzioni monetarie e di quelle di vigilanza nella banca centrale cfr. Heller (1991), Goodhart e Schoema-

ker (1992; 1995), Haubrich (1996), Di Noia e Di Giorgio (1999) e Llewellyn (2005). Una rassegna dell'esperienza internazionale nel periodo recente si trova in Goodhart et al. (1999), Masciandaro (2005) e Barth et al. (2006).

Tuttavia, come osservano Frisell et al. (2008), negli anni recenti i contributi teorici si sono focalizzati principalmente sulla rilevanza di istituzioni indipendenti rispetto alla politica monetaria ottimale. Per contro, hanno ricevuto scarsa attenzione problemi come il trade off tra stabilità monetaria e finanziaria, o aspetti come il nesso tra indipendenza delle banche centrali e performance della vigilanza.

interesse. Mentre nell'arena politica gli attori si contendono il potere, in quella sociale i gruppi di interesse cercano di far prevalere i propri diritti di proprietà, di acquisirne di più ampi e di consolidarli nel tempo.

Come si vedrà a livello intuitivo nel paragrafo 1 e a livello analitico nel paragrafo 2, con riferimento alla vigilanza tra banca centrale e banche commerciali può avvenire uno «scambio politico». La banca centrale, se svolge anche funzioni di vigilanza, può offrire alle banche commerciali misure di regolamentazione ad esse favorevoli, chiedendo ad esse in cambio sostegno alla sua indipendenza, ovvero chiedendo di esercitare pressioni su governo e parlamento affinché rispettino i suoi margini di autonomia. Le banche commerciali possono trovare conveniente quest'offerta e accettare lo scambio. Un esempio concreto dello scambio politico appena accennato può trovarsi nella gestione della vigilanza operata negli ultimi decenni dalla Fed, una delle poche banche centrali dei Paesi industrializzati che ancora oggi esercitano contestualmente le funzioni monetarie e quelle di vigilanza. Questi aspetti sono presentati nel paragrafo 3. Il lavoro si chiude con le conclusioni in cui si traggono alcune indicazioni di policy.

2 Banche centrali indipendenti rispetto a obiettivi e funzioni di vigilanza e regolamentazione

In passato la gran parte delle banche centrali concentrava in sé sia le funzioni monetarie che quelle di vigilanza bancaria. Nel periodo recente numerose banche centrali di Paesi industrializzati hanno perduto la funzione di vigilanza. Tale tendenza è stata particolarmente pronunciata nei Paesi dell'Ocse.

Come scrivono Garcia Herrero e Del Rio (2005; p. 29): «... a noticeable change in the institutional structure of maintaining financial stability in the last decade has been the move to consolidate financial supervision in a separate agency – Norway (1986), Canada (1987), Denmark (1988), Sweden (1991) and Hungary (2000) – and in some cases this

involved a transfer of responsibilities out of the CB, e.g. Australia (1993), U.K. (1998), Japan (1999), Korea (1998), Iceland (1999), and more recently Austria (2002) and Germany (2002) ...».

A che cosa è dovuto questo processo in atto nei Paesi industrializzati?

Negli ultimi decenni il riconoscimento che nella conduzione della politica monetaria esiste un problema di incoerenza temporale ha suscitato un ampio dibattito sugli strumenti istituzionali attraverso cui dare una risposta a questo problema. Uno di questi strumenti è rappresentato dall'attribuzione di un ruolo indipendente alle banche centrali².

Quando si parla di indipendenza della banca centrale dalle pressioni politiche occorre distinguere tra indipendenza rispetto agli obiettivi e indipendenza rispetto agli strumenti³.

Per indipendenza rispetto agli obiettivi si intende la possibilità per la banca centrale di porre e perseguire obiettivi finali di politica monetaria in tutta autonomia rispetto a governo e Parlamento: ciò accade quando nello statuto, nella legge istitutiva o in una successiva legge ordinaria, gli obiettivi della Banca centrale sono indicati in modo impreciso o sono plurimi, senza che si stabiliscano delle priorità. Una banca centrale, come la Federal Reserve, cui sia affidato il compito di perseguire la più elevata crescita del reddito compatibile con la stabilità dei prezzi può essere definita indipendente rispetto agli obiettivi.

Per indipendenza rispetto agli strumenti si intende, invece, la possibilità della banca centrale di variare in assoluta autonomia e, quindi, con la massima discrezionalità, gli strumenti monetari per conseguire gli obiettivi finali stabiliti dagli organi elettivi. La Banca d'Inghilterra, che persegue un obiettivo di inflazione definito dal governo, è una banca centrale indipendente rispetto agli strumenti. È utile aggiungere che nel periodo di vigenza del *gold standard*, in quello del sistema di Bretton Woods o in un regime di cambi fissi le banche centrali, essendo fissato dagli organi elettivi l'obiettivo della stabilità del cambio, erano e sono indipendenti rispetto agli strumenti, ma non rispetto agli obiettivi.

A livello teorico la possibilità per il banchiere centrale di fissare in autonomia obiettivi finali di politica monetaria è

² Cfr. Barro e Gordon (1983).

³ Cfr. Debelle e Fischer (1994) e Fischer (1994).

stata considerata da Rogoff (1985) come un modo per risolvere il problema dell'incoerenza temporale evidenziato da Kydland e Prescott (1977) e riferito alla politica monetaria da Barro e Gordon (1983).

Rogoff mostra che il bias inflazionistico legato a comportamenti temporalmente incoerenti del governo può essere attenuato, se non eliminato, attraverso la nomina di un banchiere centrale «conservatore», vale a dire di un banchiere centrale che abbia gli stessi obiettivi di output e di inflazione della società e del governo, ma che attribuisca rispetto a questi ultimi un peso più elevato alla stabilità dei prezzi che al livello dell'output. In definitiva, al banchiere centrale «conservatore» di Rogoff si può ricondurre un banchiere centrale che sia indipendente rispetto agli obiettivi.

L'indipendenza rispetto agli strumenti di una banca centrale è tipica dei contratti di delega del tipo principale-agente. A questi contratti fa riferimento la letteratura sui contratti di performance. Tale letteratura risale ai contributi iniziali di Persson e Tabellini (1993) e di Walsh (1995) e ha trovato concreta applicazione nella gestione della politica monetaria con l'adozione degli schemi di *inflation targeting*⁴.

Sulla base dei contratti di performance il governo (il principale) delega le decisioni di politica monetaria per conseguire un determinato obiettivo (ad esempio la stabilità dei prezzi) alla banca centrale (l'agente). Il principale desidera che l'agente persegua la massimizzazione della sua utilità, ma l'agente ha una propria funzione di utilità da massimizzare e può operare scelte incompatibili con la massimizzazione dell'utilità del principale. Di qui la necessità che il governo eserciti un attento monitoring non solo sull'esito dell'operato della banca centrale, in particolare sul raggiungimento o meno degli obiettivi ad essa assegnati, ma anche sul processo decisionale della banca.

In uno schema principale-agente l'attribuzione alla banca centrale delle funzioni di vigilanza e regolamentazione, oltre a quelle monetarie, appare del tutto inopportuna.

Infatti un contratto di questo tipo è efficace solo se si può esercitare un adeguato monitoring sull'operato dell'agente. Tuttavia, se a quest'ultimo si attribuisce una pluralità di obiettivi (come la stabilità dei prezzi connessa alle funzioni monetarie e quella del sistema bancario connessa alle funzio-

ni di vigilanza), si rende assai difficile una valutazione della sua performance.

Molto opportunamente McCallum (1995) ha osservato che il ricorso a contratti principale-agente non consente di risolvere il problema dell'incoerenza temporale: il governo ha lo stesso incentivo a non far rispettare il contratto principale-agente che a ricorrere a sorprese inflazionistiche, nel contesto in cui la politica monetaria sia condotta in modo discrezionale⁵.

Tuttavia, anche l'ipotesi del banchiere centrale conservatore di Rogoff non consente di risolvere in modo definitivo il problema dell'incoerenza temporale ad un altro livello: in particolare, quanto è credibile l'indipendenza rispetto agli obiettivi di una banca centrale sia pure stabilita per legge e non solo per statuto?

Di fatto governo e parlamento possono sempre revocare l'indipendenza della banca centrale e finché questa possibilità esiste (e non si vede come possa non esistere), la credibilità antinflazionistica della politica monetaria è minata.

Diversi contributi si sono soffermati sul trade-off tra la rimozione del bias inflazionistico attraverso la delega della politica monetaria ad un banchiere centrale conservatore e la perdita da parte del governo, così facendo, della possibilità di stabilizzare l'output nel caso di shock negativi.

Affrontando questo problema, Lohmann (1992) pone l'ipotesi che l'indipendenza della banca centrale sia limitata a situazioni in cui gli shock sono relativamente piccoli. In questa prospettiva si introduce il principio per cui il governo in particolari situazioni, più precisamente quando gli shock sono ampi, possa sospendere l'indipendenza della banca centrale.

Nello schema proposto dalla Lohmann, pertanto, a parità di indipendenza legale, due banche centrali possono avere una diversa indipendenza de facto: quest'ultima dipende principalmente dai costi che il governo sopporta, sospendendo l'indipendenza della banca centrale. A questi costi fa riferimento anche Jensen (1997), che attraverso un modello deterministico di giochi intertemporali mostra che quanto più elevati sono per il governo i costi della rimozione di un banchiere centrale indipendente, tanto più attenuato è il bias inflazionistico.

Sia nel contributo di Lohmann (1992) che in quello di Jensen (1997) i costi della revoca dell'indipendenza della

⁴ Cfr. tra gli altri Svensson (1997) e Muscatelli (1998).

⁵ Lo stesso rilievo critico è stato operato da Al-Nowaihi e Levine (1996).

banca centrale da parte della maggioranza politica sono esogeni⁶. Essi possono essere dovuti a vincoli istituzionali, come l'inserimento nella Costituzione della disposizione che garantisce l'indipendenza della banca centrale⁷, oppure a fattori di contesto, quali la «cultura» anti-inflazionistica della società⁸.

A questa stessa osservazione si prestano gli schemi che conducono l'indipendenza delle banche centrali all'esistenza di gruppi di interesse avversi all'inflazione, in particolare ad una forte lobby bancaria⁹. Questi schemi considerano la capacità di pressione dei gruppi di interesse come data e finiscono per non distinguere tra indipendenza legale e indipendenza de facto delle banche centrali, negando con ciò rilevanza ai meccanismi istituzionali volti a salvaguardare le banche centrali dalle pressioni della politica.

Caratteristica della gran parte dei modelli sull'indipendenza delle banche centrali è di ignorare il fatto che un'istituzione di questo tipo, quando sia indipendente rispetto agli obiettivi, tende a configurarsi come un attore politico¹⁰.

Mentre nell'arena politica prevale una costante competizione tra gli attori politici per conservare o guadagnare margini di potere, nell'arena sociale si hanno tensioni e conflitti tra i diversi gruppi di interesse che cercano di difendere i loro diritti di proprietà e di acquisirne di nuovi. L'arena politica e quella sociale sono interdipendenti: tale interdipendenza si esplica nello scambio politico. Infatti, gli attori politici cercano di ottenere sostegno dai gruppi di interesse. Essi in cambio offrono scelte politiche che favoriscono questi gruppi di interesse.

Per contro, i gruppi di interesse offrono sostegno agli attori politici in cambio di decisioni politiche ad essi favorevoli. Il sostegno dei gruppi di interesse agli attori politici prende la forma di azioni lobbistiche, vale a dire di una forma organizzata di pressioni sugli attori politici.

Le lobby cercano in questo modo di vedere tutelati i loro diritti di proprietà verso terzi, di espanderne l'area e di stabilizzarli nel tempo.

L'offerta degli attori politici consiste nella produzione di tali diritti, principalmente attraverso leggi, regolamentazioni e infrastrutture istituzionali.

La capacità di essere attore politico di una banca centrale è tanto più elevata, quanto più ampi sono gli strumenti di cui

essa dispone per attrarre il sostegno di determinati gruppi di interesse. L'esercizio delle funzioni di regolamentazione e vigilanza bancaria può configurarsi come uno strumento che permette alla banca centrale di guadagnarsi il sostegno della lobby bancaria rispetto ai tentativi di governo e parlamento di ridurre il grado di indipendenza.

Diversamente da quanto accade in approcci citati in precedenza il processo di trasferimento delle preferenze della società in regole e infrastrutture istituzionali non è automatico. Esso è l'esito di un vasto gioco politico¹¹.

In questo contesto, i costi della rimozione dell'indipendenza di una banca centrale sono, almeno in parte, endogeni: essi dipendono, cioè, non solo dal comportamento del governo, ma anche da quello della banca centrale.

Peraltro, la possibilità di una banca centrale di influire sui costi della rimozione della sua indipendenza dipende inevitabilmente dai margini di libertà di cui essa dispone per guadagnarsi il consenso di determinati gruppi di interesse.

In questa prospettiva, l'attribuzione contestuale a una banca centrale delle funzioni monetarie e di quelle di vigilanza, anziché inficiarne la credibilità anti-inflazionistica, la rafforza in quanto contribuisce ad accrescere i costi della rimozione della sua autonomia e, dunque, ne consolida l'indipendenza da pressioni politiche. In definitiva, il perseguimento di una molteplicità di obiettivi (quello della stabilità monetaria e quello della stabilità finanziaria), poiché si accompagna alla disponibilità di una più ampia gamma di strumenti idonei ad influire sul sostegno delle lobby, rafforza la capacità della banca centrale di essere attore politico ovvero ne migliora la capacità di competere con il governo e il parlamento a tutela dei propri margini di autonomia.

3 Una rappresentazione formale dell'ipotesi dello scambio politico

Allo scopo di dare una rappresentazione formale dei concetti esposti intuitivamente nel paragrafo precedente¹², si fa riferimento innanzitutto ad uno schema *à la* Rogoff, in modo da poter considerare il caso di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi, ovvero di una banca che possa

⁶ Molto opportunamente Giordani e Spagnolo (2001) hanno mostrato che tali costi possono essere elevati attraverso determinati meccanismi istituzionali, come l'inserimento nella Costituzione della disposizione che garantisce l'indipendenza della banca centrale.

⁷ Cfr. Giordani e Spagnolo (2001).

⁸ Cfr. in particolare Hayo (1998).

⁹ Cfr. Goodman (1992) e Posen (1993; 1995).

¹⁰ Questo aspetto è ben colto da Calomiris (2006; p. 170) quando, con riferimento alla banca centrale americana, scrive: «There is fairly straightforward logic to the Fed's regulatory advocacy. To understand it, one must consider the Fed as a political player in the Washington drama...». Considerazioni analoghe si trovano, peraltro, in Woolley (1984; p. 1): «Plainly, the Federal Reserve is a key political institution. It defines, sets, and implements

public policy in a central arena. It is engaged in conflict that it increasingly overt. Its actions have important consequences for other institutions that political scientists have studied extensively».

¹¹ Cfr. Pittaluga e Cama (2004).

¹² Per la versione estesa del modello cfr. Pittaluga e Seghezza (2008).

essere attore politico¹³. Il governo affida la gestione della politica monetaria ad una banca centrale indipendente, con un grado di avversione all'inflazione più elevato del suo. Il governo, sostenendo dei costi, può rimuovere l'indipendenza della banca centrale. In questo contesto, in periodi normali, è la banca centrale a scegliere la politica monetaria, in situazioni di shock particolarmente elevati, è il governo a scegliere la politica monetaria adeguata.

Nell'economia ci sono tre attori: il governo, la banca centrale e la lobby delle banche commerciali. Ogni attore ha una sua funzione obiettivo.

La funzione di perdita del governo è:

$$L^G = (y - \hat{y})^2 + \lambda \pi^2 + \delta c^2 \quad (1)$$

Dove il primo termine rappresenta lo scarto dell'output (y) dal livello desiderato (\hat{y}), il secondo termine le deviazioni dell'inflazione (π) dal livello desiderato (per semplicità posto uguale a zero) e il terzo termine il costo (c) di togliere l'indipendenza alla banca centrale. Questo costo è endogeno e dipende dagli sforzi delle lobby.

La politica monetaria è delegata ad un banchiere centrale conservatore, che dà un peso maggiore all'obiettivo di stabilizzazione dell'inflazione. La sua funzione di perdita è la seguente:

$$L^{BC} = (y - \hat{y})^2 + (\lambda + \epsilon) \pi^2 + \vartheta(R - R^*)^2 \quad (2)$$

Poiché la banca centrale ha anche funzioni di vigilanza e regolamentazione, la sua funzione di perdita dipende anche dalle deviazioni della regolamentazione bancaria da un livello ottimale (R^*). La banca centrale ha due strumenti per minimizzare la sua funzione di perdita: il tasso di inflazione e la regolamentazione bancaria.

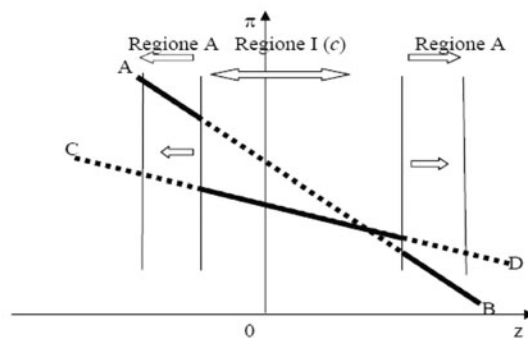
La funzione di perdita della lobby bancaria dipende da due elementi: la regolamentazione bancaria e il costo di fare lobbying:

$$L^B = \alpha R + \frac{1}{2} c^2 \quad (3)$$

L'equilibrio finale può essere rappresentato nella figura 1.

Figura 1

La posizione di equilibrio



Sulle ascisse si riporta lo shock all'economia: se $z > 0$ lo shock è positivo e l'economia si trova in una situazione di boom economico; se $z < 0$ lo shock è negativo e l'economia si trova in recessione.

Sulle ordinate si riporta il tasso di inflazione. La retta AB rappresenta la politica monetaria ottimale per la banca centrale in risposta allo shock. La retta CD indica la politica monetaria ottimale per il governo.

Le decisioni di politica monetaria, e quindi il tasso di inflazione, sono operate dalla banca centrale se lo shock appartiene alla regione I .

La politica monetaria è scelta dal governo se lo shock avviene in una delle regioni A . Per shock nella regione A , il costo politico per il governo di rimuovere l'indipendenza della banca centrale è minore dei guadagni che esso può ottenere in termini di stabilizzazione dell'output.

L'ampiezza della regione di indipendenza della banca centrale dipende dagli sforzi in termini di lobby del settore bancario.

Dal modello si possono trarre le seguenti conclusioni:

1 la banca centrale sceglie il livello di regolamentazione bancaria tenendo in considerazione oltre che l'efficienza del settore bancario, anche gli effetti sui profitti delle banche e – attraverso le pressioni di queste imprese su governo e parlamento – sulla propria indipendenza;

¹³ In particolare qui si fa riferimento ad un modello proposto da Lohmann (1992).

2 la banca centrale può usare la regolamentazione del settore bancario per aumentare il suo grado di indipendenza e perseguire il suo obiettivo di stabilità dei prezzi, anche se ciò può avere ripercussioni negative sulla allocazione efficiente delle risorse nel sistema finanziario.

4 La Federal Reserve come attore politico

Al presente, nell'ambito dei Paesi industrializzati l'attribuzione delle funzioni di vigilanza alla banca centrale è limitata a pochissimi casi, tra cui quello della Fed è il più rappresentativo. La Banca centrale americana, infatti, è una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi ed esercita funzioni, oltre che monetarie, di vigilanza e regolamentazione finanziaria.

La detenzione di queste funzioni permette alla Fed di potere far riferimento a una *constituency* che possa esercitare pressioni in suo favore sugli organi politici. Tale *constituency* è rappresentata in via principale dal gruppo di interesse delle banche. Quest'ultimo esercita la sua azione di sostegno sia attraverso le Reserve banks sia attraverso un'azione lobbistica esplicita sulla classe politica. Come scrive Pierce (1990; p. 155): «Armed with its control over banks and bank holding companies, and its legions of Federal Reserve Bank boards of directors, the Federal Reserve can, and does, bring forth tremendous lobbying efforts by its constituents in opposition to attempts by Congress to put the Fed on shorter leash».

L'influenza politica delle Reserve banks deriva dal fatto che in ciascuna di esse sei dei nove componenti del Board sono eletti dalle banche facenti parte del Sistema della Fed. Ciò determina il coinvolgimento nel sistema di influenti cittadini privati che apportano alla Fed importanti «risorse» politiche¹⁴. Poiché le Reserve banks esercitano principalmente funzioni di vigilanza, la sottrazione di queste funzioni alla Fed ridurrebbe evidentemente il peso della *constituency* che ne tutela l'indipendenza dalle incursioni di governo e parlamento. L'altro importante aspetto della *constituency* a difesa dell'indipendenza della Fed è rappresentata dall'azione lobbistica delle banche commerciali: «There is some eviden-

ce from past congressional battles that bankers are willing to use their resources to support the Federal Reserve's ...»¹⁵.

Peraltro, le banche americane hanno una potente organizzazione a Washington. In particolare, l'American Banking Association ha un ampio staff di lobbisti, molti dei quali con una precedente esperienza a Capitol Hill, al Tesoro o presso la stessa Fed. La capacità di pressione della lobby bancaria americana sugli organi elettivi è evidenziata dai generosi contributi dati da essa a senatori e membri del Congresso per le campagne elettorali¹⁶.

Il sostegno della lobby bancaria alla Fed ha assunto nel tempo due forme principali. Una prima forma consiste nell'appoggio a politiche monetarie orientate alla stabilità dei prezzi. Tale appoggio è stato particolarmente rilevante durante il mandato presidenziale di Volcker, allorché questi, a fine anni '70, impressero un drastico cambiamento nell'impostazione della politica monetaria, rendendola decisamente anti-inflazionistica¹⁷. Nell'autunno del 1979, alla riunione del Federal Advisory Council, i banchieri incoraggiarono Volcker a proseguire, e se possibile, accentuare il rigore delle misure intraprese: «The main concern is whether these rates are high enough to stem the bulge which has occurred in the monetary aggregates. In recent months, the excessive growth in the money supply suggests that credit creation is rising at a faster pace than desired ... In this respect, the need to slow the rapid growth in monetary aggregates should take priority over concerns about further upward moves in domestic interest rates»¹⁸. Ciò accadeva mentre altri gruppi di interesse, come i sindacati dei lavoratori e i rappresentanti dei costruttori edili, lamentavano gli effetti negativi sull'output del pronunciato aumento dei tassi di interesse reali.

Una seconda forma di sostegno alla Fed, meno legata al contingente, consiste nella resistenza offerta dalle banche ai tentativi di indebolire l'autonomia della banca centrale americana¹⁹. In particolare, nel periodo tra il 1980 e il 1982 furono presentate numerose risoluzioni e proposte di legge in merito alla politica monetaria e alla Fed, che riflettevano lo scontento di ampi strati sociali per l'impostazione restrittiva della politica monetaria e che miravano a indebolire l'indipendenza della banca centrale americana. Una parte consi-

¹⁴ Con riferimento ai tentativi del Congresso negli anni '60 e '70 di favorire una redistribuzione di risorse, anche via inflazione, a favore di determinate potenti constituencies, come l'industria edile, Hetzel (1990; p. 108) così si esprime: «There was then a coincidence of self-interest between the Fed and the commercial and banking sectors that would be adversely affected by that credit allocation. The Fed's regional organization and boards of directors allowed contact with these natural allies».

¹⁵ Cfr. Woolley (1984; p. 78).

¹⁶ «For the 1980 elections, incumbent senators and representatives would receive \$2,664,000 in donations from the financial sector. The largest share of that money, nearly \$ 590,000, was given to the members of the House and Senate banking committees, the people who drafted banking legislation». Cfr. Greider 1987.

¹⁷ Weise (2007) rileva che il Federal Advisory Council tende in genere a condividere la politica monetaria della Fed, anche se nel periodo 1968-79 questa condivisione appare più tiepida di quella manifestata per la politica orientata al recupero e al mantenimento della stabilità dei prezzi avviata dal 1979.

¹⁸ Cfr. Greider (1987; p. 115).

¹⁹ Cfr. Auerbach (1985).

stente di queste risoluzioni e proposte era tesa ad allentare i suoi legami con le banche attraverso una riforma della vigilanza finanziaria o della governance delle Reserve Banks.

Con riferimento alla vigilanza finanziaria molto opportunamente Hawke (1988; p. 21) rileva: «... Fed theologians have felt that preservation of its role in supervision and regulation ... is important to the preservation of its political independence».

Non è, dunque, casuale il fatto che nel 1982, quando i costi sociali della politica disinflazionistica avviata da Volcker erano particolarmente elevati, sia stato costituito un gruppo di lavoro coordinato dal vice-Presidente Bush con il compito formale di elaborare una proposta di ristrutturazione del sistema di regolamentazione finanziaria e con l'obiettivo surretto di ridurre il ruolo della Fed nella vigilanza e nella regolamentazione finanziaria.

Il Presidente Volcker reagì a questa iniziativa con un documento in cui si ripercorrevano le ragioni per conservare alla Fed le funzioni di vigilanza e in cui si ammoniva la classe politica che la banca centrale, qualora fosse stata privata di quelle funzioni, avrebbe avuto inevitabilmente «... the tendency ... to retreat into a kind of ivory tower, adversely affecting both monetary and supervisory policy»²⁰. Contrapposizioni all'interno del Congresso e il sostegno della lobby bancaria fecero abortire questa minaccia all'indipendenza della banca centrale americana.

Altri tentativi di indebolire la *constituency* della Fed e attraverso questa via la sua indipendenza si sono concretizzati in tentativi di modifica della governance delle Reserve banks. Un tentativo di questo tipo si ebbe sotto la Presidenza Greenspan. Infatti, a metà 1993, il Presidente della Commissione Bancaria congressuale, Gonzales, presentò una proposta di modifica della nomina dei Presidenti delle Federal Reserve Banks regionali. Secondo questa proposta questi presidenti avrebbero dovuto essere nominati dal presidente degli Stati Uniti, con il consenso del Senato, anziché dai Boards di queste banche²¹. Nello stesso periodo il vice-Presidente del Joint Economic Committee e un altro rappresentante del Congresso, Lee Hamilton, avanzarono la proposta di togliere il diritto di voto nell'ambito del Fomc ai Presidenti delle Reserve banks.

Entrambi questi tentativi erano volti a indebolire la *constituency* della Fed. Il secondo perseguiva questo obiettivo togliendo rilevanza alle Reserve Banks, il primo intaccava fortemente la natura ibrida privata-pubblica delle Reserve banks.

Le minacce all'indipendenza della Fed sono state respinte grazie alla capacità di questa istituzione di operare come attore politico e grazie al supporto della sua ampia *constituency*, basata in primis sulla lobby bancaria, e dalla capacità di questa di esercitare pressioni sulla classe politica.

Ma in che modo la Fed ha ripagato questo sostegno?

L'esperienza storica degli ultimi due decenni mostra che sia Volcker che Greenspan hanno attribuito alle banche un ruolo speciale nell'intermediazione del risparmio, tutelandone gli interessi in una fase di intensa deregolamentazione. Tale ruolo è stato ribadito a più riprese dai due Presidenti in più occasioni. Il ruolo speciale delle banche ha indotto sia Volcker che Greenspan a esprimersi in favore di misure di vigilanza e regolamentazione finanziaria che favorissero le banche rispetto ad altri intermediari finanziari (tabella 1). Volcker, in particolare, favorì la capacità concorrenziale delle banche sostenendo l'opportunità della rimozione dei *ceilings* sui tassi di interesse, caldeggiando l'imposizione di obblighi

Tabella 1

Misure di vigilanza e regolamentazione finanziaria favorevoli alle banche attuate da Volcker e Greenspan

<i>Ceiling</i> sul tasso d'interesse sui depositi	I <i>ceiling</i> sui tassi d'interesse sono stati rimossi da Volcker
Riserva obbligatoria sui depositi dei <i>mutual funds</i>	Durante la presidenza di Volcker fu istituito l'obbligo di riserva sui depositi dei <i>mutual funds</i>
Liberalizzazione dell'apertura di sportelli in più stati	Volcker sostenne l'opportunità di consentire alle banche l'apertura di sportelli in più stati. Questo obiettivo fu poi completato da Greenspan.
Mergers&Acquisitions	Con Greenspan la Fed favorì un ampio processo di <i>mergers & acquisition</i> nell'industria bancaria
Fannie e Freddie post 2000	Il presidente Greenspan fu attore della riforma di Fannie e Freddie con il consenso delle grandi banche
Investment banking	Sotto la presidenza di Greenspan la Fed rimosse il divieto alle banche di acquisire e detenere titoli <i>corporate</i>

²⁰ Cfr. Federal Reserve (1983).

²¹ Gonzales accompagna la sua proposta di legge con una lettera aperta al Presidente Clinton, in cui, tra l'altro, scrive: «In general, the Federal Reserve Banks decision-makers are bankers or friends of bankers. Decision-makers representing the concerns of agriculture, small businessmen, labor, consumer and community groups are almost unheard of. Yet, advocat of price stability even at the price of stagnation are well represented at the FOMC». Cfr. Gonzales (1993).

²² Per un'approfondita rassegna sulla politica di vigilanza di Volcker cfr. Hawke (1988).

²³ Va aggiunto che la liberalizzazione degli sportelli, avendo favorito le *bank holding company*, sottoposte alla vigilanza della Fed, ha accresciuto la sfera di competenza di quest'ultima a scapito delle altre agenzie di vigilanza.

di riserva sui fondi comuni monetari che offrivano depositi in conto corrente, non opponendosi alla possibilità di aprire sportelli in più stati²².

La liberalizzazione degli sportelli bancari è stata portata a compimento nel 1994 con il Riegel-Neal Act. Di essa hanno tratto beneficio principalmente le grandi banche, tradizionalmente alleate del Presidente Greenspan²³.

Questo tipo di banche è stato, inoltre, favorito dall'intenso processo di M&A verificatosi negli anni Ottanta e Novanta e dall'autorizzazione alle banche commerciali a esercitare attività di investment-banking. Con riferimento a quest'ultimo aspetto va osservato che le partecipazioni azionarie in imprese detenute da banche, mentre erano nel 1992 meno dell'1% del totale, nel 2002 avevano raggiunto il 36%. Nello stesso arco di tempo le obbligazioni societarie di banche commerciali sono passate dal 10% al 66% del totale.

Sotto la presidenza Greenspan il processo di consolidamento dell'industria bancaria americana è stato molto intenso: nei due decenni successivi al 1984 il numero delle banche americane è sceso da 13.800 circa a 7.800 circa²⁴. È diminuito soprattutto il numero delle banche di piccola dimensione²⁵, passato nel periodo da 12.700 a 6.800 circa.

Lo scambio politico tra Fed e banche commerciali è così sintetizzato da Havrilesky (1990, p. 40): «On many occasions the Federal Reserve has enlisted the support of private bankers to lobby against bills would reduce its autonomy ... in exchanges at Congressional hearings, its officials tend to support the regulatory policies favored by the most important financial services' interest groups ...».

Ci si deve chiedere se la preoccupazione della Fed di tutelare i diritti di proprietà delle banche commerciali non possa entrare in conflitto con un'allocatione efficiente delle risorse. La risposta al quesito è sicuramente affermativa. Ciò, se non è accaduto in misura drammatica nel passato, potrebbe accadere nel prossimo futuro, quando occorrerà risolvere problemi che possono confliggere con gli interessi delle grandi banche, come l'ingresso nell'industria bancaria delle non-banks o limitare il grado di concentrazione del settore finanziario²⁶.

La preoccupazione che la concentrazione delle funzioni monetarie e di vigilanza nella Fed possa determinare ineffi-

cienze allocative potrebbe indurre a considerare con attenzione la separazione di queste funzioni²⁷. Tuttavia, va osservato che la capacità di una banca centrale di essere attore politico e, quindi, di salvaguardare la sua indipendenza ha inevitabili riflessi, oltre che sulle caratteristiche della politica monetaria, sull'efficacia della politica di vigilanza. È stato opportunamente osservato, infatti, in diversi contributi²⁸ che larga parte delle crisi finanziarie verificatesi nel periodo recente sono il derivato di una eccessiva intrusione della politica nella gestione della vigilanza e della regolamentazione finanziaria. Forse, anche tenendo conto di ciò, in una sua recente audizione presso il Joint Economic Committee Volcker affermava che: «... The widely understood and accepted independence of the central bank provides strong protection from the narrow political pressures that may be brought to bear in the exercise of regulatory responsibilities»²⁹.

5 Conclusioni

Diversi argomenti sono stati portati contro l'attribuzione di funzioni di vigilanza e regolamentazione finanziaria alle banche centrali.

Negli anni recenti la letteratura dell'incoerenza temporale ha insistito sul fatto che l'attribuzione di queste funzioni ad una banca centrale ne mina la credibilità anti-inflazionistica. Questa conclusione sembra assolutamente ineccepibile quando si fa riferimento a banche indipendenti rispetto agli strumenti, vale a dire a istituzioni che operano come agenti su delega di un principale.

Tuttavia, quando si fa riferimento ad una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi, *à la* Rogoff, il problema diventa più complesso. È stato opportunamente evidenziato che anche nel caso di una banca centrale di questo tipo il problema dell'incoerenza temporale non è definitivamente risolto: gli organi elettivi, infatti, possono cancellare con un atto legislativo l'indipendenza concessa precedentemente alla banca centrale. In diversi contributi la probabilità che ciò avvenga dipende dai costi in cui i politici incorrono nel rimuovere l'indipendenza della banca centrale. Tali costi sono

²⁴ Cfr. Jones e Critchfield (2005).

²⁵ Con un ammontare di attività uguale o inferiore a 100 milioni di dollari.

²⁶ Cfr. Calomiris (2006).

²⁷ Tenendo conto di ciò, ad esempio, Calomiris (2006; p. 172) così conclude: «Looking forward, there is an increasing benefit derived from removing regulatory authority from the Fed».

²⁸ Cfr. in particolare Quintyn Cfr. Volcker (2008); p.4).

²⁹ Cfr. Volcker (2008; p. 4).

per ipotesi supposti esogeni, anche laddove l'indipendenza di una banca centrale viene ricondotta alla «cultura» anti-inflazionistica della società o di determinate lobby.

In realtà, una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi si configura come un attore politico; essa, infatti, godendo di ampi margini di discrezionalità può cercare sostegno in altri attori politici o in gruppi di interesse: ciò al fine di tutelare la propria area di potere e, se possibile, ampliarla.

I margini di discrezionalità, e, quindi, la capacità di essere attore politico, di una banca centrale risultano inevitabilmente ampliati se essa acquisisce nuovi strumenti, come le funzioni di vigilanza, che consentano ad essa di guadagnarsi il sostegno di determinati gruppi di interesse, in questo caso le banche, e ampliare il consenso di cui gode nella società.

Nel lavoro si mostra, perciò, come tra la banca centrale, come attore politico, e le banche commerciali, come gruppo di interesse, possa determinarsi uno scambio politico. La banca centrale, infatti, domanda sostegno e offre politiche monetarie favorevoli ai gruppi di interesse che traggono vantaggio dalla stabilità dei prezzi. Le banche commerciali offrono sostegno alla banca centrale, esercitando pressioni sul governo, in cambio di scelte di politica monetaria favorevoli ai loro interessi. Tuttavia, attraverso misure di vigilanza e regolamentazione la banca centrale può accrescere la capacità di pressione sugli organi elettivi delle banche commerciali. In questo modo essa guadagna margini di libertà e accresce la propria credibilità anti-inflazionistica.

Nel contesto appena delineato, i costi della rimozione dell'indipendenza della banca centrale non sono più esogeni, ma diventano endogeni: dipendono dal modo in cui la banca centrale esercita le funzioni di attore politico.

Di qui la conclusione che l'esercizio delle funzioni di vigilanza e regolamentazione può, anziché infirmare, accrescere la credibilità anti-inflazionistica della banca centrale.

Questa stessa conclusione permette di respingere il punto di vista dei contribuiti che, ipotizzando una data cultura anti-inflazionistica della società o di certe lobby, finiscono per togliere ogni valore ai meccanismi istituzionali volti a garantire l'indipendenza di una banca centrale. Tali meccanismi sono efficaci se, come l'esercizio delle funzioni di vigilanza,

consentono alla banca centrale di ampliare la sua *constituency* e, quindi, di meglio tutelarsi rispetto a pressioni degli organi elettivi.

L'utilizzo della vigilanza e della regolamentazione come veicolo per rafforzare il sostegno di determinati gruppi di interesse alla banca centrale può determinare un'allocatione inefficiente delle risorse nel settore finanziario.

L'esercizio da parte di una banca centrale delle funzioni di vigilanza e regolamentazione oltre che di quelle monetarie, sembra configurare un trade-off tra l'aumento della credibilità anti-inflazionistica della politica monetaria e l'efficienza nell'allocatione delle risorse finanziarie. Ciò ha indotto alcuni economisti, come Calomiris (2006), a ritenere opportuno che anche la Fed, come la generalità delle banche centrali dei Paesi industrializzati, sia alleggerita delle funzioni di vigilanza e regolamentazione. Si potrebbe, tuttavia, argomentare che il trade-off appena illustrato si presenta in una forma meno drastica e dicotomica di quanto appaia a prima vista: un maggior grado di indipendenza di una banca centrale dalle pressioni politiche permette a questa, oltre che di perseguire una politica monetaria non inflazionistica, di adottare misure di vigilanza e regolamentazione meno condizionate politicamente. Queste e altre ragioni possibili inducono a ritenere che uno dei punti di ricerca da approfondire inerisce i riflessi sull'efficienza allocativa delle risorse finanziarie dell'esercizio congiunto delle funzioni monetarie e di quelle di vigilanza da parte di una Banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi.

BIBLIOGRAFIA

- Al Nowaihi A., Levine P.** (1996), *Independent but accountable: Walsh contracts and the credibility problem*, CEPR Discussion Paper; n. 1387.
- Auerbach R.D.** (1985), «Politics and the Federal Reserve», in *Contemporary Policy Issues*, autunno.
- Barro R., Gordon D.B.** (1983), «A positive theory of monetary policy in a natural rate model», in *Journal of Political Economy*, 91, pp. 589-610.
- Barth J.R., Caprio G., Levine R.** (2006), *Rethinking bank regulation: till angels govern*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Calomiris C.W.** (2006), «The regulatory record of the Greenspan era», in *American Economic Review*, AEA Papers and Proceedings, 96, maggio, pp. 170-173.
- Debelle G., Fischer S.** (1994), «How independent should a central bank be?», in Fuhner J.C. (a cura di), *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, 102, pp. 291-300.
- Di Noia C., Di Giorgio S.** (1999), «Should banking supervision and monetary policy tasks be given to different agencies?», in *International Finance*, vol. 2, novembre, pp. 361-378.

- Federal Reserve** (1983), *Federal Reserve position on restructuring of financial regulation responsibilities*, 13 dicembre.
- Fischer S.** (1994), «Modern central banking», in Capie F. et al. (a cura di), *The future of central banking*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Frisell L., Roszbach K., Spagnolo G.** (2008), *Governing the governors: a clinical study of central banks*, Sveriges Riksbank, working paper; n. 221, marzo.
- Garcia Herrero, A., Del Rio P.** (2005), «Central banks as monetary authorities and financial stability», in Masciandaro D. (a cura di), *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Giordani P.E., Spagnolo G.** (2001), *Constitutions and central bank independence: an objection to McCallum's second fallacy*, SSE/EFI working paper series in economics and finance.
- Gonzales R.** (1993), *Open letter to President Clinton*, 22 luglio.
- Goodhart C.A.E., Schoemaker D.** (1992), «Institutional separation between supervisory and monetary agencies», in *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 9-12, pp. 353-439.
- Goodhart C.A.E., Schoemaker D.** (1995), «Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?», in *Oxford Economic Papers*, 47, pp. 539-560.
- Goodhart C.A.E., Hartmann P., Llewellyn D.T., Rojas-Suarez M., Weisbrod S.** (1999), *Financial Regulation: why, how and where now?*, Routledge, London.
- Goodman J.B.** (1992), *Monetary sovereignty: the politics of central banking in Western Europe*, Ithaca, Cornell University Press.
- Greider W.** (1987), *Secrets of the Temple*, New York, Touchstone.
- Grossman G.M., Helpman E.** (1994), «Protection for sale», in *American Economic Review*, vol. 84, pp. 833-850.
- Hayo B.** (1998), «Inflation culture, central bank independence and price stability», in *European Journal of Political Economy*, 14, May, pp. 241-263.
- Haubrich J.C.** (1996), «Combining bank supervision and monetary policy», in Federal Reserve of Cleveland, *Economic Commentary*, novembre.
- Havrilesky T.** (1990), «The influence of the Federal Advisory Council on monetary policy», in *Journal of Money, Credit and Banking*, 22, febbraio, pp. 37-51.
- Hawke J.** (1988), *Paul Volcker and Domestic Bank Regulatory Policy*, paper presented at the Annual Meeting of the American Economic Association.
- Heller R.H.** (1991), «Prudential supervision and monetary policy», in Frenkel J.A. e Goldstein M. (a cura di), *Essays in honor of Jacques Polak*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Hetzel R.L.** (1990), «The political economy of monetary policy», in Maier T. (a cura di), *The political economy of American monetary policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Jensen H.** (1997), «Credibility of optimal monetary delegation», in *American Economic Review*, 87, pp. 91-1920.
- Jones K.D., Critchfield T.** (2005), *Consolidation in the U.S. banking industry: is the «long strange trip» about the end?*, FDIC, working paper.
- Kydland F.W., Prescott E.C.** (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of the optimal plans», in *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-491.
- Llewellyn D.T.** (2005), «Integrated agencies and the role of central banks», in Masciandaro D. (a cura di), *Handbook of central banking and financial authorities in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Lohmann S.** (1992), «The optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility», in *American Economic Review*, pp. 273-286.
- Masciandaro D.** (2005), «Central banks and single financial authorities: economics, politics and law», in Masciandaro D. (a cura di), *Handbook of central banking and financial authorities in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham.
- McCallum B.** (1995), «Two fallacies concerning central bank independence», in *American Economic Review*, Papers and Proceedings, maggio, pp. ??
- Muscattelli A.** (1998), «Optimal inflation contracts and inflation targets with uncertain central bank preferences: accountability through independence?», in *Economic Journal*, marzo, pp. 529-542.
- Persson T., Tabellini G.** (1993), *Designing institutions for monetary stability*, Carnegie-Rochester Series on Public Policy, dicembre, pp. 33-84.
- Pierce J.L.** (1990), «The Federal Reserve as a political power», in Mayer T. (a cura di), *The political economy of the American monetary policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Pittaluga G.B., Cama G.** (2004), *Banche centrali e democrazia*, Hoepli, Milano.
- Pittaluga G.B., Seghezza E.** (2008), *Central banks as political players*, University of Genoa, Disefin working paper, n.6, 2008.
- Posen A.S.** (1993), «Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics», in R. O'Brien (ed.), *Finance and the international economy*, Oxford University Press, Oxford.
- Posen A.S.** (1995), «Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence», in B. Bernanke e J. Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 253-274.
- Quintyn M.G., Ramirez S., Taylor M.W.** (2007), *The fear of freedom: politicians and the independence and accountability of financial sector supervisors*, IMF working paper, n. 07/25, IMF, Washington D.C.
- Rogoff K.** (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», in *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1169-1190.
- Svensson L.E.O.** (1997), «Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts», in *American Economic Review*, 87, pp. 98-114.
- Volcker P.** (2008), *Statement of Paul Volcker before the Joint Economic Committee*, 14 maggio.
- Walsh C.E.** (1995), «Optimal contracts for central bankers», in *American Economic Review*, pp. 150-167.
- Weise C.L.** (2007), *Private sector influences on monetary policy in the United States*, Gettysburg College, working paper.
- Woolley J.T.** (1984), *Monetary Politics. The Federal Reserve and the politics of monetary policy*, Cambridge University Press, Cambridge.

Una valutazione della compliance con il Codice di Autodisciplina delle società quotate

Compliance for the Italian listed companies and the Corporate Governance Codes

In molti paesi si sono sviluppati codici sulla governance delle società quotate che forniscono indicazioni su aspetti quali il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura e il funzionamento dei comitati interni, i criteri di remunerazione e le procedure per l'approvazione di operazioni con parti correlate.

In Italia il codice di regolamentazione, a differenza del Regno Unito, non è obbligatorio e periodicamente l'Assonime rileva lo stato di diffusione delle best practices nel mercato. Il lavoro presenta una verifica empirica sulle società quotate italiane ed evidenzia alcune aree di possibile miglioramento soprattutto dal punto di vista della compliance sostanziale.

**Marcello Bianchi,
Angela Ciavarella,
Valerio Novembre,
Rossella Signoretti**

Consob

Corporate Governance Codes are well developed among main countries and attain the role and the structure of the board, the role and function of internal committees, the fee structure and acceptance procedure for action with interrelated counterparties.

Differently respect to other countries like the United Kingdom, in Italy the corporate governance code is not compulsory and periodically Assonime makes a survey about the implementation of these best practices in the Italian market. The article proposes an empirical analysis on the Italian market and point out the need of more substantial compliance for the Italian listed companies.

1 Introduzione

Negli ultimi dieci anni una crescente attenzione è stata dedicata al ruolo che la corporate governance svolge nei mercati dei capitali e, più in generale, nel sistema economico. Opinione ampiamente diffusa è che un buon sistema di governance migliori la performance delle imprese, garantisca un più elevato grado di trasparenza del mercato e tuteli maggiormente gli investitori.

Proprio per favorire lo sviluppo di sistemi di governance virtuosi, in linea con le migliori prassi internazionali, in molti paesi sono stati sviluppati e adottati dei codici di autodisciplina. Tali codici definiscono le caratteristiche ideali di un sistema di governance di impresa, fornendo indicazioni su una serie di aspetti rilevanti, come il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura e il funzionamento dei comitati interni, i criteri di remunerazione e le procedure per l'approvazione di operazioni con parti correlate. I codici hanno natura volontaria e sono basati il più delle volte¹ sul sistema *comply or explain*, per il quale alle imprese non-compliant viene richiesto di esplicitare le ragioni della mancata ottemperanza. Solo in alcuni paesi, come il Regno Unito, la qualità della compliance viene monitorata da terzi e l'enforcement è assicurato dalla possibilità di azioni legali (De Long *et al.*, 2005).

Keywords: codice di autodisciplina, compliance formale, compliance sostanziale

Jel codes: G18, G34, G38

Le opinioni espresse nel lavoro sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza degli autori.

¹ Si vedano ad esempio i casi dell'Italia, del Regno Unito e dell'Irlanda (cf. Weil, Gothshal & Manges, 2002).

Le iniziative di autoregolamentazione hanno fin dall'inizio ricevuto forte attenzione da parte del mercato, dei regolatori e dell'accademia. In particolare, si è valutata la capacità dell'autoregolamentazione di incidere effettivamente sui comportamenti delle imprese, favorendo l'adozione di comportamenti virtuosi, in linea con le best practices suggerite. A tale proposito, appare rilevante la distinzione tra contesti in cui all'adozione volontaria dei codici di autodisciplina viene affiancato un adeguato sistema di enforcement, e contesti nei quali tale sistema non è presente.

Con riferimento al primo caso, l'esempio del Regno Unito sembra confermare la capacità dei codici di promuovere miglioramenti nella governance delle imprese. Ad esempio, in uno studio di Dahya *et al.* (2002) si analizzano gli effetti sul comportamento delle imprese derivanti dalla raccomandazione del *Cadbury Code* che richiede maggiore indipendenza del consiglio di amministrazione², sulla base dell'ipotesi che una maggiore indipendenza ne migliori il funzionamento e, in particolare, la capacità di controllo. Gli autori utilizzano come proxy della capacità di controllo del consiglio il grado di turnover del top management, che è altamente correlato con le performance delle imprese (a cattive performance segue un maggior turnover), basandosi sull'intuizione che un buon consiglio dovrebbe sostituire pronta-

² In particolare, il codice inglese richiede che il consiglio di amministrazione debba includere almeno tre amministratori indipendenti e che il medesimo individuo non possa rivestire contemporaneamente la carica di Presidente e Amministratore Delegato.

mente i managers in caso di risultati deludenti. Gli autori trovano che il grado di turnover del management, e la sua sensibilità ai risultati dell'impresa, siano aumentati in modo rilevante dopo l'adozione del codice, a testimonianza di una maggiore reattività e di un miglior funzionamento del consiglio di amministrazione.

Per quanto concerne invece i paesi nei quali non è previsto alcun meccanismo di enforcement, la capacità dell'auto-regolamentazione di incidere sui comportamenti delle imprese è messa maggiormente in discussione, in quanto si ritiene che l'adozione su base volontaria di codici di best practices, in assenza di un sistema di monitoraggio e controllo, possa non costituire un incentivo sufficiente a garantire la compliance³. A tale proposito, De Jong *et al.* (2005), guardando al caso olandese, dimostrano che l'introduzione del codice elaborato dal *Peters Committee* non ha portato ad un sostanziale miglioramento delle prassi di governance.

Nel caso italiano, la capacità del Codice di Autodisciplina di promuovere buone prassi di governance viene sistematicamente valutata da Assonime, che pubblica ogni anno un rapporto sullo stato di attuazione del Codice sul mercato azionario italiano. I risultati trovati da Assonime sono estremamente positivi, in quanto indicano che circa il 95% (94% nel 2007) delle società quotate si dichiara in linea con le previsioni del Codice⁴. Questo dato appare sorprendente per due ordini di ragioni. *In primis*, il livello di compliance osservato da Assonime è assai superiore a quello registrato in altri paesi europei, come ad esempio l'Olanda e il Portogallo dove, analogamente all'Italia, non esistono sistemi di monitoraggio ed enforcement del codice⁵. In secondo luogo, l'analisi di Assonime appare in contrasto con la gran parte della letteratura sulla corporate governance in Italia, il più delle volte scettica sulla qualità del nostro sistema (Volpin, 2002; Zingales, 1994; Nevona, 2003; Dick e Zingales, 2004; Bigelli *et al.*, 2007). Sebbene una possibile spiegazione potrebbe essere individuata nell'intrinseca debolezza dei contenuti del Codice, tale considerazione non appare suffragata dal confronto con le best practices internazionali a cui il Codice stesso è allineato. In realtà, la mancata corrispondenza tra il livello di compliance atteso e quello dichiarato dalle impre-

se potrebbe dipendere dal fatto che quest'ultimo non coincida esattamente con il livello di adesione effettivo. È questa l'ipotesi di lavoro che si vuole testare in questo studio.

Al fine di verificare empiricamente tale ipotesi, in questo lavoro viene condotta una valutazione analitica del livello di compliance con le previsioni del Codice, facendo riferimento ai principi relativi alle operazioni con parti correlate, che riguardano uno degli aspetti più importanti della corporate governance delle società italiane, in quanto si tratta di situazioni in cui l'interesse degli azionisti di controllo o dei manager (c.d. *insiders*) può divergere da quello degli azionisti di minoranza. Tale rischio assume particolare rilevanza nel mercato italiano, in cui la diffusione di assetti proprietari che vedono la presenza di azionisti di controllo può generare potenziali conflitti di interesse tra questi ultimi e le minoranze. Allo scopo di verificare e misurare la compliance con le raccomandazioni del Codice, è stato costruito un indicatore volto a misurare la qualità delle procedure interne stabilite dalle società per il compimento delle operazioni con parti correlate. L'indicatore si basa sull'analisi delle Relazioni sulla Corporate Governance, nelle quali le società quotate sono chiamate non solo a dichiarare la loro adesione alle raccomandazioni del Codice, ma anche a spiegare in quale modo esse siano state implementate. L'analisi considera tutte le 262 società quotate a fine 2007 sull'Mta.

I risultati confermano l'ipotesi che l'adozione delle best practices suggerite dal Codice per il compimento delle operazioni con parti correlate sia in realtà notevolmente più debole e differenziata di quanto formalmente dichiarato dalle Relazioni. A fronte di una dichiarazione di attuazione delle predette raccomandazioni quasi totalitaria tra gli emittenti, la compliance sostanziale si è rivelata molto meno diffusa sul mercato. In particolare è emerso che mentre l'85,9% del mercato è formalmente conforme alle raccomandazioni in esame, solo il 32,6% risulta averle implementate in modo soddisfacente rispetto ai parametri adottati in questo lavoro.

La differenza tra compliance formale e sostanziale è inoltre più elevata per società che operano in settori diversi da quello finanziario e per emittenti di minori dimensioni.

³ In tali contesti l'incentivo principale all'adesione ai principi suggeriti dai codici dovrebbe essere la «market discipline». Le imprese, nel decidere se aderire o meno alle raccomandazioni dei codici, dovrebbero tener conto della reazione da parte del mercato che, in linea di principio, dovrebbe premiare le imprese virtuose e punire le altre. In realtà, non vi sono evidenze empiriche che dimostrino l'efficacia di tale incentivo.

⁴ Cfr. i rapporti pubblicati da Assonime ed Emittenti Titoli nel 2007 e nel 2009, che analizzano il grado di implementazione delle previsioni del Codice rispettivamente negli anni 2006 e 2007.

⁵ Ad esempio, Alves e Mendes (2001) mostrano che, in media, le imprese quotate in Portogallo aderiscono a circa metà delle raccomandazioni.

Ulteriori variabili, relative alla struttura proprietaria, alla composizione dell'organo di amministrazione e all'attivismo degli investitori istituzionali, sembrano in grado di spiegare la qualità delle procedure interne in materia di operazioni con parti correlate. In particolare, la compliance sostanziale è più elevata nelle società la cui struttura del consiglio di amministrazione è più in linea con la migliore prassi, grazie alla presenza di amministratori indipendenti e di minoranza, e nelle quali gli investitori istituzionali partecipano alle assemblee.

L'articolo è organizzato come segue: il secondo paragrafo introduce il Codice di Autodisciplina in Italia, il terzo descrive la metodologia usata per sviluppare l'indicatore *Compliance on related party transactions*, *CoRe*. Il quarto paragrafo presenta le risultanze sul livello di compliance effettiva e le confronta con quanto dichiarato formalmente, mentre il quinto prova ad individuarne le determinanti. L'ultimo paragrafo conclude.

2 Il Codice di Autodisciplina delle società quotate

Il Codice italiano di Corporate Governance è stato pubblicato nel 1999 dal Comitato sulla Corporate Governance, promosso da Borsa Italiana con l'obiettivo di rafforzare la competitività del mercato finanziario italiano. All'origine di questa iniziativa vi era l'ipotesi che «il successo dell'economia italiana dipende anche dall'efficienza e dalla capacità di sviluppo delle imprese italiane, il cui accesso ai mercati finanziari, italiani e internazionali, costituisce una delle condizioni essenziali per la loro crescita»⁶.

Il Codice di Autodisciplina delle società quotate è stato in seguito rivisto nel 2006 al fine di aggiornare i suoi contenuti coerentemente con l'evoluzione delle migliori prassi internazionali e della legislazione interna in tema di diritto societario e protezione degli investitori⁷. Il Codice si basa sull'applicazione del principio *comply or explain*: la sua adozione è volontaria e, in caso di mancata compliance, le società devono spiegare i motivi per i quali hanno deciso di non ade-

rirvi⁸. Inoltre, le società che adottano il Codice devono assicurare trasparenza al mercato circa le previsioni a cui si sono allineate, specificando le modalità con cui esse sono state implementate⁹. Le previsioni del Codice sono distinte in Principi, Criteri applicativi e Commenti; l'obbligo informativo riguarda l'applicazione dei soli Principi e i Criteri applicativi, anche se gli emittenti «sono invitati a tenere conto delle indicazioni e degli auspici espressi nel commento riportato in calce a ciascun articolo».

Sebbene vi sia un obbligo di illustrare le motivazioni in caso di non adesione, il Codice non beneficia di alcun meccanismo di enforcement, né di un sistema di monitoraggio indipendente¹⁰ (così come definito da De Jong *et al.* (2005)). Il principale fattore che dovrebbe favorirne l'adozione è pertanto costituito dalle sanzioni di tipo reputazionale che il mercato dovrebbe comminare a quegli emittenti che non rispettano (o non rispettano in misura sufficiente) le raccomandazioni.

Tuttavia, l'efficacia di un sistema di disciplina di mercato risulta assai scarsa laddove non si verificano due presupposti. Da un lato, è necessario che gli emittenti assicurino al mercato una adeguata disclosure per quanto concerne l'adozione delle raccomandazioni del Codice e la relativa osservanza effettiva. Dall'altro lato, i partecipanti al mercato dovrebbero incaricarsi di valutare il reale livello di implementazione da parte delle società emittenti delle prassi consigliate dal Codice, così da poter poi tramutare una valutazione di compliance debole in una sanzione di mercato.

Al fine di valutare il grado di compliance degli emittenti con il Codice, è stato elaborato un indicatore ad hoc che si focalizza su uno degli aspetti più importanti della corporate governance, per il quale il Codice di Autodisciplina rappresenta attualmente il principale riferimento (auto)regolamentare¹¹: la disciplina della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate (Opc).

La scelta di valutare la qualità della governance focalizzando l'attenzione su tale aspetto muove dalla considerazione che le operazioni con parti correlate possono rappresentare il principale canale di estrazione di benefici privati da parte degli *insiders*, specialmente in società caratterizzate da alto

⁶ Principio Introduttivo del Codice di Autodisciplina.

⁷ Cfr. D.Lgs. 310/2004 (c.d. Riforma Vietti) e L. 262/2005 (c.d. Legge sul Risparmio).

⁸ Il Principio Introduttivo afferma: «Qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni, fornisce adeguate motivazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione».

⁹ Il Principio Introduttivo afferma: «La società con azioni quotate («emittente») che aderisce, in tutto o in parte, al Codice ne dà annualmente informazione al mercato, nei termini e con le modalità stabilite dalle disposizioni di legge e di regolamento applicabili, precisando quali raccomandazioni del Codice siano state effettivamente applicate dall'emittente e con quali modalità. In alcuni casi, il Codice stesso chiarisce il contenuto delle informazioni da fornire al mercato».

¹⁰ Una valutazione del complessivo stato di attuazione del Codice è svolta annualmente da Assonime (con Emittenti Titoli). Le informazioni riguardanti l'implementazione del Codice stesso da parte di ogni società sono invece fornite dalle società medesime nella Relazione annuale sulla Corporate Governance o nella Relazione annuale sulla gestione.

¹¹ Più precisamente l'articolo 2391-bis c.c., introdotto dalla riforma del diritto societario del 2004, affida alla Consob il compito di definire principi generali in tema di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione delle operazioni con parti correlate realizzate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio al fine di assicurarne la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale. Nell'aprile 2008 la Consob ha pubblicato una prima proposta di regolamentazione, seguita nell'agosto 2009 da una seconda proposta; la regolamentazione finale non è ancora stata emanata.

grado di concentrazione proprietaria. Infatti, come sottolineato da Bebchuck e Hamdani (2009), la valutazione della governance di società nelle quali è presente un azionista di controllo richiede che sia prestata particolare attenzione al modo in cui è disciplinato e gestito il compimento di operazioni la cui controparte sia l'azionista di controllo o soggetti ad esso collegati. Secondo gli stessi autori, tale aspetto assume invece minore rilevanza nelle public companies, nelle quali il management ha meno possibilità di intraprendere operazioni con parti correlate.

Le modalità con cui le società italiane gestiscono questo particolare aspetto delle loro prassi di governance sono rilevanti da due punti di vista. Primo, l'espropriazione degli azionisti di minoranza attraverso transazioni con azionisti di controllo o significativi ovvero con managers è un rischio primario in Italia, come suggerito da numerosi studi in tema di benefici privati del controllo. Tale rischio deriva dall'alto livello di concentrazione proprietaria nonché dalla diffusione di meccanismi di rafforzamento del controllo come le piramidi societarie, le azioni senza diritto di voto e le coalizioni¹². In secondo luogo, il Codice stesso stabilisce un obbligo di disclosure in tema di gestione delle operazioni con parti correlate, che non si limita alla dichiarazione di adesione o meno ai relativi principi, ma si estende alla descrizione della procedura adottata in conformità con essi.

L'indicatore *CoRe* è il primo che mira a valutare la qualità dei meccanismi di governance sulla base di un'analisi delle procedure in tema di *Opc* condotta a livello di singola società.

3 L'indicatore CoRe: metodologia

L'indicatore *CoRe* si basa sull'analisi delle Relazioni sulla Governance del 2007, nelle quali le società hanno dichiarato e illustrato le modalità di concreta implementazione delle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina in materia di operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori.

Le indicazioni rilevanti del Codice sono quelle enunciate dal Principio 1, riguardante il ruolo dell'organo di ammini-

strazione, e dal Principio 9, in tema di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate. In breve, essi raccomandano che:

- il consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno¹³, adotti una procedura per l'approvazione e l'esecuzione di tali operazioni;
- la valutazione e l'approvazione delle operazioni di significativo rilievo (tra le quali sono comprese le *Opc*), così come definite dalle società stesse, siano affidate all'organo di amministrazione;
- l'organo di amministrazione definisca i criteri per identificare le operazioni la cui approvazione debba essere accompagnata dal parere preventivo del comitato per il controllo interno e/o dall'assistenza di esperti indipendenti;
- l'organo di amministrazione stabilisca soluzioni che facilitino l'identificazione e la gestione di quelle situazioni nelle quali uno o più amministratori siano portatori di un interesse.

Altre e più stringenti best practices sono suggerite nei commenti al Principio 9, al fine di assicurare la correttezza sia sostanziale che procedurale delle operazioni con parti correlate e una gestione appropriata degli interessi degli amministratori. Tra le prassi esemplificate per raggiungere il primo obiettivo, si trova «la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (possibilmente selezionati da amministratori indipendenti)». Per la gestione delle operazioni in cui un amministratore abbia un interesse, anche in considerazioni delle recenti modifiche legislative¹⁴, il Codice non raccomanda un dovere di astensione o allontanamento dalla riunione per i soggetti interessati. Tuttavia, sebbene la legge non fornisca alcun obbligo a tale riguardo, il Codice riconosce che la prassi che impone l'astensione o l'allontanamento degli amministratori interessati è in taluni casi prevista dalle società e rappresenta un presidio efficace che «può contribuire ad evitare o ridurre il rischio di alterazione della corretta formazione della volontà dell'organo di gestione».

¹² In tema di rischi di espropriazione nelle società a proprietà concentrata cfr. Gilson e Gordon (2003), Enriques e Volpin (2007), Bebchuk e Hamdani (2009); in tema di assetti proprietari delle società quotate italiane cfr. Bianchi *et al.* (2001), Faccio e Lang (2002), Bianchi e Bianco (2007), Bianchi *et al.* (2008), Barca e Becht (2001).

¹³ Il Codice raccomanda che il comitato per il controllo interno sia composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

¹⁴ Ai sensi dell'art. 2391 c.c. (come modificato dopo la riforma del diritto societario) non esiste un obbligo di astensione dal voto per un amministratore che abbia un interesse in un'operazione.

In questo contesto, l'indicatore *CoRe* mira a valutare la compliance effettiva, vale a dire la compliance non solo con il Principi e i Criteri, ma anche con le best practices suggerite nei Commenti.

In particolare, l'indicatore misura due aspetti fondamentali dell'implementazione del Codice. In primo luogo, esso valuta la trasparenza e l'ampiezza dei criteri che sono fissati dagli emittenti per identificare le operazioni significative (tra le quali le *Opc*) soggette a specifiche procedure di approvazione, assegnando un punteggio che varia tra 0 e 2. La ratio di questi punteggi si basa sull'idea che più ampia è l'area delle operazioni soggette a procedure rafforzate e più oggettivi sono i criteri fissati per identificare tali operazioni, più alta è la qualità delle procedure della società con riferimento all'identificazione delle operazioni¹⁵.

In secondo luogo, viene esaminata la qualità della compliance con i presidi che riguardano le procedure di approvazione delle *Opc*, andando a verificare se le società adottano tre best practices particolarmente rilevanti tra quelle suggerite dal Codice. In particolare, si osserva se viene previsto un parere preventivo del comitato per il controllo interno, se si ricorre al parere di esperti indipendenti (e, in subordine, se essi vengono nominati da amministratori indipendenti), e se sono stati introdotti doveri di astensione o allontanamento per gli amministratori interessati. Sulla base di questi riscontri, si assegna un punteggio da 0 a 3 che riflette l'effettivo grado di implementazione di queste prassi e valuta diversamente i casi nei quali un certo standard può o deve obbligatoriamente essere adottato. Alle società che mostrino standard più efficaci e meno soggetti a margini di discrezionalità nella relativa applicazione viene assegnato un punteggio più elevato¹⁶. L'indicatore *CoRe* è poi calcolato come semplice somma dei due punteggi.

4 Compliance formale vs. effettiva

L'analisi si indirizza alla totalità delle 262 società quotate alla fine del 2007 sul Mercato Telematico Azionario (Mta). Da questo insieme sono state tuttavia escluse 26 società per le

quali né la Relazione sulla Governance né la procedura ad hoc per le operazioni con parti correlate sono state rinvenute. Infatti, molte di tali società non risultavano più quotate al momento in cui i dati sono stati raccolti e non erano quindi più soggette agli obblighi informativi degli emittenti quotati. Il dataset finale risulta quindi composto da 236 società.

La tabella 1 riassume le principali statistiche descrittive dell'indicatore *CoRe*, distinguendo le sue due componenti, ovverosia criteri di identificazione e procedure di approvazione delle operazioni.

Tabella 1

Statistiche descrittive dell'indicatore *CoRe*

	identificazione OPC	approvazione OPC	indicatore <i>CoRe</i>
media	0.72	1.05	1.76
mediana	0.50	1.00	1.50
min	0.00	0.00	0.00
max	2.00	3.00	5.00
deviazione standard	0.82	0.76	1.21

I risultati appaiono confermare l'ipotesi che il grado di compliance con il Codice di Autodisciplina sia in realtà molto più basso di quanto i dati ufficiali raccolti da Assonime suggeriscano. In particolare, la media dell'indicatore *CoRe* raggiunge solo il punteggio di 1.76 in una scala 0-5. Anche le componenti dell'indicatore relative all'identificazione e all'approvazione delle operazioni, i cui valori medi sono rispettivamente 0.72 e 1.05, confermano che la compliance effettiva si attesta solo ad un terzo del valore massimo. Con riferimento alla varianza, le procedure adottate sembrano sufficientemente variabili tra le diverse società, con una deviazione standard pari a 1.21. La componente relativa ai criteri di identificazione sembra a tal proposito più variabile rispetto a quella relativa all'approvazione delle operazioni.

Tali risultati contrastano con le rilevazioni sulla compliance formale con il Codice che appare essere molto elevata e piuttosto uniforme sul mercato. In particolare, una recente indagine (Assonime e Emittenti Titoli, 2009) mostra

¹⁵ Più precisamente il criterio adottato prevede l'assegnazione di:
 - un punteggio pari a 2 alle società che hanno stabilito criteri quantitativi per identificare le *Opc* di significativo rilievo;
 - un punteggio pari a 1 alle società che escludono le transazioni aventi natura tipica o usuale dall'applicazione del criterio quantitativo di significatività;
 - un punteggio pari a 0.5 alle società che non hanno stabilito criteri oggettivi per l'identificazione delle operazioni significative;
 - un punteggio pari a 0 alle società le cui procedure non contengono informazioni sui criteri di significatività adottati ed escludono le operazioni aventi natura tipica o usuale dall'applicazione delle procedure per *Opc*.

¹⁶ Al fine di valutare in quale misura le procedure delle società siano idonee ad assicu-

rare la correttezza sostanziale e procedurale delle *Opc*, viene verificato se i seguenti standard sono adottati e, in caso positivo, se la loro adozione sia obbligatoria:
 - parere preventivo del comitato per il controllo interno (punteggio da 0 a 1);
 - ricorso ad esperti indipendenti eventualmente selezionati da amministratori indipendenti (punteggio da 0 a 1);
 - doveri di astensione o allontanamento per gli amministratori interessati (punteggio da 0 a 1). In questa valutazione è stato inoltre tenuto in considerazione l'art. 136 del Testo Unico Bancario che richiede che le obbligazioni assunte dalle banche con i propri esponenti siano approvate all'unanimità dall'organo di amministrazione (anche con il voto favorevole all'unanimità dell'organo di controllo).

Tabella 2

Confronto tra compliance effettiva e formale per settore di operatività

Settore	Compliance effettiva				Compliance formale		
	n. società	media indicatore CoRe	n. società con compliance effettiva	% società con compliance effettiva	n. società	n. società con compliance formale	% società con compliance formale
Finanziario	30	2.27	14	46.7%	35	31	88.6%
Non finanziario	206	1.69	63	30.6%	256	219	85.5%
Totale	236	1.76	77	32.6%	291	250	85.9%

che un'alta percentuale di società quotate (85,9%) ha adottato una procedura per le operazioni con parti correlate in conformità con le previsioni del Codice e ne fornisce una descrizione nella Relazione sulla Corporate Governance (tabella 2).

Al fine di confrontare le rilevazioni Assonime sulla dichiarazione di compliance con i risultati dell'indicatore CoRe, si considerino come effettivamente allineate con il Codice le società per le quali tale indicatore superi il punteggio di 2. Questa soglia minima consente infatti di identificare come società «con compliance effettiva» quelle particolarmente conformi alle best practices in almeno uno dei due aspetti oggetto di valutazione o che hanno un punteggio ritenuto sufficiente sia per l'identificazione che per l'approvazione delle operazioni con parti correlate.

È quindi possibile confrontare i risultati della compliance formale ed effettiva sia a livello aggregato che disaggre-

gato. Complessivamente, a fronte dell'85,9% del mercato (250 società su 291) formalmente in linea con le previsioni del Codice qui considerate, solo il 32,6% del campione osservato (77 emittenti su 236) le ha implementate in maniera soddisfacente. A livello disaggregato, la tabella 2 confronta la compliance formale ed effettiva per società finanziarie e non: le prime sembrano esser state più efficaci nell'implementazione delle previsioni del Codice, sebbene la percentuale di tali società sia comunque molto più contenuta rispetto alla frazione di società che si dichiarano compliant (46,7% del campione contro l'88,6% dell'intero mercato). Infine, la tabella 3 mostra i risultati di compliance formale ed effettiva per le società appartenenti agli indici S&P Mib, Midex e All Star: l'effettiva implementazione delle previsioni del Codice è marcatamente più bassa rispetto a quanto dichiarato dalle società appartenenti a tutti gli indici menzionati.

Tabella 3

Confronto tra compliance effettiva e formale per indice di mercato

Indice di Mercato	Compliance effettiva				Compliance formale		
	n. società	media indicatore CoRe	n. società con compliance effettiva	% società con compliance effettiva	n. società	n. società con compliance formale	% società con compliance formale
S&P Mib	36	2.33	16	44.4%	37	35	94.6%
Midex	38	2.13	17	44.7%	43	41	95.3%
All Star	69	1.69	22	31.9%	79	75	94.9%
Altro	93	1.44	22	23.7%	100	75	75.0%

Tuttavia, la differenza tra compliance formale ed effettiva è minore per società a più elevata capitalizzazione – cioè quelle appartenenti allo S&P Mib e al Midex – che per le società più piccole.

In conclusione, il confronto tra le rilevazioni di Assonime sulla diffusione della compliance con le previsioni in materia di operazioni con parti correlate e i risultati dell'analisi della loro effettiva implementazione mostra che quest'ultima è notevolmente più debole di quanto dichiarato. I risultati a livello più disaggregato mostrano che la differenza tra compliance effettiva e formale è più elevata per società non finanziarie e a minore capitalizzazione.

Una possibile spiegazione per tali risultati è che vi sia da parte degli attori del mercato una percezione non corretta delle effettive finalità di un codice di autodisciplina. Se si ritiene infatti che esso sia un insieme di best practices, dovrebbe allora essere chiaro che una best practice non può più essere definita tale laddove l'intero mercato la adotti. Di conseguenza non soltanto sarebbe legittimo che una società non implementi interamente le indicazioni dell'autodisciplina, ma addirittura fisiologico che solo una parte del mercato lo faccia. Tuttavia, laddove il mercato si accontenti di una mera attestazione di compliance, le società tenderanno inevitabilmente ad attestare una totale adesione alle previsioni del Codice. Se al contrario si ritiene che il Codice di Auto-disciplina indichi degli standard minimi cui le società devono attenersi, allora il livello di compliance qui riscontrato segnalerebbe la necessità di introdurre adeguati meccanismi di enforcement.

5 Un approfondimento dell'analisi descrittiva

Al fine di approfondire l'analisi finora svolta, è stato analizzato il legame tra l'indicatore di compliance ed alcune caratteristiche delle società. Le prime evidenze di natura descrittiva confermano quanto già emerso nel confronto tra compliance formale ed effettiva, mostrando che l'indicatore *CoRe* è positivamente e significativamente correlato alla di-

mensione delle società, espressa dalla capitalizzazione, e all'appartenenza al settore finanziario, qualificata per banche, assicurazioni e altri intermediari.

In particolare, il primo risultato viene fornito dal coefficiente di correlazione tra l'indicatore *CoRe* e la capitalizzazione relativa delle società. Esso è pari a 0.173 e significativo al 99%, pertanto coerente con l'ipotesi che le società a più elevata capitalizzazione siano maggiormente soggette alla disciplina di mercato e abbiano per questo più incentivi a conformarsi alle best practices suggerite dal Codice. Il secondo risultato rivela che le società che operano nel settore finanziario mostrano un grado di compliance mediamente e significativamente più elevato rispetto agli altri emittenti. È plausibile ritenere che sulla scelta di dare piena attuazione ai contenuti del Codice attraverso l'adozione dei più efficaci meccanismi di governo societario influisca positivamente il sistema di regolamentazione cui esse sono sottoposte (tabella 4).

Tabella 4

Indicatore *CoRe* e settore di operatività delle società. Test di differenza tra medie.

Settore	N. società	Media indicatore <i>CoRe</i>	t di Student	p-value
Finanziario	30	2.27**	-2.45	0.015
Non finanziario	206	1.69**		

I simboli * ** e *** indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%.

Ulteriori approfondimenti hanno riguardato la relazione tra l'indicatore *CoRe* e alcune variabili che caratterizzano l'assetto proprietario e di controllo delle società, i meccanismi di *governance* interna, la partecipazione al capitale e l'attivismo di investitori istituzionali.

L'analisi degli assetti proprietari e di controllo delle società può essere realizzata segmentando il campione in funzione della natura del soggetto controllante e/o della presenza di meccanismi di separazione interni tra i vari organi dell'azienda (tabella 5).

Con riferimento alla natura del soggetto controllante emerge che le società a controllo familiare presentano un più

Tabella 5

Indicatore CoRe e assetti proprietari e di controllo delle società. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Assetti proprietari e di controllo		N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
Società a controllo familiare	si	174	1.64**	2.54	0.012
	no	62	2.09**		
Società a controllo pubblico	si	28	2.24**	-2.23	0.026
	no	208	1.70**		
Adozione di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo	si	65	2.00*	-1.87	0.061
	no	171	1.67*		
Gruppo piramidale (società controllata da altra quotata)	si	31	1.62	0.66	0.504
	no	205	1.78		
Adozione di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo c.d. normativi	si	42	2.27***	-3.02	0.002
	no	194	1.66***		

scarso grado di adeguamento alle indicazioni del Codice. Tale evidenza è coerente con parte della letteratura in materia di *self-dealing* che identifica nelle società a controllo familiare un più elevato rischio di espropriazione. Al contrario, le società a controllo pubblico appaiono aver implementato un più efficace sistema di governance per la gestione delle operazioni in potenziale conflitto d'interessi.

Un ulteriore approfondimento ha riguardato la relazione tra la compliance effettiva e l'adozione da parte delle società di particolari strumenti di separazione tra proprietà e controllo, quali gruppi piramidali, emissione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato e limiti statuari o legislativi al possesso azionario. Tali meccanismi, che consentono a chi detiene il controllo di minimizzare l'apporto di mezzi patrimoniali nella società ovvero ne riducono la contendibilità, accrescono gli incentivi degli insider ad espropriare ricchezza ai danni delle minoranze. Contrariamente a quanto atteso, le evidenze dell'indicatore CoRe mostrano che le società caratterizzate dall'adozione di uno di questi strumenti sono maggiormente in linea con le best practices suggerite per la gestione di potenziali conflitti di interesse. Una più attenta osservazione di tale risultato suggerisce che l'adozione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo previsti e

disciplinati dalla legge (azioni senza diritto di voto e limiti al possesso azionario) è mediamente accompagnata da una maggiore capacità delle società di allinearsi alle migliori prassi suggerite dal Codice. Al contrario, l'esistenza di piramidi societarie, che consentono una maggiore diluizione dell'impegno patrimoniale nelle società a valle della catena, parrebbe associata ad un più scarso adeguamento all'autodisciplina, sebbene questo risultato non sia statisticamente significativo¹⁷.

Lo studio della governance interna può essere realizzato considerando la presenza e il peso di amministratori indipendenti e di minoranza (tabella 6).

Con riferimento alla relazione tra livello di compliance e caratteristiche del sistema di governo societario emerge che le società il cui organo di amministrazione è più allineato alle best practices prevalenti¹⁸ e alle indicazioni legislative a tutela delle minoranze mostrano una più piena ed efficace implementazione del Codice. In particolare, l'indicatore CoRe è significativamente più elevato nelle società i cui organi di amministrazione vantano la presenza di amministratori indipendenti in percentuale non irrilevante (almeno il 20%) e di almeno un amministratore eletto dalle minoranze, nonché nelle società il cui comitato di con-

¹⁷ Queste tematiche potranno pertanto essere utilmente oggetto di futuri approfondimenti.

¹⁸ Come riconosciuto da ampia letteratura (Bebchuk e Hamdani, 2009; Dahya et al., 2006; Black et al., 2005; Smaili e Labelle, 2009; Klein, 2006; Nguyen e Nielsen, 2009), la presenza di amministratori indipendenti nel board, e in particolare in alcuni importanti comitati, è in grado di realizzare gli interessi degli investitori, aumentando il valore di mercato delle azioni o riducendo il rischio di irregolarità contabili e di frodi.

Tabella 6

Indicatore CoRe e sistema di governance interna delle società. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Sistema di governance interna		N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
Peso degli amministratori indipendenti nel board	< 20%	31	1.20***	2.82	0.005
	≥ 20%	205	1.85***		
Comitato di Controllo interno composto in maggioranza da amministratori indipendenti	si	184	1.94***	-4.45	0.000
	no	52	1.13***		
Presenza di amministratori di minoranza	si	26	2.42***	-2.97	0.003
	no	208	1.68***		

Controllo interno è composto in maggioranza di amministratori indipendenti.

Un'ultima analisi sulle determinanti dell'indicatore CoRe può essere realizzata considerando l'esistenza di relazioni si-

gnificative tra tale misura e la partecipazione di investitori istituzionali al capitale o alla vita sociale (tabella 7).

Tali investitori sono considerati dalla letteratura in grado di contribuire al rafforzamento e al miglioramento della go-

Tabella 7

Indicatore CoRe e presenza e attivismo di investitori istituzionali. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Presenza e attivismo degli investitori istituzionali			N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
totale	si		134	1.84	-1.11	0.266
	no		102	1.66		
Partecipazioni rilevanti al capitale detenute da investitori istituzionali	italiani	si	36	1.50	1.42	0.154
		no	200	1.81		
	esteri	si	121	1.89*	-1.69	0.091
		no	115	1.63*		
Partecipazioni al capitale detenute da OICR italiani al > 0,5%	totale	si	174	1.91***	-3.22	0.001
		no	62	1.34***		
	italiani	si	155	1.95***	-4.33	0.000
		no	55	1.16***		
Presenza in assemblea degli investitori istituzionali	italiani	si	46	2.28***	-3.56	0.0000
		no	164	1.58***		
	esteri	si	154	1.96***	-4.56	0.000
		no	56	1.14***		

vernance degli emittenti, sia monitorando l'operato degli amministratori ed esercitando il loro diritto di *voice*, sia manifestando il proprio giudizio tramite *exit*. Coerentemente con queste indicazioni, la detenzione di una partecipazione rilevante (superiore al 2%) da parte di investitori istituzionali appare avere un'influenza positiva (ma non significativa) sull'indicatore di compliance. Guardando alla nazionalità degli investitori istituzionali emerge un'evidenza contrastante: le società in cui gli investitori italiani partecipano in misura rilevante al capitale appaiono caratterizzate da un più basso indicatore *CoRe*, sebbene il risultato non sia statisticamente significativo; le società nel cui capitale figurano investitori istituzionali esteri in qualità di azionisti rilevanti sono invece caratterizzate da una migliore governance. L'identità degli investitori istituzionali è quindi un fattore rilevante dal momento che la loro partecipazione al capitale sembra avere un effetto positivo sulla governance delle società solo quando essi sono esteri.

Al di sotto della soglia di rilevanza del 2%, si è osservato se la partecipazione di Oicr italiani al capitale degli emittenti sia associata ad un maggiore allineamento con le prassi raccomandate dal Codice. È emerso che le società nel cui azionariato partecipa in misura non influente (almeno lo 0,5%) uno o più Oicr presentano mediamente un più elevato indicatore *CoRe*. A differenza di quanto emerso dall'osservazione delle partecipazioni rilevanti, questo risultato sembra indicare un ruolo positivo degli investitori istituzionali (gestori del risparmio) italiani. Tuttavia, il più elevato livello dell'indicatore *CoRe* in capo a tali società potrebbe essere conseguenza non tanto dell'efficacia del monitoring dei gestori, quanto delle loro strategie di asset allocation. Questa spiegazione parrebbe coerente con alcuni studi recenti che rilevano come i fondi comuni italiani tendano a investire in società meno rischiose e caratterizzate da una buona governance (Barucci e Falini, 2005).

L'attivismo degli investitori istituzionali, che è stato misurato osservandone la partecipazione all'assemblea di approvazione del bilancio (informazione disponibile per 210 società), appare essere significativamente associato ad un più pieno adeguamento alle previsioni del Codice. Tale risultato è

confermato anche a livello disaggregato guardando alla partecipazione alle assemblee di investitori italiani ed esteri.

6 Conclusioni

In questo lavoro si è cercato di comprendere in quale misura le società quotate siano effettivamente allineate al Codice di Autodisciplina. A tal fine è stato costruito un indicatore di compliance, *CoRe*, che misura il grado di adesione alle previsioni del Codice in materia di operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori. Le evidenze del *CoRe* mostrano che il livello di compliance effettiva è notevolmente inferiore a quello formalmente dichiarato nelle relazioni di Corporate Governance.

Tale fenomeno sembra essere motivato da una incompleta esplicitazione (e da una conseguente incomprendenza di fondo) circa il ruolo rivestito dal Codice di Autodisciplina. Se infatti si condivide l'interpretazione prevalente tra i partecipanti al mercato, ovvero che esso indichi alcune best practices che, in quanto tali, non possono che essere messe in atto da una minoranza di soggetti particolarmente virtuosi (e i dati qui presentati appaiono in linea con questa ipotesi), non si giustifica una così diffusa attestazione di compliance da parte delle società. Sembrerebbe in tal caso auspicabile che le modalità con le quali queste informazioni vengono fornite al mercato evolvessero verso una rappresentazione capace di discriminare più accuratamente le società in base all'effettivo livello di compliance. Diversamente, laddove si ritenga che il Codice indichi alcuni standard minimi cui tutte le singole società quotate dovrebbero ottemperare, il livello di compliance qui rinvenuto segnalerebbe la necessità di adeguati meccanismi di enforcement.

Con riferimento alle peculiari connotazioni che caratterizzano le società con un elevato punteggio *CoRe*, i dati qui analizzati dimostrano che alcuni tra gli elementi tipici che caratterizzano una buona struttura di governance sono positivamente correlati ad una elevata qualità della compliance effettiva. In particolare, le società caratterizzate da presidi di

governo endosocietario o oggetto di attento monitoring da parte di investitori istituzionali, ovvero quelle che sono sottoposte a vigilanza microprudenziale, mostrano una maggiore propensione a mettere in atto un sistema di *compliance*

che non sia solo formale. Tale risultato rafforza l'ipotesi per la quale una buona struttura di governo societario si affianca, e forse è condizione¹⁹, ad un esercizio virtuoso dello stesso.

BIBLIOGRAFIA

- Alves C., Mendes V.** (2001), *Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal*, FEP Working Paper n. 112, Universidade do Porto, Faculdade de Economia. <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp112.pdf>.
- Assonime e Emittenti Titoli** (2007), «Analisi dello Stato di Attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (anno 2007)», in *Assonime Note e Studi*, 112/2007.
- (2009), «Analisi dello Stato di Attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (anno 2008)», in *Assonime Note e Studi*, 1/2009.
- Barca F., Becht M.** (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Barucci E., Falini J.** (2005), *Institutional Investors and Corporate Governance in Italy: an Analysis of their Stockholdings*. <http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/inst.pdf>.
- Bebchuk L.A., Hamdani, A.** (2009), *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Discussion Paper n. 633, Harvard Law School. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374331.
- Bianchi M., Bianco M., Enriques L.** (2001), «Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy», in Barca F., Becht M. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Bianchi M., Bianco M.** (2007), «La Corporate Governance in Italia negli ultimi 15 anni: dalle Piramidi alle Coalizioni?», in Gnesutta C., Rey G.M., Romagnoli G.C. (a cura di), *Capitale industriale e Capitale Finanziario nell'Economia Globale*, il Mulino, Bologna.
- Bianchi M. et al.** (2008), «The Evolution of Ownership and Control Structure in Italy in the last 15 Years», presentato alla Conferenza *Corporate governance in Italy: 10 years after the Consolidated Law on Finance* (TUF), Roma, 11 dicembre 2008. http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp_gov_it/session1/evolution_ownership_control_structures.pdf.
- Bigelli M., Mehrotra V., Rau R.** (2007), *Expropriation through Unification? Wealth Effects of Dual Class Share Unifications in Italy*, ECGI, Finance Working Paper, n. 180.
- Black B.S., Woochan K., Hasung J., Kyung-Suh P.** (2005), *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Time Series Evidence from Korea*, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper, n. 103/2005.
- Comitato per la Corporate Governance** (1999), *Rapporto di Corporate Governance e Codice di Autodisciplina*.
- (2006), *Codice di Autodisciplina*.

- Dahya J., McConnell J.J., Travlos N.G.** (2002), «The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover», in *Journal of Finance*, 57, pp. 461-483.
- Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J.** (2006), *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper, n. 99/2005.
- De Jong A., De Jong D.V., Mertens G., Wasley C.E.** (2005), «The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from the Netherlands», in *Journal of Corporate Governance*, 11, pp. 473-503.
- Dyck A., Zingales L.** (2004), «Private Benefits of Control: An International Comparison», in *The Journal of Finance*, 59(2), pp. 537-600.
- Enriques L., Volpin P.** (2007), «Corporate Governance Reforms in Continental Europe», in *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21(1), pp. 117-140.
- Faccio M., Lang L.H.P.** (2002), «The Ultimate Ownership of Western European Corporations», in *Journal of Financial Economics*, 65(3), pp. 365-395.
- Gilson R.J., Gordon J.N.** (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, Columbia Law and Economics Working Paper, n. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 262. <http://ssrn.com/abstract=417181>.
- Klein A.** (2006), *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management*, NYU Law & Economics Research Paper Series, Working Paper n. 06-42.
- Nenova T.** (2003), «The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis», in *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 325-351.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M.** (2009), «The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths», <http://ssrn.com/abstract=1406903>.
- Smaili N., Labelle R.** (2009), «Preventing and Detecting Accounting Irregularities: The Role of Corporate Governance», <http://ssrn.com/abstract=1324143>.
- Volpin P.** (2002), «Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy», in *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.
- Weil Gotshal & Manges** (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members*, Final Report (on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General). http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf.
- Zingales L.** (1994), «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience», in *Review of Financial Studies*, 7, pp. 125-148.

¹⁹ Futuri studi potranno utilmente indagare la natura e la direzione di un eventuale rapporto di causalità.

Le cartolarizzazioni migliorano la performance delle banche? Alcune evidenze empiriche sulle banche commerciali statunitensi

Securitization and Bank Performance: some empirical evidence on Us commercial banks

Con la cartolarizzazione, una banca può ridurre il costo per il reperimento di fondi, migliorare la gestione del rischio e aumentare la redditività. La chiave per conseguire tali benefici risiede nella qualità delle attività sottostanti che, a sua volta, è direttamente correlata alla gestione del rischio di credito e di sottoscrizione delle attività stesse. Di fatto, come emerso durante la recente crisi, l'operazione di cartolarizzazione può portare a conseguenze avverse per la performance bancaria. Sulla base di dati di banche commerciali Usa nel periodo 2001-2008, l'analisi univariata indica che le banche che cartolarizzano sono più profittevoli, ma presentano una maggiore esposizione al rischio e maggiori costi di finanziamento. Le evidenze empiriche sollevano problematiche sulle ragioni che spingono le banche a incrementare le cartolarizzazioni.

**Anna Sarkisyan, Barbara Casu,
Andrew Clare, Stephen Thomas**

Cass Business School,
City University London

By using securitization, a bank is able to lower its cost of funding, improve risk management and increase profitability. The key to the realization of the potential benefits of securitization lies in the quality of the underlying receivables, which, in turn, is directly related to the underwriting and credit risk management employed. Therefore, as evidenced during the recent financial crisis, securitization might have adverse implications for bank performance. Based on a sample of Us commercial banks over the period 2001-2008, univariate analysis indicates that securitizing banks are more profitable, but with higher credit risk exposure and higher cost of funding. Our evidence raises important questions about banks motives for increasing securitization activities and consequent implications.

1 Introduzione

La straordinaria crescita del mercato delle cartolarizzazioni negli anni recenti e il successivo collasso registrato durante la crisi finanziaria corrente hanno messo in luce l'importanza di comprendere le implicazioni di tale operazione finanziaria per il comparto creditizio.

Dal punto di vista teorico, i benefici dell'accesso al comparto delle cartolarizzazioni dal lato della banca *originator* possono essere considerevoli. Mediante la cartolarizzazione, infatti, una banca può: ridurre il costo per il reperimento di fondi; migliorare la gestione del rischio; aumentare la redditività. Ciononostante, la chiave per il concreto conseguimento di tali potenziali benefici risiede nella qualità delle attività sottostanti che, a sua volta, è direttamente correlata alla gestione del rischio di credito e di sottoscrizione delle attività stesse. Di fatto, così come emerso durante la recente crisi, l'operazione di *securitisation* può portare a conseguenze avverse per la performance bancaria.

Mediante l'impiego di dati sulle banche commerciali statunitensi relativi all'intervallo temporale 2001-2008, in questo lavoro si tenta di misurare se le banche effettivamente migliorino la propria performance mediante l'utilizzo delle cartolarizzazioni. In generale, l'analisi mette in evidenza che le banche che adottano la cartolarizza-

zione sono, mediamente, istituzioni a maggiore redditività, ma caratterizzate da una maggiore esposizione al rischio di credito e da maggiori costi di finanziamento. Ne deriva, pertanto, che l'accesso al mercato delle cartolarizzazioni da parte delle banche commerciali statunitensi non sembra portare alla realizzazione dei potenziali benefici ad esso associati nella letteratura teorica, ma permette piuttosto alle banche di aumentare le proprie attività più rischiose. Le evidenze empiriche quindi sollevano problematiche sulle ragioni che spingono le banche a incrementare le cartolarizzazioni e le conseguenti implicazioni per la stabilità del sistema creditizio.

Il lavoro è strutturato come segue: il paragrafo 2 contiene un breve inquadramento del processo di cartolarizzazione; il paragrafo 3 presenta una rassegna dei principali contributi teorici riguardo l'impatto della cartolarizzazione sulla performance delle banche, nonché alcune evidenze empiriche recenti; il paragrafo 4 presenta la discussione dell'approccio metodologico, i dati e i risultati dell'analisi univariata; il paragrafo 5, infine, conclude la trattazione.

2 Definizione dell'operazione di cartolarizzazione

La tecnica finanziaria della cartolarizzazione (*securitization*) è divenuta particolar-

Keywords: Securitization; Bank Performance

Jel Classification: G21; G32

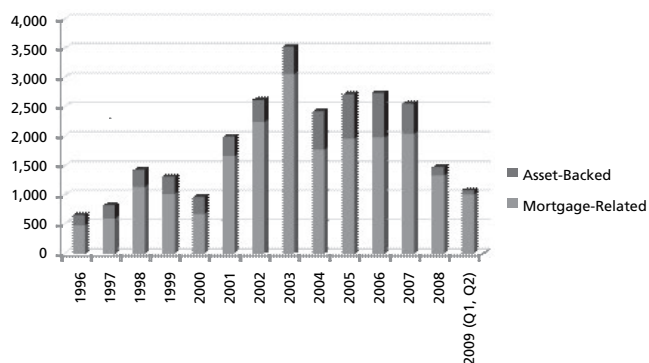
Gli autori desiderano ringraziare Paulo Soares de Pinho, Alberto Pozzolo, John O.S. Wilson, Simon Wolfe, Lorenzo Trapani e Cinzia Baldan per gli utili commenti e le proficue discussioni. Qualunque errore o omissione è da imputare esclusivamente agli autori.

mente popolare negli Stati Uniti nel corso degli anni '80 e nell'Unione europea a partire dagli anni '90. Il mercato Usa dei titoli legati a mutui ipotecari (Mortgage Backed Securities - Mbs) è cresciuto da 2,49 miliardi di dollari nel 1996 a 8,9 miliardi alla fine del 2008. L'eccezionale volume di titoli derivanti da cartolarizzazioni (Asset Backed Securities - Abs) ha raggiunto i 2,67 miliardi di dollari alla fine del 2008, da 0,4 miliardi del 1996. Le figure 1 e 2 mostrano l'andamento delle cartolarizzazioni negli Stati Uniti negli ultimi anni.

In generale, l'operazione di cartolarizzazione può essere definita come un processo articolato mediante il quale la

Figura 1

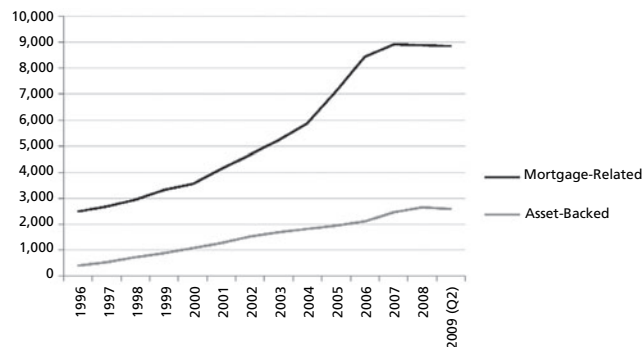
La struttura del mercato dei titoli di debito USA derivanti da cartolarizzazioni (dati in milioni di dollari)



Fonte: Securities industry and financial markets association (Sifma).

Figura 2

Il trend del mercato dei titoli obbligazionari USA derivanti da cartolarizzazioni (dati in milioni di dollari)



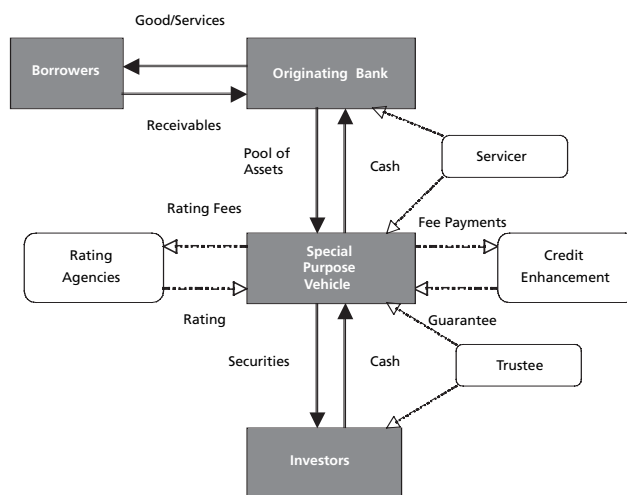
Fonte: Securities industry and financial markets association (Sifma).

banca trasforma le proprie attività illiquide, tradizionalmente detenute in bilancio sino a scadenza, in strumenti finanziari di mercato negoziabili. Solitamente la cartolarizzazione viene classificata in due categorie: la cartolarizzazione di mutui ipotecari e la cartolarizzazione di «altre attività», dove la seconda categoria comprende tutti i crediti diversi dai prestiti ipotecari.

La struttura tipica di un'operazione di cartolarizzazione è rappresentata nella figura 3 e interessa un insieme omogeneo di attività, caratterizzato da flussi di cassa predeterminati o determinabili e il trasferimento di tale aggregato alla cosiddetta società veicolo (Special purpose vehicle, Spv), un'istituzione finanziaria solida che finanzia l'acquisizione delle attività mediante l'emissione di titoli il cui ritorno è garantito dai crediti stessi.

Figura 3

La struttura dell'operazione di cartolarizzazione



Nel caso più comune, lo Spv provvede all'emissione di più tranche di titoli, caratterizzate da differenti livelli di rischio, di duration e altre caratteristiche. Tra questi, i titoli appartenenti alla tranche «senior» sono di tipo investment grade e sono seguiti dalla tranche «mezzanine», a sua volta seguita da una tranche di titoli subordinati privi di rating («junior»). Quest'ultima rappresenta la porzione maggiormente rischio-

sa dei titoli derivanti dalla cartolarizzazione e viene solitamente sottoscritta e mantenuta dalla banca originator all'interno del proprio bilancio. La suddivisione in tranches consente allo Spv di ripartire il rischio di credito e ri-collocarlo presso le controparti maggiormente disponibili o capaci di assorbirlo. Al fine di ottenere elevati rating per i titoli derivanti dalla cartolarizzazione, lo Spv ottiene un incremento di credito, la maggior quota del quale proviene direttamente dalla banca originator e può essere fornito mediante diverse modalità, dalle lettere di credito fino all'acquisto della maggioranza dei titoli «junior» emessi dallo Spv.

I benefici goduti da ciascuna delle parti maggiormente coinvolte nell'operazione spiegano la straordinaria crescita delle attività di cartolarizzazione negli ultimi due decenni. In particolare, la cartolarizzazione permette alla banca originator di aumentare il rendimento del capitale, trasformando l'attività di prestito iscritta in bilancio in un flusso di reddito fuori bilancio che assorbe una quantità inferiore di capitale. Inoltre, a seconda della struttura dell'operazione, una banca può ridurre i costi per la raccolta di fondi, ottenere nuovo capitale per implementare strategie di espansione o nuovi investimenti, nonché migliorare la gestione della tesoreria e del rischio di credito. Gli investitori, d'altro canto, sono attratti dall'investimento in titoli derivanti da cartolarizzazioni grazie ai rendimenti più elevati rispetto a strumenti finanziari dotati del medesimo profilo qualitativo. I rendimenti elevati sono offerti quale compenso per il possibile rischio di rimborso anticipato e per la presenza di un mercato secondario piuttosto ristretto dedicato a questi strumenti. Inoltre, i titoli derivanti da cartolarizzazioni forniscono un certo grado di flessibilità poiché il flusso di pagamenti ad essi associato può essere strutturato per venire incontro alle diverse esigenze degli investitori. A ciò si aggiunga che gli incrementi di credito strutturale e i pool diversificati di attività liberano l'investitore dalla necessità di ottenere un'informazione dettagliata riguardo i prestiti sottostanti l'operazione stessa. Dal punto di vista dei prenditori di fondi, infine, la cartolarizzazione offre benefici in termini di incremento della disponibilità di credito che altrimenti le banche non avrebbero potuto erogare se avessero dovuto mantenere i prestiti iscritti nei bilanci sino a scadenza.

3 Rassegna della letteratura

Attraverso l'operazione di cartolarizzazione una banca può: ridurre il costo del finanziamento; migliorare la gestione del rischio; aumentare la profittabilità complessiva. Si procederà ora a una breve trattazione delle considerazioni riportate.

Il costo del finanziamento. La cartolarizzazione dovrebbe permettere alle banche di reperire fondi nel mercato dei capitali a costi inferiori, dal momento che i titoli emessi dallo Spv possono ottenere un rating più elevato rispetto alla banca originator. Il costo si riduce poiché il giudizio sul merito di credito attribuito ai titoli derivanti da cartolarizzazione da parte di un'agenzia di rating è indipendente dalla condizione finanziaria della banca originator ed è fondato sulla performance attesa del pool di attività sottostanti e sull'incremento di credito ottenuto. Inoltre, grazie all'ingresso nel mercato delle cartolarizzazioni, la banca dispone di una scelta più ampia di fonti di fondi e può optare per la soluzione migliore sulla base di un confronto all-in-cost. Ciononostante, la presenza di partite anomale può ostacolare l'accesso della banca al mercato, richiedere l'assunzione di elevati livelli di rischio di credito per ottenere valutazioni «investment grade» e quindi un significativo incremento del costo di tale fonte di reperimento di fondi. Inoltre, una stretta dipendenza dalle cartolarizzazioni potrebbe arrivare a prevalere sulle altre forme di finanziamento utilizzate dalla banca, come le operazioni di raccolta più tradizionali, portando conseguentemente a significative criticità dal punto di vista della liquidità, qualora tale fonte non fosse più disponibile.

La gestione del rischio. La cartolarizzazione dovrebbe altresì permettere alle banche di ridurre la propria esposizione al rischio, mediante il trasferimento della quota inattesa di rischio di default ai finanziatori e agli investitori esterni. Tuttavia, l'incentivo del management ad assicurare la performance dei crediti cartolarizzati potrebbe dar luogo al fenomeno del «cherry-picking» (consistente nella scelta dei crediti di maggiore qualità ai fini della cartolarizzazione) nella costruzione dell'operazione, oppure portare a una scelta implicita dell'acquirente dopo l'operazione stessa. La cartolarizzazione potrebbe altresì provocare un allentamento nella se-

lezione dei prenditori di fondi e nel monitoraggio del processo di affidamento della clientela (Diamond, 1984; Gorton e Pennacchi, 1995; Keys *et al.*, 2008).

La redditività. Da ultimo, la cartolarizzazione dovrebbe consentire alle banche di aumentare la redditività attraverso molteplici canali che includono, tra l'altro, una scelta più oculata delle fonti di finanziamento e una migliore gestione del rischio. In termini di strategie operative, la cartolarizzazione permette alle istituzioni finanziarie di esternalizzare, su base continuativa, le operazioni caratterizzate da svantaggi competitivi, quali, appunto, la raccolta di fondi, mantenendo invece al proprio interno le attività a valore aggiunto, quali, ad esempio, la promozione e l'assistenza del debito. Inoltre, il mantenimento della funzione di assistenza del debito sulle attività trasferite consente alla banca originator di ottenere reddito da commissioni. Ancora, il capitale addizionale riveniente dalla cartolarizzazione può essere impiegato per gli obiettivi di espansione, ovvero per il rientro da posizioni di debito, che a loro volta possono portare alla generazione di margini.

Cebenoyan e Strahan (2004) presentano evidenze empiriche che suggeriscono come le banche utilizzino i benefici di riduzione del rischio legati alla cartolarizzazione in attività a maggiore redditività, ma altresì maggiormente rischiose e come operino con una leva finanziaria più elevata. Purnanandam (2009) riporta ulteriori evidenze che dimostrano come le banche statunitensi abbiano utilizzato gli introiti delle cartolarizzazioni per emettere prestiti caratterizzati da livelli di rischio default più alti della media. In particolare, l'analisi mette in luce come le banche Usa che hanno impiegato su larga scala le tecniche di trasferimento del rischio (credit risk transfer, Crt) prima della crisi dei subprime del 2007 abbiano manifestato perdite di valore sui mutui significativamente più elevate dopo la crisi.

La breve rassegna presentata mostra come tanto la letteratura teorica quanto le analisi empiriche forniscano risultati diversi in relazione all'impatto della cartolarizzazione sulle performance della banca emittente. Il presente lavoro si propone di contribuire al dibattito in corso mediante la valutazione dell'impatto dell'ingresso nel mercato delle cartolariz-

zazioni sul costo di finanziamento delle banche, sul rischio di credito e sulla profittabilità delle banche.

4 Metodologia di indagine

L'analisi degli effetti della cartolarizzazione sulla performance della banca coinvolge il confronto tra banche che cartolarizzano e banche che non fanno uso di tale pratica. A tal proposito, vale la pena ricordare che la teoria suggerisce che la cartolarizzazione, se usata opportunamente, consente alle banche di migliorare le rispettive performance mediante svariati canali, come discusso in precedenza. Ne deriva che le banche che cartolarizzano sono considerate, per definizione, capaci di ottenere migliori performance rispetto alle banche che non lo fanno.

La performance delle banche viene invece misurata mediante i seguenti indicatori: il rapporto «interessi passivi/totale debiti», quale costo del finanziamento; il rapporto «partite anomale/totale prestiti», quale misura del rischio di credito; «rendimento delle attività» (Roa), quale indicatore di redditività.

I dati utilizzati nell'analisi empirica sono stati raccolti dal *Federal Reserve's Reports of Condition and Income (Call Reports)*; il data set complessivo comprende 65.696 dati annuali provenienti da 9.748 banche nel periodo 2001-2008. Tra queste, 9.290 sono non-securitizers e 458 securitizers. Nonostante la percentuale significativamente contenuta (4,7% del campione), le attività totali delle banche che cartolarizzano pesano per quasi il 68% del raggruppamento.

Si è proceduto con un'analisi incrociata dell'intero campione e sono state confrontate le caratteristiche delle banche che cartolarizzano, in termini generali, con quelle delle banche che non adottano l'operazione di cartolarizzazione. La tabella 1 presenta i risultati dei confronti realizzati e riporta i valori medi e le deviazioni standard (DS) per l'intero campione, securitizers e non-securitizers.

La prima parte della tabella 1 mostra la struttura di bilancio-attività totali, tasso di liquidità, tasso dei prestiti, tasso dei depositi e capitale di rischio. La differenza più significati-

Tabella 1

Statistiche descrittive e test univariati delle diverse caratteristiche delle banche «securitizers» e «non-securitizers» del campione*

Variabile	Totale banche		Banche «non-securitizers»		Banche «securitizers»	
	Media	DS**	Media	DS	Media	DS
Dati di bilancio						
Totale Attivo (miliardi di \$)	1.1100	17.3223	0.3731	1.9786	16.0572	78.0081
Tasso di liquidità	0.2676	0.1421	0.2687	0.1426	0.2459	0.1302
Tasso dei prestiti	0.6339	0.1520	0.6330	0.1521	0.6517	0.1495
Depositi/Totale Attivo	0.8023	0.1173	0.8056	0.1130	0.7341	0.1709
Azioni/Totale Attivo	0.1280	0.0904	0.1288	0.0915	0.1116	0.0625
Impieghi						
Prestiti Immobiliari (%)	0.6556	0.1971	0.6569	0.1938	0.6284	0.2544
Tasso dei prestiti commerciali e industriali	0.2275	0.1594	0.2292	0.1595	0.1943	0.1548
Crediti al consumo (%)	0.0969	0.1147	0.0948	0.1068	0.1388	0.2165
Altri Impieghi (%)	0.0200	0.0650	0.0191	0.0637	0.0385	0.0855
Indice di concentrazione dei prestiti	0.5834	0.1555	0.5821	0.1537	0.6083	0.1873
Patrimonio di Vigilanza						
Tier 1 (%)	0.2103	0.3218	0.2137	0.3286	0.1429	0.0930
Livello complessivo capitale ponderato per il rischio	0.2217	0.3211	0.2249	0.3279	0.1578	0.0910
Costo della Raccolta						
Spesa per interessi/Debiti	0.0159	0.0109	0.0159	0.0112	0.0165	0.0043
Parametri di rischiosità						
Partite anomale (%)	0.0108	0.0171	0.0107	0.0174	0.0112	0.0095
Tasso crediti inestinti	0.0055	0.2398	0.0029	0.0291	0.0566	1.0985
Tasso svalutazione crediti	0.0052	0.2262	0.0028	0.0220	0.0537	1.0389
Performance Operativa						
ROA	0.0041	0.0123	0.0039	0.0123	0.0071	0.0116
Profitto da Interessi/Entrate Operative Nette	0.8363	0.1211	0.8414	0.1088	0.7324	0.2464
Profitti diversi/Entrate Operative Nette	0.1637	0.1211	0.1586	0.1088	0.2676	0.2464
Indice di concentrazione delle entrate	0.7768	0.9089	0.7784	0.9043	0.7442	0.9974

* La tabella riporta le statistiche descrittive per: intero campione di banche (9748); banche non-securitizers (9290); banche securitizers (458). Media e deviazione standard (DS) indicano i valori di media e deviazione standard incrociati per le serie storiche medie delle singole banche.

** DS: deviazione standard.

va si rinviene nella dimensione delle banche, con il valore medio delle attività totali pari a 16,1 miliardi di dollari per le banche della categoria securitizers, considerevolmente maggiore rispetto alla dimensione media delle banche apparte-

nenti alla categoria non-securitizers (0,37 miliardi di dollari). Il risultato è coerente con le precedenti ricerche che documentano come le banche più grandi siano maggiormente portate a cartolarizzare. Ancora, le banche securitizers ten-

dono a detenere minori quantità di attività liquide, coerentemente con la circostanza che le vede disporre di un più agevole accesso al finanziamento esterno e quindi di una minore necessità di ammontare minimo di liquidità rispetto alle banche non-*securitizers*. Ciononostante, il tasso dei prestiti è maggiore per la categoria delle *securitizers* rispetto alla categoria delle non-*securitizers*.

Successivamente, si osserva il lato del passivo di bilancio. Tanto le banche *securitizers* quanto le banche non-*securitizers* si finanziano principalmente mediante i depositi; tuttavia, le non-*securitizers* ricorrono in maggior misura a questa fonte di finanziamento. Ancora, il 13% del totale delle attività è finanziato dalle non-*securitizers* mediante il ricorso al capitale di rischio, contro l'11% per le *securitizers*.

La seconda parte della tabella 1 contiene informazioni riguardanti il portafoglio prestiti delle banche. Il portafoglio prestiti delle istituzioni appartenenti al comparto *securitizers* risulta diverso sia in termini di concentrazione che di composizione. In particolare, esso tende ad essere maggiormente concentrato. Le banche *securitizers*, in sostanza, presentano in bilancio minori prestiti legati ad attività immobiliari, commerciali e industriali e più prestiti legati al credito al consumo e altre tipologie. Confrontando il patrimonio di vigilanza, si può notare che le banche *securitizers* risultano significativamente meno capitalizzate rispetto alle non-*securitizers* sulla base della ponderazione per il rischio, nonostante siano sovra-capitalizzate in termini di requisiti patrimoniali minimi.

Gli ultimi tre riquadri della tabella 1 risultano particolarmente interessanti ai fini della presente ricerca: il costo del finanziamento, il rischio e la redditività. *In primis*, il costo del finanziamento (misurato come rapporto tra spese per interessi e debiti complessivi) è maggiore per le banche *securitizers*. Questa particolare evidenza risulta contraddittoria rispetto alle ipotesi teoriche, che indicano invece una riduzione nel costo del finanziamento grazie all'impiego delle cartolarizzazioni.

Successivamente, sono stati confrontati i profili di rischio delle banche *securitizers* e non-*securitizers* mediante tre indicatori di rischio: tasso delle partite anomale; tasso di

crediti inestinti; tasso delle svalutazioni su crediti. In particolare, si evidenzia che le banche della categoria *securitizers* risultano più rischiose per tutti gli indicatori misurati. Risultati simili sono stati evidenziati anche da Jiangli e Pritsker (2008) e da Minton *et al.* (2008), i cui contributi mettono in luce tassi di svalutazione, crediti inestinti e partite anomale più elevati per le istituzioni creditizie *securitizers*. La maggiore rischiose evidenzata per le banche che adottano le operazioni di cartolarizzazione può altresì spiegare il maggiore costo per il finanziamento richiesto dal mercato, evidenziato in precedenza.

Infine, l'ultima parte della tabella 1 concerne la performance operative delle banche. I risultati mostrano come la redditività delle attività (Roa) sia significativamente più elevata per le banche *securitizers*. Come per la struttura delle entrate da attività caratteristica corrente, la principale risorsa di reddito sia per le banche *securitizers* che per quelle non-*securitizers* è il margine di interesse; tuttavia, la quota di margine di intermediazione è marcatamente più elevata per le banche *securitizers*. Quest'ultimo dato è coerente con l'ipotesi in base alla quale le banche *securitizers* dispongono di una fonte addizionale di reddito in termini di commissioni da servizi ed eventuali maggiori entrate da attività di negoziazione.

Nel complesso, i confronti effettuati sembrano suggerire che le banche appartenenti alla categoria *securitizers* migliorano la propria profittabilità mediante l'incremento in portafoglio dei prestiti più rischiosi, dunque più redditizi, mentre sostengono costi più elevati per il finanziamento a causa dell'eccessiva assunzione di rischio. Le banche che cartolarizzano, inoltre, detengono una quota inferiore di capitale di rischio e accrescono il margine di intermediazione attraverso le entrate da commissioni e da negoziazioni.

L'analisi degli effetti della cartolarizzazione sulla performance della banca evidenziata in precedenza coinvolge tuttavia molteplici approcci metodologici. In primo luogo, come evidenziato da Sarkisyan *et al.* (2009) il confronto tra banche che cartolarizzano e banche che non fanno uso di tale pratica può portare a stime distorte riguardo gli effetti della cartolarizzazione, qualora le diversità nella perfor-

mance derivino da altre caratteristiche, osservabili o meno, delle banche, piuttosto che dalla cartolarizzazione in quanto tale. Di conseguenza, se le banche securitizers risultano manifestare performance migliori, in media, rispetto alle non-securitizers, non è chiaro se questo possa essere considerato l'effetto del ricorso al mercato delle cartolarizzazioni, ovvero sia da imputare a differenze tra le banche precedenti la cartolarizzazione. Inoltre, le variazioni osservate nella performance potrebbero altresì essere imputate a shock non rilevabili che influenzano le banche in egual misura.

5 Conclusioni

Nel presente lavoro è stata condotta un'analisi degli effetti della cartolarizzazione sulle performance bancarie. Le assunzioni teoriche stabiliscono che le banche che attuano operazioni di cartolarizzazione dovrebbero registrare un minor costo per il finanziamento, una minore esposizione al rischio di credito e una maggiore profittabilità rispetto alle banche che non provvedono alla cartolarizzazione delle proprie attività.

Mediante l'impiego di dati di banche commerciali statunitensi nel periodo 2001-2008, si è rilevato che le banche che cartolarizzano risultano istituzioni più profittevoli, ma altresì maggiormente esposte al rischio di credito e a maggiori costi del finanziamento rispetto alle banche che non

cartolarizzano. L'evidenza così ottenuta determina l'insorgere di rilevanti problematiche riguardo le motivazioni che spiegano l'aumento delle operazioni di cartolarizzazione da parte delle banche nel precedente decennio e di conseguenti implicazioni per il sistema bancario, di particolare interesse alla luce della crisi finanziaria attuale e dei recenti dibattiti in merito alla revisione della regolamentazione del mercato delle cartolarizzazioni.

BIBLIOGRAFIA

- Cebenoyan Sinan A., Strahan P.E.** (2004), «Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks», in *Journal of Banking and Finance*, n. 28, pp. 19-43.
- Diamond D.W.** (1984), «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», in *The Review of Economic Studies*, n. 51, pp. 393-414.
- Gorton G., Pennacchi G.** (1995), «Banks and Loan Sales: Marketing Nonmarketable Assets», in *The Journal of Monetary Economics*, 35, pp. 389-411.
- Jiangli W., Pritsker M.G.** (2008), *The Impacts of Securitization on US Bank Holding Companies*, Working Paper.
- Keys B.J., Mukherjee T.K., Seru A., Vig V.** (2008), «Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans», in *EFA 2008 Athens Meetings Paper*.
- Minton B.A., Stulz R.M., Williamson R.G.** (2008), *How Much Do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans?*, Fisher College of Business Working Paper; n. 2008-03-001.
- Pavel C., Phillis D.** (1987), «Why Commercial Banks Sell Loans: An Empirical Analysis», in *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, n. 14, pp. 3-14.
- Purnanandam A.K.** (2009), *Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis*, Working Paper.
- Rosenthal J.A., Ocampo J.M.** (1988), *Securitization of Credit*, John Wiley & Sons Inc.
- Sarkisyan A., Casu B., Clare A.D., Thomas S.H.** (2009), *Securitization and Bank Performance*, WP-CBR-04-2009, Centre for Banking Research Working Papers, Cass Business School, City University London. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1490925>.