

# Governo societario delle banche: soluzioni alternative di struttura coerente e di controllo\*

MARIO TONVERONACHI

«Si può essere preoccupati dell'apparente diminuzione nel potere di predizione dell'analisi formale in uno scenario che mette in risalto l'interdipendenza piuttosto che gli incentivi. Forse però questa diminuzione nel potere di predizione dovrebbe essere vista come una possibilità di venire a patti con la grande eterogeneità dei sistemi finanziari che osserviamo, in particolare con il contrasto tra sistemi finanziari orientati alle banche in alcuni paesi e orientati al mercato in altri» (Hellwig 1989, p. 284).

## 1. Introduzione

Il tema del governo societario delle banche ha finora ricevuto un'attenzione ben inferiore a quella riservata alle imprese non finanziarie (Prowse 1995). Tra le spiegazioni possibili due sembrano prevalere: la considerazione che la struttura di governo (SG) delle banche non offra specificità di rilievo, ma eventualmente solo di grado, rispetto a quella attinente alle imprese non finanziarie; l'esistenza fino a tempi recenti di una presenza pubblica invadente ma al contempo rassicurante per tutte le parti interessate.

Su quest'ultimo punto si sono avuti negli ultimi anni cambiamenti di rilievo, almeno nelle enunciazioni di principio. Da un sistema

---

□ Università degli Studi di Siena, Facoltà di Economia e Scuola di Specializzazione in Discipline Bancarie, Siena.

\* L'autore ringrazia il Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica e l'Università di Siena per i contributi finanziari alla ricerca. L'autore ha tratto molti spunti di riflessione da numerosi scambi d'idee con Marcello de Cecco, Jan Kregel ed Elisabetta Montanaro, oltre che dallo studio dei loro contributi, tanto da preferire di riassumere in un ringraziamento una altrimenti lunga serie di riferimenti specifici che non renderebbero comunque giustizia al debito contratto.

regolamentativo e da una prassi secondo cui lo stato offriva garanzie implicite ed esplicite a creditori e azionisti, al limite come proprietario-garante, si è passati a un sistema di cosiddetta regolamentazione prudenziale. Secondo la nuova logica lo stato dovrebbe dettare regole oggettive e non discriminanti tese a rafforzare il sistema, e capaci al contempo di distaccare l'azione pubblica dalla gestione delle situazioni di crisi. In alcuni paesi, segnatamente in Italia, si opera affinché si affermi anche un modello generale di proprietà bancaria privata.

Gran parte della letteratura sulla SG delle banche adotta un'ottica rivolta alla singola istituzione, interrogandosi sull'esistenza di specificità bancarie che possano avere riflessi in termini di specificità della loro SG.

Questa ricerca si esercita su una tipologia piuttosto generica di impresa bancaria, mentre i risultati delle analisi sembrano divergere come conseguenza di riferimenti non sempre espliciti e puntuali a un distinto complessivo sistema finanziario di cui fanno parte le banche. Tenui appaiono i fili che legano questa letteratura ai temi promossi dalle indagini storico-finanziarie. Queste ultime infatti si interrogano sulle relazioni tra le morfologie dei sistemi finanziari e la natura e la velocità dei processi di accumulazione del capitale reale.<sup>1</sup>

In passato, negli studi storico-finanziari e di teoria dei sistemi finanziari la posizione che vede culminare i processi di sviluppo in una struttura finanziaria univoca ha avuto rilievo. Tale struttura ricalca le premesse della teoria tradizionale centrata sul pieno sviluppo dei mercati. È recente l'ebbrezza di chi interpretava i processi di titolarizzazione come il definitivo avvio verso la fase finale di supremazia dei mercati e della sostanziale scomparsa delle banche.

A seguito dei più recenti sviluppi delle teorie dei contratti incompleti, dei costi di transazione e dell'informazione, vale a dire di una ripresa microeconomica dei temi sui fallimenti di mercato, le imprese sono uscite dall'anonimato delle *black boxes* o dall'essere considerate esse come imperfezioni, per divenire mezzo per affrontare e ridurre la portata di quei fallimenti. In questo clima il pendolo esplicativo ha teso a posizionarsi sull'altro estremo, con numerosi studi teorici e comparati tendenti a mostrare la superiorità di economie con sistemi finanziari fondati sugli intermediari (Germania e Giappone) rispetto a economie con sistemi finanziari mercato-centrici

<sup>1</sup> Hellwig (1991) offre un'interessante seppur difficile sintesi tra analisi storiografica e analisi teorica.

(Stati Uniti e Regno Unito).<sup>2</sup> L'oscillazione del pendolo ha di fatto lasciato inalterate la contrapposizione tra i due modelli e l'ipotesi di superiorità assoluta dell'uno sull'altro, confermando la difficoltà a spiegare una convivenza non subordinata tra i due distinti tipi di circuiti finanziari, bancario e di mercato.

Risultati meno assoluti sembrano derivare da uno studio di Franks e Mayer,<sup>3</sup> secondo il quale il sistema banco-centrico sembrerebbe coerente con economie basate su industrie mature, mentre quello mercato-centrico favorirebbe le industrie innovative. A risultati in parte simili giunge Allen (1993) basandosi sull'ipotesi che, a differenza del mercato, le banche non effettuano valutazioni ripetute, per cui la loro superiorità allocativa si manifesta quando la tecnologia è ben conosciuta ed esiste un ampio consenso su quale debba essere l'azione del *management*. Al di là della forza dei loro risultati, il merito di questi studi sta nel proporre un legame tra la morfologia del sistema finanziario e i caratteri dinamici del sistema produttivo.

La compresenza dei due circuiti finanziari risulta più fisiologica nei contributi della *lending view*. Secondo questa impostazione il mercato dei capitali produce un importante fallimento nei confronti delle imprese di più piccola dimensione, che trovano quindi possibilità di finanziamento solo nell'esistenza del circuito bancario.<sup>4</sup> Estremizzando, l'eventuale polarizzazione tra sistemi finanziari risulterebbe da una specializzazione produttiva di sistemi basati sulle grandi o sulle piccole imprese; un'implicazione questa, come molte tra le precedenti, di dubbia rilevanza fattuale ma solo se considerata come generale.

Non molta attenzione è stata comunque prestata da questo tipo di letteratura alla SG delle banche, dato che il nesso di interesse prevalente è apparso quello del controllo operato dalle banche nei confronti delle imprese non finanziarie.

Come afferma Hellwig nella citazione riportata in apertura, le analisi formali trovano difficoltà a spiegare l'eterogeneità dei sistemi finanziari esistenti, rappresentata in genere come polarizzazione tra sistemi banco-centrici e mercato-centrici. Raccogliendo una serie di suggerimenti derivati dalla letteratura, il presente lavoro

<sup>2</sup> Cfr. ad esempio Cable (1985), Mayer (1988) e Stiglitz (1985).

<sup>3</sup> Franks e Mayer (1992) citato in Prowse (1994, p. 67, n. 88).

<sup>4</sup> L'ottica, comune a molti studi di teoria dell'intermediazione, è di vedere, per la verità storicamente, il circuito bancario come un completamento del sistema finanziario reso possibile dalle inefficienze del mercato dei capitali, che in ipotesi di assenza di fallimenti e di imperfezioni resta la soluzione di ottimo paretiano.

tenta di offrire in termini non formali un'analisi di sistemi finanziari alternativi definiti in termini di coerenza tra le parti che li costituiscono. Alla base sta la convinzione che non esista, neppure in via teorica, un solo modello di banca e un solo modello di mercato; uscendo dall'ottica di analisi parziale che nella sostanza caratterizza quei contributi, la "combinazione" dei vari modelli di banca e di mercato può essere utilmente analizzata in termini di coerenza del sistema finanziario risultante. Di conseguenza, nel paragrafo 2 presentiamo tre diversi schemi coerenti di sistema finanziario caratterizzati da tre distinti tipi di banche. Il loro confronto aiuta a chiarire sia la contrapposizione tra sistemi banco-centrici e mercato-centrici, sia la necessità di spostare l'accento dalle specificità bancarie a quelle degli alternativi sistemi finanziari coerenti. Nei diversi schemi così caratterizzati vengono poi ricompresi le tipologie regolamentative e il ruolo della banca centrale; il risultato è un aumento della differenziazione tra i sistemi (paragrafo 3). All'interno di strutture complesse composte da banche, mercato, banca centrale e regolamentazione, viste come sistemi coerenti, l'analisi della SG delle banche può meglio confrontarsi con i problemi generali della SG; come vedremo, la soluzione ottimale non risulta in essi univoca (paragrafo 4). Se da un'analisi di sistemi chiusi si passa a un ambito di internazionalizzazione, con un certo grado di concorrenza e di integrazione tra strutture distinte, si pongono due problemi: l'esposizione a una metodologia regolamentativa uniforme; la capacità di ogni tipologia di sopravvivere in un sistema complessivo caratterizzato da eterogeneità. Ne risultano elementi di incoerenza e di instabilità che interessano i sistemi finanziari e la gestione della politica monetaria (paragrafo 5). Nelle conclusioni si offriranno alcune riflessioni sul sistema finanziario italiano, analizzato nel presente frangente sia dal lato della struttura della proprietà delle banche, sia dal lato della coerenza delle modificazioni in corso.

Come di norma nella letteratura sull'argomento, assumeremo l'esistenza di contratti incompleti, di costi di transazione, comprensivi dei costi informativi, e di asimmetrie informative. Meno nella norma, ipotizzeremo che il sistema economico nel suo complesso abbia informazioni incomplete, specie nei confronti del futuro, per cui anche l'azzeramento dei costi di transazione e il completo superamento delle asimmetrie informative non eliminerebbero il problema dei fallimenti di mercato. La presenza di incertezza a livello di sistema rende impossibile la presenza di una "tecnologia" informativa perfetta sia nei mercati che negli intermediari.

Il fine del lavoro non è quello di offrire risultati forti. Più modestamente è teso a indebolire alcune certezze che sembrano oggi prevalere, convenendo con Keynes che la teoria, buona o cattiva che sia, esercita almeno nel lungo andare un'influenza significativa sui responsabili, pubblici e privati, delle decisioni economiche.

## 2. Strutture finanziarie coerenti

È di immediata percezione che quando si parla di banche tedesche, statunitensi, giapponesi, e così via, si hanno in mente organizzazioni bancarie di diversa struttura, operatività e collocazione nel sistema finanziario. Per i mercati dei capitali la rappresentazione generale è altrettanto schematica, perché può rimandare a mercati impersonali o al complesso delle società finanziarie che variamente gli danno forma e operatività. Quale significato univoco può allora assumere la distinzione tra sistemi banco-centrici e mercato-centrici?

Proviamo a tracciare il profilo schematico di tre tipologie di sistema finanziario relativo a tre tipologie di banca, trascurando per il momento la presenza pubblica in termini di banca centrale e di regolamentatore.

La prima tipologia comprende la banca con relazioni (BR) che è legata alle imprese da stabili e complesse relazioni di clientela di lungo termine. La BR internalizza il mercato basandosi sulla superiorità informativa e sulle economie di scala e di diversificazione date dal complesso di quelle relazioni; in un'ottica di lungo periodo e come *insider*, essa offre alle imprese contratti di debito e di partecipazione (che l'aiutano a mantenere i rapporti di clientela) centrati su impegni (*commitments*) concernenti la continuità e le condizioni del rapporto, e che sono collegati a un'ampia gamma di servizi; tra questi ultimi non secondaria è la produzione e la fornitura privata di informazioni micro e macroeconomiche.<sup>5</sup> La formazione dei prezzi è coerente con

<sup>5</sup> Di estremo interesse è l'argomentazione di Hellwig (1991), riferita al sistema tedesco, sulla fornitura di informazioni dalla banca all'impresa, che prefigura l'esistenza di un'asimmetria informativa anche opposta a quella normalmente analizzata. Considerando che il sistema soffre non solo di asimmetrie informative ma anche di informazioni globalmente incomplete, il ruolo di produttore di informazioni micro e macroeconomiche e di personalizzazione delle stesse attribuisce a questo tipo di banca un rilevante ruolo informativo.

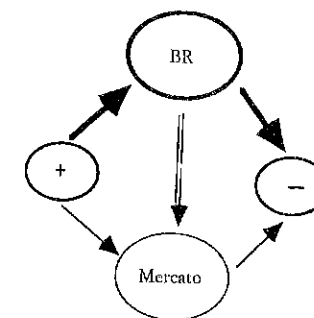
questa complessiva struttura operativa votata a rapporti di lungo termine. La BR trae i suoi profitti dall'elevato volume dell'insieme di rischi che internalizza, oltre che dai servizi. Essa necessita del mercato dei capitali per finanziare parte del suo passivo, per mantenere elevata la leva finanziaria e limitata la concentrazione delle risorse impiegate per affidato; deve comunque porsi in posizione dominante rispetto al mercato per la necessità di difendere i suoi rapporti di clientela e principalmente per rendere coerente il sistema di formazione dei prezzi del mercato con il suo. Il dominio espresso dalla BR significa che essa riesce a incorporare le relazioni di clientela in una reputazione allocativa sufficientemente valutata dal mercato in termini di formazione dei prezzi.<sup>6</sup> Essa internalizza quindi la gran parte delle funzioni con cui la letteratura caratterizza gli intermediari non bancari e il mercato, tra cui i passaggi di proprietà delle imprese. La sua ampia rete e le competenze di cui necessita rendono il capitale umano sia una quota rilevante dei suoi costi operativi, sia una leva positiva della sua profittabilità.<sup>7</sup> In quest'ottica il mercato dei capitali va visto in termini di completamento funzionale della BR. Nella sostanza, questo è il tipo di banca che possiede tutte le caratteristiche positive attribuitele dalle analisi dei costi di transazione e delle asimmetrie informative, ma è anche un importante agente di riduzione dell'incertezza sistemica. I rischi dell'intero sistema finanziario si concentrano sulle BR. Il risultante schema coerente è riportato nella figura 1, dove i segni + e - indicano le posizioni attive e passive nette, il grassetto rappresenta la parte predominante e la freccia con doppia linea indica la direzione di comando.

La seconda tipologia di sistema finanziario comprende la banca assicurazione (BA). Questo tipo di banca opera cercando di massimizzare e diversificare il volume d'affari in un ambito di contratti di debito; non impegna significative risorse nella valutazione e nel controllo dei clienti, contando sulla minimizzazione dei rischi tramite la diversificazione e prediligendo il pluri-affidamento e le garanzie reali. In questa veste si situano rapporti con i prenditori di fondi non

<sup>6</sup> Se la BR fosse sottoposta al controllo di un mercato indipendente si passerebbe agli altri modelli di sistema finanziario descritti più avanti, dato che essa non potrebbe più esprimere una formazione dei prezzi indipendente fondata su relazioni di clientela di lungo termine. L'unica possibilità in questo senso sarebbe infatti data da un mercato che esprimesse le sue stesse valutazioni; dato che esse derivano da rapporti non replicabili da un mercato indipendente, tale soluzione non appare possibile.

<sup>7</sup> Per una spiegazione analitica di questo punto si rimanda alla successiva nota 20 e all'equazione cui quella nota si riferisce.

FIGURA 1



necessariamente occasionali, ma privi di impegni e quindi senza rapporti di clientela. La BA offre economie nei costi di transazione (su un portafoglio differenziato) alla pari di un qualsiasi "grande creditore" (ad esempio un fondo comune obbligazionario), e quindi alla pari del mercato; da completo *outsider* svolge un'azione di *screening* e di monitoraggio inferiore al mercato. In quest'ottica può autonomamente specializzarsi nel segmento del breve termine e del circuito dei pagamenti, dove più contenuti sono i problemi informativi e maggiori possono essere le economie offerte dal far parte di un sistema coordinato. La sua peculiarità risiede nell'offrire uno schema assicurativo superiore a quello del mercato: quando i creditori finali si rivolgono al mercato hanno come garanzia finale il capitale delle imprese; quando si rivolgono alla banca hanno come garanzia anche il capitale delle banche e le eventuali garanzie reali extra-societarie.<sup>8</sup> In più il suo passivo a vista e a valore prefissato costituisce per il depositante un ulteriore elemento assicurativo, spostando rischi di liquidità e di interesse (o di mercato) da questi alla banca. Rispetto al mercato (considerato come comprensivo delle imprese finanziarie non bancarie) la sua esistenza dipende dal confronto tra i suoi costi di intermediazione e i benefici assicurativi, che possono però scontare una "tecnologia" informativa inferiore. Ne discende che per il lato dell'attivo essa accetta la formazione dei prezzi del mercato mentre per il passivo conta su un *mark-down* rispetto a equivalenti tassi di mercato che è proporzionale al valore della sua "polizza" assicurativa. In più essa può trarre alimento da eventuali imperfezioni parziali del mercato, ad esempio se le imprese di piccola e media dimensione trovano troppo costoso entrare e restare sul mercato. In questo caso essa gode inoltre di una riserva di *mark-up* sull'attivo, che le è anche

<sup>8</sup> Non si prende qui in considerazione la *seniority* del credito.

utile per scontare la sua inferiorità informativa a fronte di differenziazione incompleta e di rischi non diversificabili. I fondi su cui può contare per alimentare il suo attivo dipendono, dal lato dei depositi, dallo spazio lasciategli come assicuratore e, dal lato del mercato, da quanto quest'ultimo gli mette a disposizione in forma di prestiti e di capitale. Il nesso del "completamento" è rovesciato rispetto al caso precedente: è la BA a costituire il completamento del mercato per quanto questo soffre di accentuata instabilità (che spinge i risparmiatori a esprimere una significativa domanda assicurativa) e presenti in alcuni casi costi di transazione elevati. È ora il mercato a trovarsi in una situazione dominante, esercitata nella misura della sua efficienza (figura 2). I rischi non diversificabili si ripercuotono ora maggiormente sulle unità in surplus.

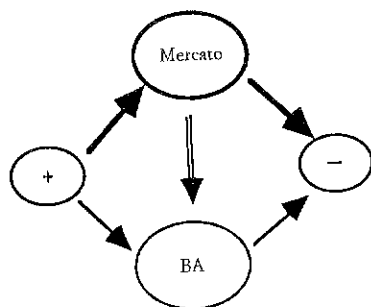
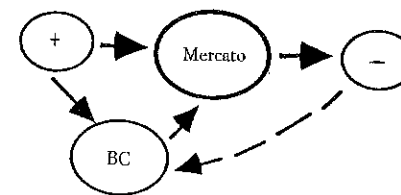


FIGURA 2

Il terzo tipo è rappresentato dalla banca cartolarizzata (BC).<sup>9</sup> Si tratta di una banca specializzata nell'attivo e/o nel passivo dall'offerta di servizi, capace di suddividere un'operazione in diverse attività relative ai singoli rischi che la compongono (compresi quelli di credito), che si assume rischi solo nella misura e nella qualità desiderata tramite operazioni di titolarizzazione e di copertura sul mercato, che trae i suoi profitti dalla remunerazione dei servizi e dai rischi residui che accetta. Può presentare parte del passivo a valore nominale predeterminato, essendo in grado, se lo desidera, di coprire sul mercato i rischi di interesse e di liquidità. Una tale banca vive sul mercato, è parte di esso, e costituisce nella sostanza una delle istituzioni satelliti che rendono il mercato più efficiente e lo potenziano (cfr. Figura 3, dove la freccia tratteggiata indica i servizi svolti a favore delle imprese).

<sup>9</sup> Questa definizione non corrisponde esattamente alla *transactions bank* definita da Meerschwan (1991) e da Rajan (1992).

FIGURA 3



L'analisi di coerenza svolta in precedenza ha di fatto definito il mercato dei capitali per differenza. Nel primo caso si ha un mercato piuttosto limitato, residuale e dominato dalle BR che incorporano gran parte delle funzioni e delle forme societarie che sono invece distinte negli altri modelli. Nel secondo caso, e ancor più nel terzo, si è in presenza di un mercato ampio e caratterizzato da una serie di imprese finanziarie satelliti che lo completano e lo rendono più efficiente.

Delle diverse tipologie bancarie solo la BR appare in grado di caratterizzare un sistema genuinamente banco-centrico. Al contrario, la BC partecipa con l'insieme degli investitori istituzionali a definire un sistema mercato-centrico. La BA non è in grado di caratterizzare un modello di struttura finanziaria; essa può far parte di un sistema che può anche presentare una forte componente di intermediazione bancaria ma solo per difetti propri del mercato. La coerenza dello schema impone di porre un limite alla debolezza del mercato, dato dalla sua capacità di dettare una formazione dei prezzi di riferimento e di esprimere, come meglio vedremo in seguito, una minima azione di controllo sulle imprese. Dei tre questo è il modello forse più semplice da realizzare, richiedendo specificità meno spinte ai suoi componenti, ma è anche più instabile proprio perché meno riesce a esprimere una decisa coerenza.

I precedenti modelli "puri" costituiscono un'astrazione radicalizzata, in quanto in una struttura effettiva di banca si possono variamente rinvenire le caratteristiche attribuite all'uno e all'altro. Per quanto argomentato, i tipi BA e BC sono quelli tra loro più facilmente "mescolabili". La semplificazione maggiore nel trattare modelli puri di sistema finanziario sta nel non considerare la compresenza di diverse tipologie bancarie, cioè la presenza di un certo livello di specializzazione nell'intermediazione bancaria. L'analisi va in ogni

caso considerata in termini di modello dominante, che è quello che comanda la tipologia di coerenza generale.<sup>10</sup> Va poi osservato, ed è questo uno dei fini della presente argomentazione, che la realtà può mostrare strutture non pienamente coerenti.

Un riflesso dell'analisi precedente è di spostare la discussione delle specificità dalla singola e indifferenziata istituzione al sistema complessivo. La letteratura si è a lungo interrogata sull'esistenza di una natura speciale delle banche, soffermandosi, con decise differenziazioni, su elementi riguardanti l'attivo e/o il passivo bancario. La "somma" di tali caratteri ha le seguenti componenti: il debito delle banche è disperso e costituisce creazione di liquidità; il rapporto tra debito e capitale è molto più elevato per le banche che non per le imprese non finanziarie; il debito delle banche è, esplicitamente o implicitamente, assicurato; l'attivo bancario non è commerciabile ed è di difficile valutazione; la solvibilità delle banche è cruciale per il sistema dei pagamenti; le banche sono fortemente regolamentate, in particolare per quanto concerne le scalate azionarie e i limiti alla struttura di proprietà.<sup>11</sup>

Limitiamoci per il momento a quei caratteri che sono indipendenti da forme implicite o esplicite di presenza pubblica. L'osservazione da cui si deve partire, specie in un'analisi di coerenza che ha prevalente carattere normativo, è che le specificità si legano alle funzioni svolte e che queste vanno viste con riferimento all'intero sistema finanziario. Quest'ultimo deve mettere in comunicazione le posizioni in surplus e in deficit, cercando di rendere compatibili i diversi bisogni e preferenze e al contempo distribuire in modo ottimale i rischi; deve inoltre creare i mezzi finanziari necessari a un'economia in crescita. A tali fini deve fornire economie nei costi di transazione e di agenzia, creare liquidità, offrire possibilità di leva finanziaria alle imprese, produrre e disseminare informazioni, fornire coperture assicurative, fluidificare la proprietà delle imprese rispetto alla loro gestione, assicurare il controllo sulla conduzione delle imprese. Se dal confronto con l'operare delle imprese e dei settori non finanziari si giunga a definire specificità qualitative o solo, e in alcuni casi, di puro

<sup>10</sup> Non si è tra l'altro considerato il ruolo svolto dalla generalità delle banche nel circuito dei pagamenti a cui si legano alcuni dei caratteri individuati e su cui si basano alcuni elementi di forza relativa rispetto al mercato. Non intendiamo entrare comunque nella discussione sulla non necessità di attribuire questo ruolo alle banche.

<sup>11</sup> Tra l'abbondante letteratura si vedano Goodhart (1994), Prowse (1995) e Tirole (1994).

ordine quantitativo non ci appare qui una questione cruciale da dibattere. Il problema è come queste funzioni sono svolte, affrontando rischi derivati dal settore reale, cercando di ridurre la percezione e di migliorarne la distribuzione, e cercando al contempo di non crearne di nuovi.<sup>12</sup> Una specificità qualitativa di rilievo, guardando al sistema finanziario come a uno dei settori dell'economia, può essere individuata nelle ripercussioni sistemiche del suo operare e dei suoi fallimenti, che lo avvicinano alla natura di bene pubblico.

Ammettendo che le diverse tipologie di sistema finanziario prima descritte forniscano globalmente questi servizi, esse li ripartiscono in modo diverso tra i soggetti che le compongono. La diversa ripartizione dovuta alla distinta natura di banche e mercati può influenzare l'efficienza globale con cui sono svolte le diverse funzioni.

Nel primo modello la BR assomma in sé gran parte delle funzioni. Essa "delega" al mercato e alle banche specializzate solo quanto è funzionale per la propria operatività o quanto non può impedire che venga più efficientemente svolto al suo esterno. Le BR assommano quindi in sé tutte le specificità, quantitative e qualitative, del sistema finanziario; l'efficienza complessiva dipende da quella delle BR.

Nel secondo modello le BA condividono con il mercato, in forma residuale, le funzioni generali, o come quota o specializzandosi, ad esempio nei segmenti del breve termine e delle piccole e medie imprese. Si può parlare di specificità bancaria all'interno del sistema finanziario in quanto la BA si distingue nelle forme contrattuali (tipicamente di debito nell'attivo e nel passivo) e quindi nella tipologia dei rischi che si assume.

Nel terzo modello le BC sono parte del mercato e non presentano specificità rispetto a esso.

### 3. Ambito macroeconomico, banca centrale e regolamentazione

È banale osservare che tutte le tipologie prima proposte di sistema finanziario beneficiano dell'operare in un ambito economico di crescita stabile, in primo luogo perché ciò significa ridurre i rischi

<sup>12</sup> Mi riferisco a ipotesi, come quella di Minsky, sulla creazione di fragilità finanziaria e sui processi di produzione endogena di instabilità finanziaria.

non diversificabili. Non è però banale chiedersi se diverso è il grado di resilienza dei diversi sistemi a fronte di una data perturbazione esterna, e se diversa è la loro capacità di creare fonti endogene di instabilità.

Con riferimento agli shock esogeni, la risposta dipende nella sostanza dal grado di assorbimento dello shock da parte di chi si è assunto il rischio e dalle esternalità negative derivanti dalla sua reazione all'evento.

Per il modello basato sulle BR, queste possono assorbire shock deboli e brevi senza produrre esternalità di rilievo. Data la loro propensione al *long-termism*, queste banche isolano al contrario le imprese da eventi negativi temporanei. Shock di rilevante entità e durata si esercitano invece su una pericolosa concentrazione dei rischi, moltiplicando gli effetti che producono sul sistema reale attraverso questo tipo di sistema bancario. Le BR devono quindi essere ben attrezzate di *free capital* in modo da poter assorbire con effetti limitati gli shock e devono operare limitando al massimo interferenze di breve termine sulla loro gestione. Shock lunghi e forti non sono però affrontabili senza porre in pericolo l'intero sistema finanziario. Da qui la necessità di politiche economiche volte a contenere nel livello e nella durata gli effetti degli shock sul sistema economico. La banca centrale deve essere di tipo *arm's length*, partecipando con politiche rivolte alla stabilità ma senza fornire forme assicurative esplicite o implicite (che potrebbero avere valenza speculativa dato il controllo esercitato dalle BR sul mercato dei capitali), che in caso di effettivo bisogno sarebbero troppo ampie per non coinvolgere direttamente la fiscalità generale.<sup>13</sup> Di estremo rilievo è invece il sistema di regolamentazione. Esso deve da un lato spingere le BR a utilizzare appieno le loro potenzialità positive - ad esempio con norme di diritto commerciale tese a ridurre i costi informativi e a favorirne la funzione di controllo sulle imprese -; dall'altro lato deve obbligarle con un insieme di regole fisse entro binari di *safe and sound banking* (limiti alla trasformazione delle scadenze, alla concentrazione dei crediti, alla partecipazione nel capitale di rischio delle imprese non finanziarie, coefficienti minimi di capitalizzazione, e così via). Allo stesso tempo deve favorire forme di autoregolamentazione, che saranno dominate dalla BR, per la gestione del circuito dei pagamenti e del mercato dei capitali.

<sup>13</sup> In questo contesto non ha quindi senso giustificare il prestito di ultima istanza della banca centrale per banche "troppo grandi per fallire".

Per il modello con BA gli shock esogeni si ripartiscono in via diretta tra le banche e il mercato. Quanto più le BA occupano spazi, tanto più per esse sembrano riproporsi le stesse argomentazioni, seppur con minor forza, svolte per le BR. Dati gli "equilibri multipli" cui questo sistema può dar luogo, conviene esaminare nel dettaglio alcune sottotipologie. Un primo caso riguarda la soluzione con specializzazione. Se le BA restano dominanti nel circuito dei pagamenti e nel credito a breve termine, è su di esse che si ripercuotono in prima istanza gli effetti degli shock; la capacità di propagarsi di questi ultimi dipende quindi in primo luogo dalla resilienza e dalle risposte delle BA. A differenza del caso precedente, siamo di fronte a un sistema che, in assenza di relazioni di clientela, non esita anche in caso di perturbazioni non intense a farne sentire appieno gli effetti sulle imprese affidate. Si può rendere allora necessario ricreare il rapporto di clientela spostandolo nella relazione tra banche e banca centrale, in cui è quest'ultima che si assume l'onere degli "impegni", specie tramite il finanziamento di ultima istanza. Proprio perché intrinsecamente più instabili nella loro quota di intermediazione e nella risposta agli shock, le BA possono dover esaltare la loro natura assicurativa con istituti quali l'assicurazione dei depositi e/o con misure regolamentative di *safe and sound banking* (quali la patrimonializzazione). La banca centrale può cercare di riprendere un po' le distanze dalle BA rafforzando gli aspetti assicurativi e prudenziali della regolamentazione, ma non potrà giungere alla relativa autonomia che può avere con le BR avendo a che fare con banche più pronte a comportamenti di *free-riding*. Inoltre, di fronte a una relazione instabile banche-mercato, con quest'ultimo a cui è devoluto il controllo delle banche e che è potenzialmente in grado di allargare e restringere con una certa velocità il suo peso sul sistema, le autorità possono lasciare scarsi poteri di autoregolamentazione alle une e all'altro; una diarchia di poteri regolamentativi deve però prestare attenzione a non creare condizioni relative non neutrali per i due circuiti. Per quanto la politica economica non riesca a isolare l'economia dalle perturbazioni, il mercato azionario può risentirne nel suo sviluppo (dato che esso ne trasferisce gli effetti sulle unità in surplus). Una soluzione con netta supremazia del mercato può rivelarsi anch'essa instabile a fronte di shock esterni, tanto più esso è anonimo o tanto meno "imprenditorialità", per dirla alla Keynes, è espressa dalla presenza dei cosiddetti investitori istituzionali. Anche questa soluzione obbliga la banca

centrale a surrogarsi alla mancanza di relazioni stabili di lungo termine ponendosi come prestatore di ultima istanza del mercato. Quanto, in entrambi i casi delineati, l'assenza della *arm's length* impedisca alla banca centrale di attuare una politica coordinata di stabilità, è una questione di rilievo ma sulla quale non possiamo qui indugiare, se non osservando che questi sistemi sono incoerenti con politiche di cambio volte a una decisa stabilità nel tempo.

La terza tipologia di sistema finanziario, che prevede le BC, è quella genuinamente mercato-centrica, con il mercato che deve per necessità essere caratterizzato da imprese finanziarie che gli conferiscono l'effettiva operatività (banche, fondi comuni, fondi pensioni e così via). In questo caso occorre vedere come e su quali soggetti si distribuiscono i rischi. La quota di rischi che le BC non coprono pone problemi simili a quelli analizzati nei due casi precedenti, con la differenza che da un punto di vista parziale, quello delle sole banche, gli obblighi regolamentativi dovrebbero riguardare la sola parte non titolarizzata e non coperta. Per il resto, la logica di questo sistema richiede che sia il mercato a operare come produttore di liquidità e come assicuratore. Ma il mercato è costituito dalle altre imprese finanziarie che, in quanto si assumano quote dei rischi globali, dovrebbero essere soggette alla stessa regolamentazione delle BC. In altri termini, la regolamentazione dovrebbe richiedere forme assicurative interne a chiunque si assuma una quota dei rischi, senza distinzioni di specie a meno che non sia l'unità in surplus - che a questo punto dovrebbe essere molto "consapevole". La soluzione coerente attribuisce quindi una quota di rischi ai datori finali di fondi che è funzione del volume di coperture esterne ricercate dagli intermediari. Si corre altrimenti il pericolo di far concentrare il rischio su posizioni che, essendo esterne a qualsiasi tipo di regolamentazione, costituiscono un anello assai fragile della catena finanziaria. La soluzione del datore finale "consapevole" è comunque assai fragile, potendo distruggere l'intero sistema finanziario a seguito di disturbi caratterizzati da una certa violenza iniziale; questa verrebbe poi amplificata dal tentativo di fuggire prima dell'afflosciamento totale della bolla. Il risultato è che un sistema mercato-centrico può assorbire dosi molto minori di regolamentazione prudenziale di un sistema banco-centrico. Ne discende che come nel caso precedente occorre un assicuratore esterno, cioè la banca centrale, pronta almeno a fornire liquidità direttamente al mercato. Una soluzione meno *flex-price* è quella che vede grandi imprese finanziarie operare come *dealers*. In questa veste

esse possono internalizzare quote rilevanti degli scambi di mercato, assumendo i relativi rischi. Questo potrebbe essere il caso speculare rispetto alla struttura con BR: da una parte rapporti di clientela volti a un sistema *fix-price*; dall'altra, l'internalizzazione parziale di un sistema *flex-price*. Diverso è comunque l'assetto regolamentativo nei due casi, così come il ruolo richiesto alla banca centrale.

Veniamo infine alla capacità di creare endogenamente situazioni di fragilità e di instabilità. Nel caso con BR strettamente soggetta a regole, e rimandando al successivo paragrafo le implicazioni derivanti dalla proprietà, la fragilità può derivare oltre che da imperfezioni e incoerenze del modello - in particolare da insufficienze nello *screening* e nel controllo delle imprese finanziate, e nell'insufficiente coerenza tra la formazione dei prezzi interni e di mercato -, da imperfezioni di regolamentazione e di vigilanza. Nel modello con BA una certa instabilità è già insita nella convivenza tra BA e mercato e in due sistemi di formazione dei prezzi in parte distinti. In questo, come nel modello con BC, molto dipende dalla capacità del mercato di produrre autonomamente fenomeni del tipo bolle speculative, e molto dipende quindi da un arbitraggio poco diretto ai fondamentali. Il problema sta negli incentivi e nella capacità che le posizioni che si assumono apertamente i rischi hanno verso l'assunzione di informazioni "imprenditoriali" e nel tenere posizioni coerenti con le risultanti valutazioni dei fondamentali. A chi scrive non sembra facile produrre un simile sistema di incentivi, anche nel caso di un mercato fortemente internalizzato da imprese finanziarie regolamentate in quella direzione.

#### 4. La struttura di governo delle banche

Il sommario esame di sistemi finanziari alternativi tentato nelle sezioni precedenti può aiutarci ad affrontare il tema della SG delle banche in un'ottica di sistema e di coerenza.

Il punto di riferimento è naturalmente la vasta letteratura che ha considerato problemi di controllo, governo e proprietà delle imprese non finanziarie. Le banche entrano in questi lavori come uno dei possibili agenti di controllo, ovvero in termini di governo esercitato dalle banche. Come si è già detto, il minore interessamento finora rivolto alla SG delle banche può essere principalmente derivato dal



fatto che le banche sono considerate non speciali nella SG, per cui a esse si applicano metodologie e risultati non difformi da quelli relativi alle imprese non finanziarie; oppure sia dovuto alla precedente presenza garantista dello stato che rendeva di fatto non rilevante il problema.

La letteratura sulle imprese non finanziarie non ha però prodotto risultati robusti per l'individuazione di una SG ottimale per tutti i tipi di imprese. Ci sembra corretto attirare l'attenzione sulla relatività della migliore soluzione di SG a seconda della natura specifica delle imprese;<sup>14</sup> il problema posto nel presente lavoro è se sia rilevante anche una specificità di sistema finanziario. Una peculiarità del nostro problema è comunque chiara: la soluzione di controllo che vede come caratterizzante la partecipazione delle banche non è disponibile alle banche stesse. E questo ci riporta alla natura speciale delle banche considerate all'interno del loro coerente sistema finanziario; nell'ottica della letteratura appena ricordata, ciò significa anche chiedersi chi controlla i controllori.

Nei termini ricordati da Hart (1995), la SG è rilevante con riferimento alle decisioni residuali derivanti da contratti incompleti e da problemi di agenzia. Si individuano così le tipologie che hanno interesse al controllo delle decisioni d'impresa: azionisti, manager, creditori e lavoratori (*stakeholders*). Di essi si formulano le funzioni obiettivo che, in quanto non identiche, conducono nel loro interagire a soluzioni multiple sia in termini di controllo – a seconda dei molteplici fattori di natura legale e contrattuale che incidono sull'equilibrio dei poteri –, sia in termini della funzione obiettivo di sintesi dell'impresa. In particolare, la soluzione viene a dipendere dal sistema di incentivi che interessano il *management*, gli azionisti e i creditori. L'attenzione si sposta quindi sulla potenzialità delle scalate ostili, sulla concentrazione della proprietà e dei creditori, e su una serie di fattori legali dai quali dipende la forza della minaccia del passaggio di controllo dagli azionisti ai creditori (fallimento) e il grado di controllo esercitato in condizioni normali dai creditori. Di particolare interesse è l'equilibrio dei poteri tra azionisti e creditori, in quanto ai primi viene attribuita una maggiore spinta rispetto ai secondi verso l'assunzione di rischi a causa del regime di responsabilità limitata. Mentre il creditore ha interesse a che il debitore assuma un grado di rischio non superiore a quello che garantisce profitti

<sup>14</sup> Jensen e Meckling (1976), Aghion e Bolton (1989).

sufficienti al servizio del debito, l'azionista spinge per l'assunzione di maggiori rischi, dato che solo così potrà beneficiare di profitti. Al creditore può essere attribuita in quest'ottica la funzione di controllo prudenziale. L'equilibrio tra i due gruppi può prendere la forma della minaccia di subentro nel controllo da parte dei creditori, qualora i risultati d'impresa ne mettano in pericolo la capacità di servire il debito nei termini pattuiti; e/o può assumere forme che ammettono i creditori al controllo continuo con forte potere di accesso alle informazioni societarie.

Dewatripont e Tirole (1994, d'ora in poi D&T) costituisce al momento lo studio più sistematico sulla SG bancaria affrontata nell'ottica dei fallimenti che giustificano gli assetti regolamentativi del settore. In estrema sintesi, D&T considerano la banca alla stregua di un'impresa ordinaria, le cui specificità sono quantitative e non qualitative e riguardano in sostanza la dispersione dei creditori. Gli autori offrono un modello di SG ottimale, secondo il quale se i risultati sono soddisfacenti il controllo deve spettare agli azionisti che scelgono di non interferire sull'azione del *management*; se i risultati sono modesti il controllo deve passare ai creditori che invece scelgono un'interferenza forte. La soglia che fa scattare il cambio ottimale nel controllo è ricavata in funzione dei risultati realizzati e di segnali sui risultati futuri, ed è quindi correlata anche a un dato livello *ex post* di capitalizzazione. In quest'ottica, l'accordo di Basilea, che prevede l'intervento del regolamentatore quando la capitalizzazione scende al di sotto della soglia dell'8%, avrebbe individuato un meccanismo corretto, seppur non necessariamente ottimale nella sua specificazione, di incentivi per i manager e di attribuzione del controllo condizionale. In più, l'intervento del regolamentatore esterno dovrebbe configurarsi alla stessa stregua del controllo esercitato dalle banche quali creditori sulle imprese affidate, imponendo *ex ante* una serie di termini contrattuali riguardanti l'adeguatezza del capitale, la ponderazione dei rischi, la restrizione sulle azioni ammesse, il rispetto di una serie di livelli minimi su alcuni indicatori finanziari, il fallimento, e così via.

Su questo schema di base si possono innestare ulteriori e distinte specificazioni, col risultato di ottenere differenti implicazioni sulla SG e sulla regolamentazione bancaria.

Come si è già ricordato, secondo D&T la peculiarità delle banche sta nell'aver creditori, in particolare di piccole dimensioni, che non hanno i corretti incentivi né la competenza per svolgere una reale azione di controllo sulla gestione bancaria. Da qui la proposta di

una *representation hypothesis*, secondo la quale occorre un regolamentatore che rappresenti gli interessi dei creditori della banca. Gli autori discutono i meriti relativi di forme private e pubbliche di regolamentazione, giungendo a concludere che l'intervento pubblico può essere preferibile se è congegnato con un sistema coerente di incentivi e se interviene anche con una piena assicurazione dei depositi con premi pro-ciclici.

Partendo dallo stesso schema di base, e mantenendo la regolamentazione come eventuale zeppa di una gamba troppo corta tra le tre che reggono il piano della SG, si possono fare una serie di esercizi congegnando insiemli diversi di ipotesi. Se si ritiene che la dispersione dei depositanti assicurati comunque un controllo di tipo prudenziale,<sup>15</sup> la regolamentazione diviene assolutamente superflua. Se si associa alla presenza di "grossi" creditori un'azione ottimale di controllo prudenziale, e se questa presenza non è spontanea nelle forme e nell'intensità della partecipazione richiesta, la regolamentazione potrebbe limitarsi a crearla. Se si associa a uno schema privato di assicurazione dei depositi con premi correlati al rischio una sufficiente disciplina di mercato, la regolamentazione eccedente il vincolo di tale assicurazione diviene nuovamente superflua, indipendentemente dall'efficacia del controllo esercitato dai creditori. Se il problema è visto in termini di una valutazione corretta del rischio abbinato a un sistema di assicurazione e riassicurazione, allora modelli certificati autovalutativi del rischio connessi a requisiti di capitale e un'assicurazione privata dei depositi con metodologia "certificata" sulla fissazione dei premi potrebbero essere la soluzione adeguata, intervenendo molto più *ex ante* rispetto ai problemi di passaggio del controllo evidenziati da D&T. E così via.

Lo schema di D&T è utile per ricondurre una serie di aspetti entro un'ottica unitaria; esso appare però eccessivamente semplificato e basato su ipotesi che andrebbero maggiormente discusse. Quello

<sup>15</sup> Ad esempio Demsetz (1993) distingue tra i fornitori di capitale quelli che, come i depositanti delle banche, possono forzare la liquidazione dell'attivo e quelli che possono solo rivendere al mercato. I primi esercitano, secondo Demsetz, un forte controllo pur se dispersi. Per una discussione teorica ed empirica sull'argomento si vedano Stiglitz (1985) e Garten (1986 e 1988), che negano la presenza di un efficace meccanismo di controllo da parte dei depositanti, e Macey e Garret (1988) che affermano la tesi opposta. Da un punto di vista della SG il problema non è solo se un gruppo può esercitare un certo grado di controllo, ma anche se il *tipo* di controllo esercitato è coerente con una soluzione ottimale dell'equilibrio dei poteri tra gruppi. La tesi di D&T è che l'azione di questi creditori è probabile che allontani dalla soluzione ottimale del controllo.

che richiama subito l'attenzione è il ruolo puramente passivo dell'azionariato. L'unica attività che gli viene richiesta è il calcolo di convenienza sulla ricapitalizzazione della banca, qualora il coefficiente di patrimonializzazione scenda al di sotto della soglia cruciale al cambiamento nel controllo. Si tengono così fuori dall'analisi molte problematiche, tra le quali quella inerente alla disciplina del *management* tramite la minaccia di scalate ostili, che secondo alcuni autori costituisce una spinta verso l'efficienza operativa (Neven 1993 e Prowse 1995).<sup>16</sup> Inoltre non si discute della dispersione o della concentrazione dell'azionariato, né quindi della sua natura. Un secondo carattere di rilievo concerne la natura *outsider* del controllo basato sugli incentivi, operante *ex ante* sui termini contrattuali ed *ex post* come minaccia sul controllo. Essa non considera quindi relazioni durature in un ambito di interdipendenza strategica che condurrebbero a dare risalto a tecnologie di monitoraggio continuo che influenzano il *processo* decisionale.<sup>17</sup> Ciò tra l'altro implica che occorre guardare alla SG in termini di bilanciamento dei poteri nel controllo, oltre che in termini di cambiamento nel controllo ottimale. Un terzo problema concerne l'assenza di specificità qualitative della banca che ci sembra logicamente connesso con un quarto carattere dell'analisi di D&T, d'altronde comune a molta della letteratura sull'intermediazione finanziaria, che è quello di essere analisi parziale. L'ottica esplicitata dagli stessi autori è limitata alla singola banca, con sporadiche

<sup>16</sup> Mercati concorrenziali nel controllo societario dovrebbero spingere verso l'efficienza produttiva (controllo dei costi) tramite la minaccia di scalate ostili, mentre mercati concorrenziali nei prodotti dovrebbero spingere verso l'efficienza allocativa (margini) (Neven 1993). Secondo alcuni autori (Prowse 1995 e Tirole 1994), la quasi inesistente minaccia di scalate ostili nel settore bancario è fortemente influenzata dalla presenza di una regolamentazione pubblica che rende costose e lunghe le scalate, e che ancor più limita fortemente la tipologia dei soggetti abilitati alla proprietà bancaria. La proposta è quindi per un nuovo livellamento del campo da gioco, questa volta nella struttura di proprietà delle imprese, qualsiasi sia la loro appartenenza settoriale. Occorre però vedere se le scalate ostili svolgono effettivamente questa funzione. Stiglitz (1985) argomenta che così non è, e che l'attenzione prestata alle banche come attrici del governo societario deriva proprio dalle insufficienze del controllo azionario.

<sup>17</sup> Nei termini posti da Hellwig (1989, p. 284), gli sviluppi teorici basati sull'interazione strategica «ci permettono di vedere le relazioni finanziarie sotto una nuova luce. Il problema dell'incentivo *one-shot* di Jensen e Meckling viene sostituito da una relazione continuativa che implica un comportamento strategico per tutte le parti. Il determinismo implicito nell'approccio teorico-contrattuale viene sostituito da una relazione governata da contratti incompleti e rinegoziabili». La presenza di una relazione continuativa con monitoraggio può condurre a un meno rigido e puntuale sistema di termini contrattuali e quindi a soluzioni *ex post* più efficienti.

incursioni sui rischi non idiosincratici e sull'esistenza di un sistema bancario; il mercato dei capitali è praticamente assente.<sup>18</sup> Questi caratteri concorrono a un'accentuazione eccessiva della SG come banco di prova dell'intero disegno regolamentativo.

Iniziamo a esaminare la SG delle banche all'interno del sistema finanziario coerente caratterizzato dalle BR. Ci sembra che questo sia per necessità un puro modello di banca manageriale: per le ragioni già viste, la BR deve controllare il mercato dei capitali e non esserne controllata; la sua gestione non deve subire alcun tipo di influenza dal settore delle imprese non finanziarie; la sua proprietà, se azionaria, deve essere passiva, secondo il modello di D&T, ma nel senso di "subire" un'ottica di lungo termine; anche i creditori, siano o no dispersi, devono essere passivi nel controllo. In sintesi, i manager non devono essere soggetti ad alcuna disciplina di mercato. La *representation hypothesis* di D&T è qui nella sua massima espressione, solo che l'ipotesi di un regolamentatore privato è esclusa fin dall'inizio. La regolamentazione pubblica deve quindi supplire non a fallimenti parziali della SG, bensì al suo fallimento totale. Essa deve quindi caricarsi dell'intera SG rendendola coerente con banche che contemporaneamente accentrano i rischi dell'intero sistema finanziario. Un tale compito non può essere svolto lasciando ampi poteri discrezionali alla vigilanza, ma deve prevedere un complesso e ferreo sistema di regole; contemporaneamente, dati i necessari rapporti di *arm's length* tra banche e banca centrale, politica monetaria e vigilanza sul sistema bancario devono essere tenute nettamente separate. Le regole imposte devono dettagliatamente prevedere limiti, obblighi e incentivi tanto da prefigurare quasi un modello di banca ottimale espresso come bene pubblico: limiti alla trasformazione delle scadenze, limiti di concentrazione dei fidi, obblighi di patrimonializzazione connessi alla ri-

<sup>18</sup> Bonaluti e Tonveronachi (1996) argomentano che, in una situazione di liberalizzazione della concorrenza e degli attivi bancari, l'esposizione della proprietà bancaria al mercato dei capitali può acuire processi di concorrenza eccessiva. In termini minskyani, posizioni strutturalmente speculative che sono sospinte, anche a causa della perequazione dei rendimenti richiesta dai mercati, verso processi concorrenziali simili a quelli schumpeteriani di innovazione-imitazione possono risolversi in un notevole peggioramento della qualità dell'attivo bancario. La maggiore esposizione al mercato azionario in condizioni di accesa concorrenza può quindi spingere le banche verso una maggiore assunzione di rischi, col pericolo di produrre fasi intermittenti di alta instabilità. Con riferimento all'esperienza statunitense, Saunders, Strock e Travlos (1990) avevano già rilevato che le banche soggette al controllo del *management* mostravano minori incentivi all'assunzione di rischi rispetto a quelle soggette al controllo azionario, specie in periodi di deregolamentazione. Si tratta in questo caso di derivare dalla SG implicazioni per la regolamentazione.

schiosità dell'attivo, vincoli sulla proprietà, forme istituzionali che incentivino la raccolta, la produzione e l'uso "imprenditoriale" delle informazioni. A ben vedere questo modello è coerente, se non identico, a quello di un regolamentatore che indipendentemente dalle strutture di controllo voglia ottenere un risultato prudenziale in presenza di una banca di questo tipo. L'eventuale presenza di un'assicurazione dei depositi, qui solo di natura privata per le stesse ragioni che portano la banca centrale a distanza di braccio, non risulta essenziale da nessuna delle due ottiche. Detto in altri termini, il problema della SG non si pone per un sistema dominato dalle BR cui sia affiancata una regolamentazione coerente. Si può porre al contrario il problema di come sia possibile tenere l'azionariato lontano dal controllo, in presenza di una non piena efficacia della vigilanza.<sup>19</sup>

Passiamo per contrasto al terzo modello di sistema finanziario, quello genuinamente mercato-centrico con le BC. Queste banche stanno sul mercato non solo dal lato dei prodotti, ma anche della proprietà e del controllo. È questo il modello che più propriamente deve essere affrontato in termini della SG, dei suoi fallimenti e dell'eventuale supplenza pubblica. In questo modello, che per definizione non si basa sugli impegni dei rapporti di clientela e che lavora con la stessa formazione dei prezzi del mercato, non paiono però manifestarsi peculiarità di SG rispetto alla generalità delle imprese, finanziarie e non. In esso prende corpo il problema della dispersione dei depositanti analizzato da D&T, ma forse non molto di più di quanto sia vero per le imprese non finanziarie votate a rapporti *one-shot* con una pluralità di banche. Perché si dovrebbe in questo caso regolamentare a fini di supplenza il *management* bancario e non quello delle imprese non finanziarie? Anche la minaccia di scalate ostili dovrebbe essere libera di agire come per qualsiasi altra impresa. In altri termini, la SG bancaria appare in questo caso omogenea a quella svolta dal mercato per la globalità delle imprese, e quindi soggetta a quelle stesse problematiche di fallimento della SG che conducono alla regolamentazione del mercato. Se, come in Stiglitz (1985), la risoluzione della SG delle imprese non finanziarie è invece vista nell'instaurazione di rapporti di clientela con le banche, l'unica

<sup>19</sup> Da qui la necessità di disciplinare con cura, e in questa ottica, i patti di sindacato e il fenomeno degli *interlocking directorates*. Il modello BR è fortemente coerente con un comportamento collusivo tra le banche anche dal lato della proprietà. Il problema eventuale di questo modello sta nella contemporanea assenza di concorrenza dal lato della proprietà e dei prodotti, che riduce gli stimoli all'efficienza.

soluzione è cambiare modello di sistema finanziario e passare a quello centrato sulle BR. Infine, il fatto che il modello in esame possa comportare l'incorporazione di rilevanti rischi nelle banche e una loro presenza cruciale nel funzionamento del mercato costituisce un tema di regolamentazione e non di SG.

Meno cristallino potrebbe apparire il caso del secondo modello di sistema finanziario, quello comprendente le BA e mercato-centrico per quanto riesce a essere efficiente il mercato. Dato però che anche in questo caso sono assenti rapporti di clientela e le banche sono dominate dal mercato anche nella proprietà, valgono i risultati del terzo modello. Di nuovo, problemi di resilienza del sistema bancario vanno affrontati dalla regolamentazione e non nell'ottica della SG. Elementi particolari di SG possono nascere all'interno di questo schema solo se esso diviene non coerente, con un mercato dei capitali troppo inefficiente e debole. Ma, ancora una volta, il problema non riguarda le sole banche, bensì la generalità delle imprese che non sarebbero soggette a un controllo di minima efficienza da parte del mercato. Una soluzione "perversa" potrebbe vedere le BA dominare un mercato debole; forse in questo caso una supplenza pubblica nella SG bancaria potrebbe riflettersi positivamente su quella della generalità delle imprese, ma non per questo il sistema acquisterebbe piena coerenza, stabilità ed efficienza.

Nel complesso, per un sistema basato sulle BR la regolamentazione coerente al suo funzionamento lascia irrisolto un solo elemento, comunque cruciale, di SG: la necessità che la proprietà delle banche non sia soggetta a un mercato indipendente. Nelle altre due tipologie di sistema finanziario non esistono in via di principio differenze di rilievo tra la SG bancaria e quella di qualsiasi altra tipologia di impresa. Sono eventualmente soluzioni non coerenti che possono produrre situazioni di peculiarità bancaria. Anche il divieto di una presenza di controllo delle imprese non finanziarie nel capitale bancario risulta non giustificato in via di principio se prendiamo a riferimento sistemi regolamentati; esso potrebbe essere giustificato, specie nel modello con BR, dalla non piena fiducia riposta nell'efficacia della regolamentazione prudenziale e della vigilanza.

## 5. Sistemi aperti

L'analisi è stata fin qui condotta nell'ipotesi di sistemi finanziari coerenti, chiusi alle relazioni internazionali. Ipotizzando la compresenza di sistemi distinti tra di loro in concorrenza, analizziamo in questo paragrafo l'apertura internazionale sotto due profili: gli effetti dell'esposizione a un'uniforme metodologia regolamentativa; il ruolo di ogni tipologia in un sistema complessivo caratterizzato dall'assenza di coerenza.

Per il primo punto ci riferiamo alla recente applicazione della disciplina dei requisiti patrimoniali derivante dagli accordi di Basilea. L'imposizione dei coefficienti patrimoniali potrebbe essere letta nel senso che lo stato vuole disfarsi del compito di vigilare da vicino che le banche rimangano entro livelli massimi di rischiosità. Lo stato si limita infatti a subordinare all'assunzione di una maggiore rischiosità un più elevato requisito di capitale, tanto che in alcuni sistemi l'applicazione tende a impedire di fatto alle banche meno forti di assumere alti rischi. I coefficienti di ponderazione che vengono applicati alle diverse tipologie dell'attivo bancario non solo sono piuttosto arbitrari, ma ancor più sono completamente scollegati dai rischi valutabili dagli azionisti e dai creditori. In un certo senso si potrebbe pensare a una delega di *rating* affidata al mercato. Dovrebbe essere quest'ultimo, tramite la valutazione del rischio, a imporre la propria disciplina influenzando il costo del capitale. Le funzioni della vigilanza sul sistema bancario dovrebbero venire di fatto depotenziate al solo controllo sull'osservanza della disciplina patrimoniale. Il sistema di regolamentazione minima europea sembrerebbe aggiungere un altro mattone a questo edificio quando impone schemi di assicurazione dei depositi strettamente privatistici, che potrebbero risolversi in semplici schemi di riassicurazione. Di fatto, quindi, l'attore del controllo resterebbe il solo mercato e la disciplina prudenziale sembrerebbe aver scelto come riferimento sistemi con BA e BC.

A ben vedere, però, il principio di regolamentazione minima, che ogni paese può rafforzare a patto di mantenerne la logica, permette una coerenza più ampia. Come si è visto nel paragrafo precedente, se nel modello BR si aggiungono ai requisiti di capitale le altre misure regolamentative che lo rendono coerente, si resta perfettamente nell'ambito regolamentativo disegnato. Resta il problema se la ricapitalizzazione impone a questo modello quell'esposizione al

mercato di cui si è appena parlato e che sarebbe incoerente con esso. Una risposta piuttosto banale è che, se il requisito di capitale si situa su un livello storico e non impone cambiamenti significativi nella leva finanziaria, non si interferisce con le modalità di funzionamento acquisite dal modello. Una risposta più analitica si basa sulla capacità della banca di autofinanziare la propria crescita. Ipotizzando un rispetto preciso del coefficiente di patrimonializzazione, astruendo da problemi di composizione dell'attivo (per cui risulta fissata anche la leva finanziaria), e finanziando la crescita con soli fondi interni si può scrivere:

$$g_a = \mu + L(\mu + md) - cc - co$$

dove  $g_a$  è il tasso di crescita dell'attivo,  $L$  il rapporto debiti/capitale,  $\mu$  e  $md$  sono rispettivamente il *mark-up* e il *mark-down* computati come differenza tra il tasso medio dell'attivo e del passivo e un tasso *risk-free*,  $cc$  è il dividendo per unità di capitale aggiuntivo rispetto al tasso *risk-free* ( $cc$  quindi può essere negativo), e  $co$  è il costo operativo per unità di capitale.<sup>20</sup>

Dato che il sistema centrato sulle BR ha un forte controllo sulla formazione dei prezzi,  $\mu$  e  $md$  possono essere tali da garantire una forte crescita con fondi interni, che ha tra l'altro anche l'effetto di limitare  $cc$ . La BR può quindi mantenersi a distanza di braccio dal mercato a patto che non cambi la natura del modello finanziario in cui opera.

Le banche di tipo BA e BC, dovendo sottostare ai prezzi del mercato, possono invece non derivare fondi sufficienti per un completo autofinanziamento e si trovano quindi sottoposte al suo controllo. Specie nel modello con BA, solo in quanto si ritagliano specificità rispetto al mercato le banche possono manovrare  $\mu$  (ad esempio facendo forza sulla riserva delle piccole imprese) e  $md$  (se riescono a mantenere il controllo sul sistema dei pagamenti) e possono quindi limitare la loro esposizione al mercato. Per queste banche il mercato dei capitali diviene per via naturale l'agente di selezione nella sopravvivenza.

<sup>20</sup> Per la derivazione, peraltro banale, dell'equazione e per una sua utilizzazione all'interno di un'analisi dei sistemi bancari europei si veda Montanaro, Scala e Tonveronachi (1996). Alcune delle considerazioni che seguono sono derivate da questo lavoro. Si noti che, in quanto la capacità di imporre elevati  $\mu$  e  $md$  dipenda dall'impiego di capitale umano esperto ed esista perciò una relazione diretta di  $co$  con  $\mu$  e  $md$ , occorrono cautele nel legare la profittabilità e la capacità di crescita di una banca a una diminuzione dei costi operativi.

Si possono però nutrire fondati dubbi sulla capacità del mercato di reggere una delega di *rating* di tipo prudenziale. Ad esempio, Avery, Belton e Goldberg (1988) mostrano per il caso statunitense una significativa differenza delle valutazioni di *rating* espresse dall'agenzia assicurativa pubblica e dal mercato sui prestiti subordinati emessi dalle banche. La loro conclusione è che, contrariamente alle aspettative dei controllori, l'ampliamento della quota permessa di prestiti subordinati non ha avuto l'effetto sperato di rafforzare la vigilanza bancaria per mezzo della disciplina di mercato; il mercato ha infatti espresso valutazioni assolutamente non correlate con un indice calcolato seguendo la metodologia messa a punto dalla FDIC o con qualsiasi variabile di bilancio. Le variabili più significative nello spiegare i premi per il rischio delle obbligazioni bancarie risultano la maturità dei titoli e le modalità di aggiudicazione.

Per quanto quest'ultima osservazione sia generalizzabile, e per quanto le banche dei sistemi mercato-centrici non riescano a compensare con minori costi del capitale e minori costi operativi le loro ridotte capacità di *mark-up* e *mark-down*, sono le banche appartenenti a questi sistemi a poter soffrire di una carenza di efficacia del controllo prudenziale e di maggiori difficoltà nella crescita dimensionale.

Venendo al secondo profilo dell'internazionalizzazione, un sistema globale composto da sistemi diversi è per definizione incoerente e instabile. La soluzione dipende in gran parte dalla forza relativa dei differenti sistemi finanziari ed economici. Un sistema nazionale di tipo BR messo in forte competizione con sistemi esteri mercato-centrici può essere sottoposto a forti tensioni dato che la formazione dei prezzi di mercato può creare fastidi a un sistema che non sia in grado di esplicitare il rapporto prezzo/benefici di una relazione basata sugli impegni. Le strategie di sopravvivenza del tipo BR possono essere l'arroccamento, e quindi di fatto una ridotta apertura del suo mercato alla concorrenza estera, e la generalizzazione delle sue specificità, che comporta l'esercizio di un certo controllo sui mercati esteri unitamente a una più diffusa internalizzazione degli scambi da parte delle imprese finanziarie che operano su quei mercati. Problemi minori sono posti dalla concorrenza internazionale ai sistemi mercato-centrici basati sulle BA e sulle BC, data la difficoltà per le BR di ricreare all'estero quell'insieme complesso di condizioni necessarie allo sviluppo delle relazioni di clientela.

D'altro canto, tanto più l'apertura e la concorrenza spostano sui sistemi mercato-centrici attività finanziarie di altri sistemi nazionali, ovvero globalizzano ciascun mercato, tanto maggiori risultano i problemi posti alle banche centrali nazionali di questi sistemi. Le turbolenze generali o anche solo extra-nazionali dovrebbero infatti riflettersi in politiche monetarie e in interventi di ultima istanza attenti a questi mercati globalizzati più che ai sistemi reali nazionali, pena la generazione di crisi da incoerenza tra struttura e controllo. La globalizzazione riduce pertanto quei gradi di libertà necessari ai sistemi mercato-centrici per l'uso interno della politica monetaria, comprensiva della leva del cambio, col risultato di creare una relazione inversa tra stabilità reale e stabilità del mercato finanziario. Non tanto l'uniformità nella logica della regolamentazione quanto la concorrenza tra sistemi e la globalizzazione possono essere in grado di produrre problemi generali e locali di incoerenza e instabilità.

## 6. Conclusioni

A parte i risultati specifici ottenuti, sicuramente opinabili, la precedente analisi costituisce principalmente una proposta di metodo. Occorre guardare alla coerenza del sistema finanziario nel suo complesso e non ai meriti relativi di suoi singoli componenti. L'errore più grave sarebbe di voler costruire un sistema semplicemente sommando singoli "pezzi forti" derivati da differenti sistemi coerenti; il risultato sarebbe necessariamente un mix di incoerenza, instabilità e inefficienza. Il tema è di rilievo non solo per i sistemi economici in transizione (PVS e Europa centro-orientale), ma anche per i sistemi finanziari in transizione, quelli dell'area OECD, soggetti da anni a una riprogettazione a volte cauta (USA),<sup>21</sup> a volte più spregiudicata (alcuni paesi

<sup>21</sup> Lo schema statunitense appare al momento assai guardingo. Non solo la specializzazione derivante dal Glass-Steagall Act è ben lungi dall'essere smantellata, ma anche l'evoluzione più recente dell'assicurazione pubblica dei depositi sembra andare in una direzione assai diversa da quella europea. L'assicurazione depositi, trasformata in seguito a riforma in un'assicurazione con premi correlati al rischio, a motivo dei problemi di azzardo morale collegati al sistema precedente, ha affidato all'agenzia pubblica di assicurazione il rating bancario. Forzando tramite l'effetto del rating sui premi una crescente costosità dell'assunzione dei rischi effettivamente assunti, questo sistema appare assai più efficace di quello europeo nel riequilibrio del controllo sui rischi. Inoltre, la vigilanza pubblica sul sistema bancario ne viene potenzialmente rafforzata, potendo arrivare a costituire essa stessa il riferimento di rating per il mercato, e non viceversa, a causa della superiore disponibilità di informazioni.

europei). La concorrenza internazionale e la globalizzazione ripropongono comunque a livello generale problemi di incoerenza e di instabilità.

L'analisi svolta ha ovviamente riflessi per un sistema finanziario in transizione come quello italiano, che è inoltre attraversato da un acceso dibattito sulla struttura proprietaria delle banche.

Ci si è volutamente astenuti fin qui dall'affrontare il problema della proprietà pubblica nel settore bancario. In via molto generale il tema è assai semplice: se si è in presenza di un forte fallimento della SG di mercato, si apre uno spazio per la presenza pubblica ove questa possa produrre fallimenti di minore entità. Il confronto tra il fallimento del mercato e quello dell'intervento pubblico non è però semplice. Se tenuto a un alto livello di astrazione incorpora fatalmente elementi ideologici; a minori livelli di astrazione necessita dell'incorporazione di elementi filtrati da realtà specifiche, non meno opinabili. Non è forse per caso che si tende in genere, senza una piena coerenza, a irrobustire la regolamentazione al punto da rendere meno cruciale il problema dei fallimenti della SG e, non teorizzandola ma nei fatti, a utilizzare la proprietà pubblica come un passivo salvatore di ultima istanza.

Il tema della proprietà pubblica dell'intero sistema bancario non si pone ovviamente all'interno di un sistema capitalistico. Si possono però porre due distinte questioni: una generalizzata partecipazione pubblica al capitale bancario come "azionista prudenziale"; la proprietà pubblica di un pezzo del sistema bancario. La prima è una soluzione forse mai sperimentata; la seconda è un dato di fatto, a volte rilevante, della maggior parte dei sistemi europei.

La soluzione dell'azionista prudenziale, come soluzione stabile, dovrebbe comportare la presenza pubblica nel capitale bancario per quote non di controllo, ma appena sufficienti a porlo in grado di esercitare un'azione di monitoraggio continuo sul sistema. Data la potenziale superiorità informativa della vigilanza pubblica sul sistema bancario, tale soluzione ha senso solo in assenza di essa o se si reputi necessario creare due agenzie autonome e con fini distinti (ad esempio per ricreare la diarchia tra azionista e creditore) per diminuire pericoli di cattura del regolamentatore da parte dei regolamentati o da parte di gruppi di potere, pubblici e privati. Essendo tale soluzione una dichiarazione di sfiducia verso la vigilanza e dati i numerosi conflitti di agenzia cui può dar luogo, tralasciamo di entrare nei suoi dettagli.

Anche per la proprietà pubblica di una quota del settore bancario sembra valere quanto sopra, cioè l'assenza di criteri generali a suo supporto. Essa pone in più il problema di livellare il campo da gioco, per pubblico e privato, con riguardo al costo del capitale. Se però per proprietà pubblica si intende non il governo centrale, ma le amministrazioni locali (ed è questo il caso classico in Germania e Svizzera e quello che si prospetta in Italia con le fondazioni bancarie), il tema può avere valenza distinta. Per il caso italiano, caratterizzato da un assai debole mercato dei capitali, le fondazioni potrebbero rappresentare un azionista che, legato all'erogazione continuativa di servizi allo specifico territorio che esprime la rappresentanza politica fonte delle nomine dei loro gestori, ha tutte le caratteristiche del *rentier* tipo "vedove e orfani", cioè di chi deve vivere su una rendita finanziaria ed è quindi interessato all'efficienza e scarsamente propenso all'assunzione di rischi eccessivi. In quest'ottica, e tenendo presente la necessità di non sfavorire le banche private sul costo del capitale, le fondazioni potrebbero esprimere un azionariato di riferimento e non necessariamente di controllo. D'altro lato, se la soluzione con fondazioni può far sorgere dubbi a causa di un contatto troppo stretto tra politica (seppur locale) e banca, un mercato dei capitali inefficiente può condurre a un rapporto troppo stretto tra imprese non finanziarie e banche.

Queste sommarie considerazioni mostrano che i problemi importanti del sistema finanziario italiano, dopo le esperienze delle privatizzazioni bancarie eseguite e di quelle in corso, sono da ricercarsi dal lato della proprietà in quanto il mercato dei capitali continui a essere catturato da stabili minoranze di maggioranza (Siglienti 1996).

Nell'ottica dei sistemi delineati nei paragrafi precedenti, il sistema finanziario italiano sembra aver particolarmente sofferto del non essere un modello coerente. Esso potrebbe essere descritto dal sistema con BA ma con un mercato dei capitali praticamente assente; oltre che incoerente, esso appare costituire una soluzione perversa per il ruolo sproporzionato esercitato dalle banche. Il tema della sua ricostruzione nei dibattiti in corso non sembra sempre seguire un percorso di coerenza. Da un lato si propone di seguire l'esempio tedesco delle banche universali, spingendo alcune banche a imparare e a insegnare un mestiere che non conoscono, con i risultanti pericoli per banche non proprio già floride; dall'altro lato si vuole, in piena incoerenza, sottomettere le stesse al controllo di un mercato sostanzialmente inesistente; da un altro ancora, e sulla stessa linea, si vuole

potenziare il mercato dei capitali non solo tramite le privatizzazioni bancarie (atto assai temerario riguardando un settore così delicato e non in piena salute), ma anche vaticinando la creazione di nuovi forti e indipendenti soggetti di mercato (fondi pensioni, e così via). Sarà interessante vedere come in questo turbinio di "buono più buono fa ottimo" sarà di fatto selezionato il sistema risultante, lamentando che affidarlo alla dura selezione dei fatti non appare una soluzione che massimizzi il benessere *ex post*.

Torniamo, per concludere, a una delle domande di apertura, sulla relazione funzionale tra sistema finanziario e sistema reale. E nel farlo ricorriamo a un esempio del tutto ipotetico di un paese in cui una massiccia e affrettata dismissione della presenza pubblica nelle banche non possa avere come risultato altro che il loro inglobamento nel potere dei maggiori gruppi finanziari di origine industriale di auto-organizzarsi un controllo esterno a un mercato praticamente inesistente. Questo è anche un paese nel quale i maggiori gruppi in parola vanno sostanzialmente al rimorchio dell'economia, che è dinamicamente sospinta da un complesso molto meno omogeneo di piccole e medie imprese cui può mancare il coordinamento e la sofisticazione per ritagliarsi una propria rilevante fetta di sistema bancario. Il risultato in termini di allocazione delle risorse finanziarie è abbastanza evidente. Eppure, questa strategia potrebbe avere le sue giustificazioni. Se le banche di cui si tratta sono di tipo BA, senza rapporti di clientela e senza impegni, e questo sistema finanziario nazionale viene inglobato in una più vasta area dove viene fatto valere un rapporto di *arm's length* tra politica monetaria e sistema bancario, le imprese industriali possono riacquistare una qualche forma di impegno a loro favore solo se riescono a esprimere un controllo, pur con una discrezione da *moral suasion*, sul sistema bancario.

#### BIBLIOGRAFIA

- AGHION P. e P. BOLTON (1989), "The financial structure of the firm and the problem of control", *European Economic Review*, no. 33, pp. 286-93.
- ALLEN F. (1993), "Stock markets and resource allocation", in C. Mayer e X. Vives eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 81-108.
- R. AVERY, T. BELTON e M. GOLDBERG (1988), "Market discipline in regulating bank risk: new evidence from the capital market", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 20, no. 4, November, pp. 597-610.

- G. BONAIUTI e M. TONVERONACHI (1996), "L'arte della regolamentazione finanziaria tra teoria e realtà", in C. Gnesutta, a cura di, *Incertezza, moneta, aspettative, equilibrio. Saggi per Fausto Vicarelli*, il Mulino, Bologna.
- CABLE J. (1985), "Capital market information and industrial performance: the role of West German banks", *Economic Journal*, no. 95, pp. 118-32.
- DEMSEY H. (1993), "Financial regulation and the competitiveness of the large U.S. corporation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March-April, pp. 61-70.
- M. DEWATRIPONT e J. TIROLE (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- FRANKS J. e C. MAYER (1992), "Corporate control: a synthesis of the international evidence", unpublished *working paper*, London Business School.
- GARTEN H. (1986), "Banking on the market: relying on depositors to control bank risks", *Yale Journal on Regulation*, vol. 4, no. 1, Fall, pp. 129-72.
- GARTEN H. (1988), "Still banking on the market: a comment on the failure of the market discipline", *Yale Journal on Regulation*, vol. 5, no. 1, Winter, pp. 241-51.
- GOODHART, C. (1994), *Moneta, informazione e incertezza*, il Mulino, Bologna.
- HART O. (1995), "Corporate governance: some theory and implications", *Economic Journal*, vol. 105, May, pp. 678-89.
- HELLWIG M. (1989), "Asymmetric information, financial markets, and financial institutions. Where are we currently going?", *European Economic Review*, no. 33, pp. 277-85.
- HELLWIG M. (1991), "Banking, financial intermediation and corporate finance", in A. Giovannini e C. Mayer eds, *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- JENSEN M. e W. MECKLING (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, no. 3, pp. 305-60.
- MACEY J. e E. GARRETT (1988), "Market discipline by depositors: a summary of the theoretical and empirical arguments", *Yale Journal on Regulation*, vol. 5, no. 1, Winter, pp. 215-39.
- MAYER C. (1988), "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, no. 32, pp. 1167-88.
- MEERSCHWAM D. (1991), *Breaking Financial Boundaries: Global Capital, National Deregulation and Financial Services Firms*, Harvard Business School Press, Cambridge, Mass.
- MONTANARO E., C. SCALA e M. TONVERONACHI (1996), "Prudential regulation and the convergence of the European banking sectors: myth and reality", lavoro presentato al convegno "Europe in Transition", Università di Siena e Università di Tilburg, Siena 27 ottobre-3 novembre, di prossima pubblicazione negli atti del convegno.
- NEVEN D. (1993), "Structural adjustment in European retail banking: some views from industrial organization", in J. Dermine ed., *European Banking in the 1990s*, 2nd ed. Blackwell, Oxford, pp. 163-88.

- PROWSE S. (1994), "Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany", *BIS Economic Papers*, no. 41, July.
- PROWSE S. (1995), "Alternative methods of corporate control in commercial banks", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, third quarter, pp. 24-36.
- RAJAN R. (1992), "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt", *Journal of Finance*, XLVII, no. 4, September, pp. 1367-400.
- SAUNDERS A., E. STROCK e N. TRAVLOS (1990), "Ownership structure, deregulation, and bank risk taking", *Journal of Finance*, vol. XLV, no. 2, June, pp. 643-54.
- SIGLIENI S. (1996), *Una privatizzazione molto privata. Stato, mercato e gruppi industriali: il caso Comit*, Mondadori, Milano.
- STIGLITZ J. (1985), "Credit markets and the control of capital", *Money, Credit and Banking*, vol. 17, no. 2, May, pp. 133-52.
- TIROLE J. (1994), "On banking and intermediation", *European Economic Review*, no. 38, pp. 469-87.