

Università di Genova
DISEFIN - Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie
16124 Genova - Largo Zecca 8/14 - Fax +39 010 209 5223



Ricerca promossa dalla
Associazione Nazionale fra le Banche Popolari:
«Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana»

FONDAMENTI TEORICI DELLA
***CORPORATE GOVERNANCE* e**
COMPORTAMENTO DELLE BANCHE POPOLARI

Giovanni B. Pittaluga, Pierluigi Morelli e Elena Seghezza

Working Paper n. 2/2005
Gennaio 2005

**Ricerca promossa dalla
Associazione Nazionale fra le Banche Popolari:
«Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana»**

**Fondamenti teorici della *Corporate governance*
e comportamento delle Banche Popolari¹**

di

Giovanni B. Pittaluga*, Pierluigi Morelli** e Elena Seghezza***

¹ Studio svolto nell'ambito del gruppo di ricerca su "Le Banche Popolari nel localismo dell'economia italiana" costituito presso l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari nell'autunno del 2002. Le idee esposte nel presente lavoro riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, che rimangono gli unici responsabili di eventuali errori o imprecisioni.

* Università di Genova.

** Centro Europa Ricerche.

*** Università di Genova.

Abstract

According to the prevailing literature, Banche Popolari's peculiarity can be traced back to the benefits they enjoy being closer to their clients and dealing with peer monitoring procedures. With reference to the first aspect, it is suggested that, as Banche Popolari are local banks, they could better solve the asymmetric information problem rising between lenders and borrowers: they would actually be able to get information that would not be available for bigger banks. Nevertheless, according to this view, Banche Popolari would be no longer differentiable from other local banks as stock companies. When State failures are frequent and there is a high grade of institutional poverty, peer monitoring procedures, that is the possibility for the group or the community to control directly the bank, can be used as an effective tool that encourages borrowers to observe a virtuous behaviour, in order to reduce credit risk and, consequently, credit rationing. It should be noticed that those justifying Banche Popolari's origin with the effectiveness of peer monitoring procedures, are also induced to think that the reasons for those banks to exist would disappear as the State and institutions become stronger. Nevertheless, Banche Popolari are different from other local banks because of their governance and in particular because of the principle "one head-one vote". If this principle is involved, particular solutions can be traced for the relationship between shareholders and managers, as that between majority and minority shareholders. With special regard to banks as stock companies, the main tool to control managers is the "takeover threat". Under these circumstances, managers, in order to prevent a possible takeover, can fall into "shortermism", denying long term loans for investments with delayed returns. Conversely, shortermism risks are mitigated in Banche Popolari, where the principle "one head-one vote" makes takeovers unlikely to happen, granting thus stability to management. It becomes increasingly difficult to control managers if they are not threatened by takeovers. That is why in Banche Popolari a variety of alternative tools are disposed to control managers. One the one hand, it can be noticed that, in Banche Popolari, members of Board of Directors are often leading figures of local production, with direct knowledge about their clients merit credit: this allow them to better control managers' behaviour. On the other hand, the dividends stabilization policy that Banche Popolari pursue is itself a tool by which shareholders can control managers. Thanks to this policy, managers are bound to achieve a level of income at least sufficient to make them able to pay a constant dividend in time. Empirical evidence support the view that as Banche Popolari increase their size over a given value, they show higher gains and higher levels of efficiency than other components of the system can achieve. In stock companies serious imbalances between control power and cash-flow power can occur. These imbalances can be even larger if holdings present a pyramidal structure, to become absolutely huge in companies where institutions fail to adequately safeguard minority rights. In this work we suggest that, in systems based on civil law rather than on common law, cooperative company structure (and the related principle "one head- one vote) is able to safeguard minority rights. According to this view, Banche Popolari could allow shareholding to develop even in those sectors where depositors' rights are not adequately safeguarded.

Introduzione*

In questo lavoro si intende capire se la particolare *corporate governance* delle Banche Popolari abbia implicazioni sul ruolo che queste banche svolgono nel sistema bancario.

Una parte della letteratura ricomprende la specificità delle Banche Po-

* Sebbene il lavoro sia frutto di una ricerca comune a G.B. Pittaluga sono da attribuire i parr. 1, 5, 6 e 7 ; a P. Morelli i parr. 3 e 4 e le Appendici, a E. Seghezza il par. 2.

polari nell'ambito più vasto delle banche locali: la prossimità della clientela consentirebbe alle banche che operano in un'area territoriale circoscritta di godere di vantaggi informativi.

Tali vantaggi sarebbero riconducibili al fatto che i funzionari delle banche locali possono tener conto, nella valutazione del merito di credito di piccole imprese, di un'ampia gamma di fattori quali le caratteristiche personali del prestatore di fondi e quelle dei mercati locali.

Per contro, i funzionari di grandi banche nella valutazione di clientela locale tendono ad avvalersi di strumenti impersonali, come le tecniche di *scoring*².

Tuttavia, se le Banche Popolari non fossero distinguibili dalle altre banche locali, la loro specificità non avrebbe nulla a che vedere con la loro particolare *corporate governance*. A quest'ultima viene, invece, attribuito un ruolo cruciale nella letteratura che riconduce l'origine e l'esistenza delle banche cooperative, e quindi anche delle Banche Popolari, alla possibilità di queste di sfruttare forme di *peer monitoring*. Peraltro, poiché il *peer monitoring* assume importanza cruciale laddove lo Stato è debole e non è in grado di garantire pienamente i diritti di proprietà, come accade, ad esempio, nei Paesi in via di sviluppo, la *corporate governance* delle Banche Popolari sarebbe legata ad un particolare contesto storico. Allorché in un'economia si afferma la *rule of law*, non vi sarebbe più ragione per avere una struttura societaria basata sul principio di "una testa - un voto".

Gli aspetti appena menzionati sono illustrati nel paragrafo 1. In questo stesso paragrafo si mostra, tuttavia, che la perdurante validità della *corporate governance* delle Banche Popolari non può essere ridotta alla sola possibilità di sfruttare il *peer monitoring*.

Essa ha a che fare, in primo luogo, con il fatto che il principio "una testa - un voto" influisce sul comportamento dei *manager* e rende più facile che nelle Banche basate sul principio di "un'azione-un voto" (in particolare le società per azioni) il perseguimento di relazioni di lungo periodo con la clientela.

Questa tesi è illustrata con il ricorso ad un modello analitico nel paragrafo 2.

In tale modello si perviene alla conclusione che le banche in forma cooperativa diversamente dalle banche Spa non sono esposte al rischio di

² Cfr. Cole et al. (1999) e Berger et al. (2002).

comportamenti *shortermist* da parte dei *manager*. Questi ultimi, nelle banche cooperative, essendo meno esposti alla minaccia di *take-over*, godrebbero di una posizione più stabile e di un più lungo orizzonte temporale nelle decisioni rispetto a quanto accade nelle società per azioni.

Alcune analisi empiriche condotte nel paragrafo 3 danno conferma della maggiore stabilità nella carica dei *manager* delle Banche Popolari rispetto a quelli delle banche restanti: tale maggiore stabilità favorisce, evidentemente, relazioni di lungo termine con la clientela. Tuttavia, i più bassi livelli di *turnover* dei *manager* e la più bassa minaccia di *takeover* cui sono soggette le Banche Popolari, potrebbe riflettersi negativamente sul grado di efficienza interna di queste banche.

Il paragrafo 4 è dedicato principalmente ad una verifica empirica di questo aspetto: in particolare, si procede ad un'analisi comparata dell'efficienza nel nostro Paese delle Banche Popolari e delle Banche Spa.

Nello stesso paragrafo si prende in esame l'esistenza di meccanismi di controllo e di incentivo dei *manager* delle Banche Popolari diversi da quelli legati ai *takeover*. Tra questi meccanismi un ruolo importante riveste il perseguimento della stabilità dei dividendi: l'impegno a erogare un ammontare predeterminato di utili incentiva i *manager* a conseguire un profitto minimo.

La stabilizzazione dei dividendi costituisce non solo una forma di incentivo dei *manager* a perseguire una gestione efficiente, ma anche un indizio del fatto che nelle Banche Popolari sono tutelati i diritti di *cash flow* degli azionisti, in particolare di piccoli azionisti che nelle società per azioni sono spesso azionisti di minoranza. Contesti istituzionali in cui la legge e la giustizia non tutelano adeguatamente questo tipo di azionariato sembrano favorire l'affermarsi e la diffusione di imprese a conduzione familiare: vi sono, cioè, ostacoli a che le società per azioni assumano la forma di *public company*.

Nel paragrafo 5 si mostra come il voto testatico su cui è basata la *corporate governance* delle Banche popolari costituisca una forma di protezione dei piccoli azionisti, esposti per contro nelle società per azioni a forme di *tunneling*.

Laddove si determini, per una qualche ragione, un pronunciato squilibrio tra diritti di *cash flow* e diritti di controllo di un determinato gruppo di azionisti sorgono forti spinte alla conversione delle banche cooperati-

ve, e in particolare delle Banche Popolari, in società per azioni.

All'approfondimento di questo aspetto è dedicato il paragrafo 6.

Nel nostro Paese l'esistenza e l'espansione delle Banche Popolari ha avuto inevitabili implicazioni di natura macroeconomica. Come evidenziato nel paragrafo 7, tali implicazioni sono legate ai riflessi della diffusione di questo tipo di banche sulla struttura finanziaria e bancaria dell'economia italiana. Peraltro, l'articolazione di tale struttura si è ripercossa inevitabilmente sul tasso di crescita dell'*output* e sul modello di sviluppo.

Nelle Conclusioni, infine, si cerca di collegare le considerazioni svolte nei paragrafi precedenti e di dare alcune indicazioni di *policy*.

1. Banche popolari, *peer monitoring* e relazioni di clientela

Come noto il credito cooperativo cominciò a svilupparsi nel nostro Paese a partire dalla seconda metà dell'800, ispirandosi a due diversi modelli: le Casse Rurali e Artigiane, che seguivano il modello delle Raiffeisen tedesche, e le Banche Popolari, che altro non erano se non una riproposizione delle "unioni di credito" dello Schulze-Delitzsch.

Le prime miravano a creare un mercato del credito presso le comunità rurali dove l'accesso ai prestiti era difficile, se non proibitivo, e dove, quindi, spesso si evidenziavano comportamenti usurari.

Le Banche Popolari si diffusero prevalentemente nelle zone urbane, con l'obiettivo di favorire l'accesso al credito degli strati popolari e artigiani della città.

All'origine delle Banche Popolari sta, dunque, un profondo dibattito tra due diverse concezioni del credito. Da un lato, stavano quanti consideravano il credito come un sussidio agli indigenti e, quindi, consideravano la restituzione dei fondi ricevuti un fatto secondario. Dall'altro lato, stavano coloro che consideravano il credito finalizzato a fini produttivi e, in questo contesto, ritenevano esistesse uno stretto nesso tra credito e risparmio.

L'intento dei sostenitori e dei fondatori di queste banche era di andare oltre l'esperienza dei Monti di Pietà e delle Casse di Risparmio. L'accesso al credito, infatti, non doveva assumere "... la natura propria di una sovvenzione, che uomini premuti dal bisogno ricevono dai loro più

agiati concittadini ...”³, ma doveva rappresentare uno strumento di auto-affermazione e di miglioramento della propria condizione professionale⁴.

E' indubbio che, come le “unioni di credito” tedesche, le Banche Popolari abbiano rappresentato, come evidenziato da Hansmann (1986), una risposta ad una situazione di fallimento del mercato.

Tuttavia, tra i due tipi di banche cooperative si rilevano significative differenze.

La prima di queste consiste nel tipo di responsabilità dei soci, illimitata nel caso delle unioni di credito tedesche e limitata nel caso delle Banche Popolari.

Scriva Luzzatti (1952): “La responsabilità illimitata avrebbe allontanato dalla banca tutte quelle persone facoltose che, impaurite dall'obbligo di pagare per conto di soci meno agiati, ove l'impresa fallisse, avrebbero rischiato, senza alcun loro vantaggio, di esporsi a sì grave iattura.”. L'insistenza con cui Luzzatti sosteneva l'opportunità della responsabilità limitata dei soci derivava principalmente dalla sua convinzione che in questo modo era più facile allargare la base patrimoniale delle Banche Popolari.

Con il principio della responsabilità limitata risulta allentato il coinvolgimento di ogni socio nell'esito dei prestiti erogati.

Una seconda rilevante differenza tra Banche Popolari e unioni di credito tedesche è rappresentata dal fatto che, mentre il valore delle azioni delle prime riflette il valore dell'impresa, il valore delle azioni delle seconde è fisso nel tempo al suo livello di emissione.

Per questa ragione le azioni delle Banche Popolari sotto il profilo giuridico sono del tutto simili a quelle delle Società per azioni.

Ciò fa sì che esse rappresentino un'alternativa di investimento per chi voglia investire i propri risparmi in partecipazioni azionarie.

Il principio della responsabilità limitata e le caratteristiche delle azioni delle Banche Popolari rendono più agevole per queste banche che per altre banche cooperative una crescita dimensionale.

Peraltro, questo stesso fatto rende meno probabile la sostanziale coincidenza di soci e clienti propria di molte banche in forma cooperativa anche molto tempo dopo la loro costituzione.

³ Cfr. Schulze – Delitzsch (1871).

⁴ Per una approfondita resocontazione del dibattito, intervenuto negli anni '60 e '70 del secolo scorso nel nostro Paese, sul ruolo del risparmio e del credito cfr. Polsi (1993).

Nelle Banche Popolari l'ampia presenza di clienti non-soci finisce per allentare le finalità mutualistiche anche se queste ultime, sia pure attenuate, persistono nel tempo.

Al di là delle differenze, il contesto in cui Casse Rurali e Artigiane e Banche Popolari si svilupparono presentavano numerose caratteristiche comuni, *in primis*: i. il mercato del credito era molto segmentato; ii. prevalevano forme di erogazione del credito basate su accordi verbali piuttosto che scritti; iii. data l'impossibilità dei debitori di offrire garanzie collaterali i tassi di interesse sui prestiti erano molto più elevati di quelli medi praticati dalle banche; iv. erano diffuse forme di razionamento del credito e, conseguentemente, pratiche di usura.

Le caratteristiche appena descritte del contesto in cui si svilupparono CRA e BP evidenziano l'esistenza di problemi di *adverse selection*, *moral hazard* e *enforcement*. Tali problemi possono essere chiariti a livello teorico enfatizzando alternativamente i rischi di insolvenza volontari o involontari, evidenziando le diverse forme di incentivo del prenditore di fondi.

I problemi di *enforcement* hanno a che fare prevalentemente con i casi di insolvenza volontari. In contesti in cui i diritti di proprietà non siano adeguatamente tutelati, il ripagamento dei prestiti può essere indotto attraverso meccanismi basati su forme di sanzione sociale.

Nell'ambito di queste ultime possono individuarsi due diverse modalità: il *peer monitoring* (Stiglitz, 1990; Varian, 1990) e l'*interazione di lungo periodo* (Banerjee et al., 1994).

Il *peer monitoring* consiste nel controllo esercitato su un membro del gruppo dagli altri membri dello stesso gruppo.

Varian e Banerjee et al. Individuano numerosi tipi di incentivazione di gruppo, tra cui la responsabilità degli altri soci a fronte di perdite sul credito erogato, l'obbligo che un prestito sia finanziato in parte da altri soci, erogazione dei prestiti in forma sequenziale per cui il finanziamento degli altri membri dipende dalla restituzione del prestito da parte dei membri finanziati precedentemente.

Nelle Raiffeisen e Casse Rurali alcune delle forme di *peer monitoring* appena descritte trovano espressione nella responsabilità illimitata dei soci e nell'assenza di dividendi. Per contro, nelle Banche Schulze-Delitzsch e nelle Banche Popolari, data la responsabilità limitata, sono da sempre assenti forme stringenti di *peer monitoring*.

L'interazione di lungo periodo può rivestire, invece, un significato importante per le Banche Popolari.

Infatti, nel caso di queste banche, il desiderio di mantenere stretti legami sociali con una determinata comunità (in primo luogo, una comunità economico-sociale) induce i prenditori di fondi a accrescere i propri sforzi per rispettare gli impegni assunti. I legami con la comunità economico-sociale hanno grande importanza per il prenditore di fondi poiché essi gli consentono di avere ancora credito nel futuro e gli procurano contatti (con clienti, fornitori, ecc...) utili allo sviluppo della sua attività. I problemi connessi al rischio di insolvenza involontari sono stati evidenziati dalla gran parte della teoria di *adverse selection* dei mercati creditizi, che ha preso le mosse dal fondamentale contributo di Stiglitz e Weiss del 1981.

Come noto, in questo contributo si pongono due ipotesi di base, vale a dire che i datori di fondi non possono distinguere tra prenditori di fondi con diverso grado di rischio e che la responsabilità dei debitori è limitata (vale a dire, se il rendimento dell'investimento è inferiore al servizio del debito, il prenditore non ha alcuna ulteriore responsabilità di pagamento).

L'analisi di Stiglitz e Weiss è limitata al caso di insolvenza *involontaria*, si pone cioè l'ipotesi che i prenditori di fondi ripaghino il debito solo se ne hanno i mezzi.

Dato che datori e prenditori di fondi sono neutrali rispetto al rischio, il fatto che la responsabilità dei prenditori di fondi sia limitata fa sì che mentre i datori di fondi sono avversi al rischio, i prenditori di fondi risultano propensi al rischio. Infatti, i ricavi dell'investimento superiori al costo del debito spettano al prenditore di fondi, mentre il datore di fondi sopporta il rischio del mancato pagamento di debito e interessi da parte del prenditore di fondi.

Nel contesto appena delineato un aumento dei tassi di interesse ha effetti di *adverse selection*. Infatti, dal momento che i prenditori di fondi a basso rischio non hanno più convenienza a domandare prestiti, ovvero possono avere convenienza solo se intraprendono investimenti più rischiosi, ad un incremento dei tassi di interesse corrisponde un aumento della rischiosità del portafoglio prestiti: poiché il rendimento atteso del credito è funzione non monotonicamente crescente del tasso di interesse praticato, la banca può avere convenienza a ricorrere a forme di razionamento.

L'approccio di Stiglitz e Weiss è basato sull'ipotesi di una imperfetta distribuzione delle informazioni.

In comunità rurali normalmente si dispone di ampie informazioni sulle caratteristiche dei potenziali prenditori di fondi, quali l'abilità professionale, l'atteggiamento verso il rischio, il grado di onestà, le caratteristiche del terreno posseduto, ecc. : dunque, i problemi derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative risultano attenuati. Di questa situazione di favore tendono a beneficiare soprattutto le Casse Rurali.

Per contro le Banche Popolari, avendo a riferimento un contesto urbano dove le relazioni e le conoscenze interpersonali sono rarefatte, fin dalle loro origini hanno dovuto far fronte a problemi di asimmetrie informative. Questi problemi tendono a essere risolti dalle Banche Popolari attraverso due canali: facendo riferimento a forme di "interazione di lungo periodo" e instaurando con la clientela relazioni di lungo termine.

Il primo dei canali accennati consente di sfruttare il bagaglio di conoscenze che derivano a un operatore dall'intrattenere relazioni con altri operatori che esercitano attività economiche simili o complementari. Di qui l'importanza che riveste la struttura per professioni dei consigli di amministrazione delle Banche Popolari. Non è certo un caso che di essi facciano parte figure eminenti delle professioni presenti in una data comunità locale.

Il secondo dei canali che consentono alle Banche Popolari di attenuare il problema dell'esistenza di una imperfetta distribuzione delle informazioni è rappresentato dalla capacità di queste banche di instaurare più facilmente di altre categorie di banche relazioni di clientela, vale a dire di un rapporto tra banca e cliente che va oltre l'esecuzione di semplici e anonime transazioni finanziarie.

E' utile analizzare quali vantaggi delle relazioni di clientela le Banche Popolari tendono a esaltare.

I benefici delle relazioni di clientela possono includere l'acquisizione e il trasferimento di informazioni, l'impegno a mantenere le linee di credito anche in periodi critici per il debitore, l'offerta di servizi a prezzi diversi dai costi.

L'importanza delle relazioni di clientela dipende in primo luogo dalla durata del rapporto tra banca e prenditore di fondi. Come scrive Rajan (1997): "...relationships may evolve in situations where explicit contracts are inadequate, but a long term interaction between two parties is mu-

tually beneficial ...”.

In un seminale articolo Fama (1985) ha mostrato che una banca acquisisce un significativo ammontare di informazioni non solo quando inizialmente valuta il merito di credito di un cliente, ma anche quando esercita il *monitoring* sul comportamento del *management* dell'impresa finanziata. Fama insiste sul fatto che le relazioni di clientela influiscono sulla capacità dell'impresa di raccogliere fondi sia dalle banche che dal mercato. Il ragionamento su cui si basa questa conclusione è di fatto il seguente.

I prestiti bancari sono finanziamenti a breve termine. Ogni volta che la banca rinnova il credito all'impresa accredita pubblicamente quest'ultima della capacità di far fronte agli obblighi contrattuali e, quindi, di meritare il credito.

Come evidenziato da un'ormai ampia letteratura empirica⁵ l'annuncio dell'accensione e del rinnovo di una linea di credito riduce il costo per l'impresa di finanziarsi sul mercato.

Tuttavia, le relazioni di clientela facilitano l'accesso ai fondi aggiuntivi anche per quelle imprese che non hanno convenienza a finanziarsi sul mercato. Infatti, esse accrescono la flessibilità del contratto di credito e riducono i problemi di agenzia della banca.

Sfruttando le informazioni private acquisite attraverso i rapporti di clientela la banca può aumentare la flessibilità dei termini contrattuali *ex-ante*. Infatti, come evidenziato in Diamond (1989), l'esistenza di relazioni di lungo periodo consente di migliorare lo *screening* della clientela: in particolare, in un contesto di giochi ripetuti è possibile selezionare i clienti attraverso la reputazione di solvibilità che questi acquisiscono.

L'approccio appena menzionato, tuttavia, porta a ritenere che le banche svolgono una funzione informativa verso il mercato: a conclusione del processo di *screening*, infatti, i prenditori con i progetti meno rischiosi potranno finanziarsi direttamente presso i risparmiatori.

Non sembra questo il percorso seguito dalla clientela delle Banche Popolari.

Una diversa spiegazione delle relazioni di lungo periodo tra banca e cliente fa riferimento al fatto che tali relazioni consentono di superare i problemi derivanti dall'esistenza di contratti *incompleti*, che non contemplano cioè tutti gli stati di natura futuri possibili. In questo contesto dalle

⁵ Cfr. James (1987)

relazioni di lungo periodo possono derivare incentivi al rispetto delle clausole contrattuali e, quindi, un'influenza sull'orizzonte temporale delle scelte delle imprese: von Thadden (1990), ad esempio, ha mostrato che le relazioni tra banca e cliente consentono un allungamento della durata degli investimenti.

Grazie all'esistenza di relazioni di lungo periodo la banca può individuare le imprese di "buona" qualità e garantire il finanziamento del progetto anche nel secondo periodo.

Ad esempio, Boot e Thakor (1994) mostrano che una banca, allorché stipuli un contratto di prestito di lunga durata, tende a rivedere le condizioni contrattuali se il cliente ottempera gli obblighi contrattuali. La flessibilità delle condizioni del contratto di credito influisce sulle scelte reali delle imprese: von Thadden (1995) mostra che un contratto di debito che preveda un *monitoring* periodico e consenta alla banca di non rinnovare la linea di credito induce l'impresa a evitare forme miopi di investimento.

Le relazioni di clientela rendono possibile una revisione delle condizioni contrattuali non solo *ex-ante*, ma anche *ex-post*. Allorché un'impresa incontra difficoltà a soddisfare gli obblighi contrattuali, la banca può aggiustare le condizioni contrattuali del prestito a condizione che l'impresa intraprenda nella fase di crisi determinate iniziative. In questo modo le banche capaci di relazioni di clientela possono esercitare una forma di controllo sull'operato del *manager*⁶. Ovviamente la condizione appena menzionata non sarà imposta dalle banche se le cause di crisi dell'impresa sono esterne alla stessa, vale a dire se l'impresa soffre di un rischio sistemico⁷.

E' indubbio che le banche locali dispongono di maggiori informazioni su realtà geograficamente circoscritte di quanto ne possono disporre banche di grandi dimensioni che hanno come area di riferimento un ambito pluriregionale o nazionale: le banche locali, poiché reinvestono nell'area circoscritta in cui operano larga parte del risparmio raccolto, tendono più facilmente delle altre banche a instaurare relazioni di clientela.

Tuttavia, nelle Banche Popolari i vantaggi del localismo e del *peer monitoring* sono particolarmente esaltati e rafforzati dalla specificità della corporate governance di queste banche. All'esame di questo aspetto è dedicato il prossimo paragrafo.

⁶ Cfr. Rajan (1992) e Longhafer e Santos (1998).

⁷ Cfr. Hoshi et al. (1990) e Ferri et al. (2000).

2. Corporate governance e relazioni di clientela nelle banche

Come noto, l'approccio del principale-agente applicato alla *corporate governance* delle imprese insiste sui costi di agenzia che derivano dalla separazione tra gestione e proprietà: infatti, i *manager* sono tentati di perseguire i propri obiettivi che spesso mirano ad un accresciuto prestigio e ad una più elevata remunerazione⁸. Qualora il perseguimento di questi obiettivi vada a scapito della profittabilità, la diminuzione del prezzo delle azioni dell'impresa rende più probabile un *takeover* e la conseguente sostituzione del *management*. Laddove il mercato dei capitali funziona, la minaccia di *takeover* rappresenta il principale fattore di disciplina: essa, infatti, induce i *manager* a massimizzare i profitti e il prezzo delle azioni in modo da rendere meno probabili i *takeover*.

Le conclusioni della letteratura sui *takeovers* possono essere trasposte con qualche distinguo alle banche.

Nel caso di quest'ultimo tipo di imprese il ruolo di disciplina del mercato può essere molto più limitato che nel caso delle imprese non finanziarie⁹. L'esistenza di rilevanti restrizioni all'entrata limita il ruolo della concorrenza come meccanismo di disciplina dei *manager* bancari. E' vero che negli anni recenti in numerosi Paesi molte di queste restrizioni sono state rimosse o allentate. Restano, tuttavia, pesanti ostacoli all'esercizio di *takeovers*, principalmente da parte di investitori stranieri. Quanto appena esposto porta a ritenere che nel caso delle banche i meccanismi di controllo del mercato dell'*output* e del mercato dei capitali

⁸ Cfr. Marris (1964).

⁹ Vi sono altri aspetti per cui la letteratura sulla *corporate governance* relativa alle imprese non finanziarie non può essere trasferita *sic et simpliciter* alle banche. In primo luogo, va rilevato che l'esistenza di autorità regolamentari e di una rigorosa regolamentazione altera la natura dei problemi di agenzia che si riscontrano nelle banche. Ad esempio, è da ritenere che l'esistenza di restrizioni regolamentari attenui nell'industria bancaria i problemi di agenzia. Ciò perché le regolamentazioni finalizzate alla stabilità delle banche limitano il *range* di attività che può essere intrapreso dai manager. (Cfr. Ciancanelli e Gonzales (2000)). In secondo luogo, i depositanti, nella loro qualità di creditori, possono esercitare una forma di *monitoring* sulla gestione delle banche: la possibilità dei depositanti di convertire in circolante i depositi a vista rappresenta una forma di disciplina esterna per i manager bancari. Tuttavia, l'introduzione dell'assicurazione dei depositi tende a ridurre il ruolo dei depositi nel *monitoring* della gestione delle banche. In presenza di queste forme di assicurazione, infatti, i depositanti non hanno più incentivo a raccogliere informazioni sulle banche e non avendo più motivo di dar corso a corse agli sportelli, non esercitano alcuna forma di disciplina.

siano meno efficaci che nel caso delle imprese non finanziarie. Tale minor efficacia non dipende soltanto dall'esistenza di vincoli regolamentari tesi a preservare la stabilità del sistema bancario, ma anche dalla natura stessa del rapporto tra banca e prenditori di fondi.

Limitandoci a considerare il ruolo dei mercati dei capitali, va precisato che non in tutti i contesti la possibilità di *takeover* costituisce una forma efficace di controllo sull'operato dei *manager*. In determinate situazioni la minaccia di *takeover* può, anzi, indurre nei *manager* comportamenti miopi, viziati cioè da *shortermism*.

Può, dunque, accadere che i *manager* di una banca si comportino in modo miope anche nel contesto di un mercato azionario efficiente. Per mostrare come ciò possa verificarsi si ipotizzi, ad esempio, che il mercato azionario usi i dividendi per fare previsioni razionali del valore della banca, vale a dire si ipotizzi che dividendi più alti oggi siano correlati con dividendi più alti nel futuro. Tenendo conto di ciò, i *manager* tentano di ingannare il mercato gonfiando i dividendi correnti per aumentare il valore previsto della banca. In equilibrio il mercato è efficiente e non si fa sorprendere: gli investitori hanno aspettative razionali, anticipano correttamente l'inflazione dei dividendi e ne tengono conto nel fare le inferenze sul valore futuro della banca. Sulla base di questi presupposti si può concludere che *manager* preoccupati di mantenere elevato il valore corrente delle proprie azioni per prevenire *takeover*, tendano a investire in attività a breve termine, mentre *manager* non preoccupati del valore corrente delle proprie azioni investano in attività a lungo termine e privilegino l'instaurarsi di relazioni di lungo periodo con i prenditori di fondi.

Come noto, la minaccia di *takeover* costituisce un elemento di disciplina dei *manager*. Si potrebbe, dunque, ritenere che, laddove tale minaccia è debole, l'orizzonte temporale dei *manager* si allunga, ma l'efficienza dell'impresa (ovvero della banca) viene a soffrirne.

In realtà, i *takeover* rappresentano una tra le diverse forme di incentivo dei *manager* a una gestione efficiente della banca.

L'impegno a mantenere stabili nel tempo i dividendi (e, quindi, i profitti) può rappresentare una forma di incentivo alternativa ai *takeover*: a seguito di un impegno di questo tipo i *manager* sono costretti ad aumentare lo sforzo e a conseguire più elevati livelli di efficienza.

Quanto appena esposto può essere meglio illustrato ricorrendo ad un

modello formale¹⁰.

Si consideri una banca che opera per due periodi. In assenza di comportamenti *miopi* e di sforzo da parte dei *manager* il profitto della banca nel primo periodo è dato da:

$$(1) \quad e_1 = y_1 + u_1 \quad \text{dove } y \in (e_H, e_L) \quad \text{e } e_H > e_L$$

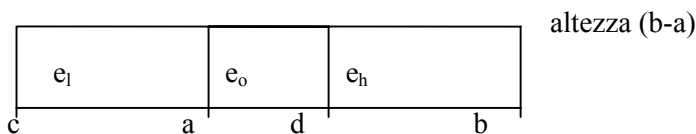
Come mostra la (1) i profitti sono composti da due parti. La prima parte, y , rappresenta il profitto *potenziale* della banca, e può assumere solo due valori e_H o e_L : se la banca è di *buona* qualità avrà un profitto *potenziale* pari a e_H , se è di *cattiva* qualità avrà un profitto *potenziale* pari a e_L . Si ipotizza, inoltre, che se nel primo periodo y è basso ($= e_L$), lo sia anche nel secondo (o se è alto lo rimanga anche nel secondo)¹¹. La seconda parte, u , rappresenta la componente transitoria; questa componente è indipendente di periodo in periodo ed è distribuita in modo uniforme con media pari a zero. Né y né u sono osservabili.

Sia la banca che il mercato non sanno se i profitti potenziali della banca sono alti o bassi, ossia se la banca è di tipo e_H o e_L , e danno una probabilità a priori del 50 per cento a entrambe le possibilità.

Alla fine del primo periodo i profitti della banca diventano pubblicamente noti. Il mercato utilizza questa informazione per aggiornare la probabilità che i profitti potenziali della banca siano di buona qualità e in base a ciò attribuisce un prezzo alle azioni della banca.

Per facilitare l'analisi si suppone che il *range* di profitti per una banca di buona qualità sia $[a, b]$, mentre per una banca di cattiva qualità sia $[c, d]$, con $d-c=b-a$, e $b>d>a>c$, ciò significa che i profitti del primo periodo non sempre rivelano il tipo di banca. La Figura 1 mostra graficamente la situazione.

Figura 1.



¹⁰ La struttura del modello è basata sullo schema proposto da Stein (1989) e dagli sviluppi di esso proposti da Nolan (1998).

¹¹ Cfr. Nolan (1998).

I profitti nel primo periodo possono essere:

- maggiori di d , in tal caso essi rilevano che il profitto potenziale della banca (che rimarrà tale anche nel secondo periodo), è alto;
- compresi tra a e d , in tal caso i profitti non rilevano il profitto potenziale della banca. Ciò perché un profitto compreso tra a e d può essere ottenuto sia da una banca di cattiva qualità (i profitti di una banca di cattiva qualità sono compresi tra c e d), sia da una banca di buona qualità (i profitti di una banca di buona qualità sono compresi tra a e b).
- minori di a , in tal caso essi rilevano che il profitto potenziale della banca è basso.

Il prezzo atteso ex-ante delle azioni della banca è, dunque¹²:

$$(2) E(P_1) = \frac{1}{2} \frac{b-d}{b-a} e_H + \frac{1}{2} \frac{d-a}{b-a} e_0 + \frac{1}{2} \frac{d-a}{b-a} e_0 + \frac{1}{2} \frac{a-c}{b-a} e_L = e_0$$

$$\text{dove } e_H = \frac{a+b}{2}, e_L = \frac{c+d}{2}, e_0 = \frac{e_H + e_L}{2} = \frac{a+b+c+d}{4}$$

Finora l'efficienza della banca è stata considerata esogena. Introduciamo adesso l'ipotesi che essa sia condizionata dal comportamento dei *manager*. Questi, accrescendo lo "sforzo", possono migliorare lo *screening* dei clienti della banca e pertanto ridurre la possibilità di ottenere bassi profitti¹³. In particolare, si suppone che lo sforzo dei *manager* (S) sposti la funzione di distribuzione dei profitti: se la banca è di cattiva

¹² Il primo termine dell'equazione (2) è il prodotto della probabilità che la banca sia di buona qualità ($1/2$) e abbia un profitto nel primo periodo superiore a d , $(b-d/b-a)$, e sia quindi riconoscibile come banca di buona qualità, per il profitto di una banca di buona qualità, e_H . Il secondo termine è il prodotto della probabilità che la banca sia di buona qualità ($1/2$) e abbia un profitto nel primo periodo compreso tra a e d $(d-a/b-a)$, e non sia quindi riconoscibile come banca di buona qualità, per il valor medio del profitto. Il terzo termine è il prodotto della probabilità che la banca sia di cattiva qualità e abbia un profitto nel primo periodo compreso tra a e d per il valor medio dei profitti. Il quarto termine è il prodotto della probabilità che la banca sia di cattiva qualità e abbia dei profitti nel primo periodo inferiori ad a , per il profitto di una banca di cattiva qualità.

¹³ Lo sforzo, S , non può essere superiore a $(d-a)/2$. Si è introdotta questa ipotesi perché si vuole che anche con sforzo e *shortermism* i profitti del primo periodo non siano indicatori certi della qualità della banca.

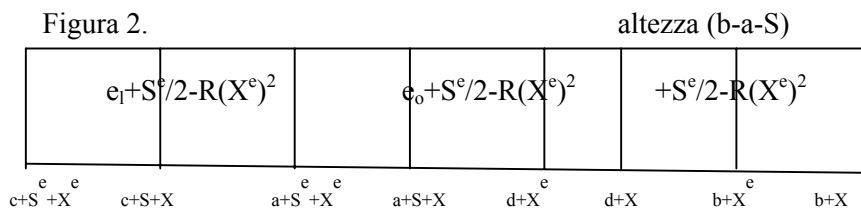
qualità, i profitti sono compresi tra $c+S$ e d ; se la banca è di buona qualità i profitti sono compresi tra $a+S$ e b ¹⁴.

Nel caso i *manager* effettuino lo sforzo, i profitti attesi aumentano in ogni periodo¹⁵ di $\frac{S}{2}$. Lo sforzo, S , non è visibile dal mercato. Tuttavia il mercato ha delle aspettative su di esso, e ne tiene conto nel fissare il prezzo delle azioni.

Supponiamo ora che i *manager*, oltre alla possibilità di migliorare la distribuzione dei profitti attraverso uno sforzo, abbiano la possibilità di fare azioni di *shortermism*: il *manager* può creare reddito corrente addizionale *prendendo a prestito* dai profitti del periodo successivo ad un tasso di interesse sfavorevole. Nel caso delle banche un'azione di *shortermism* è quella di smobilizzare prestiti a lungo termine.

In particolare, indicando con X l'ammontare di questo *prestito*, i profitti correnti aumentano di X , mentre i profitti del secondo periodo scendono di RX^2 . Questa formulazione¹⁶ è stata scelta per indicare che il costo del *shortermism*, cresce al crescere dell'ammontare di *shortermism*. Ovviamente, l'ammontare X del *prestito* non è osservabile¹⁷.

Il *manager* può avere interesse a intraprendere un'azione di questo tipo per aumentare la probabilità che la banca sia considerata di buona qualità e vedere così aumentato il prezzo delle azioni. Date le aspettative del mercato, nel caso il *manager* attui sia "sforzo" che *shortermism*, il prezzo atteso delle azioni della banca aumenta. La Figura 2 illustra la situazione.



¹⁴ In tal caso, la funzione di distribuzione dei profitti è definita su un *range* di valori più ristretto e, conseguentemente, ha un'altezza più alta.

¹⁵ Si ipotizza che se i manager scelgono di sforzarsi devono farlo in entrambi i periodi.

¹⁶ Seguita anche da Stein (1989).

¹⁷ Si ipotizza $X < (d-a)/2$

Utilizzando la Figura 2 si può calcolare il prezzo atteso delle azioni nel caso i *manager* attuino sia “sforzo” che *shortermism*¹⁸:

$$(3) \quad E(P_t^{SX}) = \frac{1}{2} \frac{b+X-d-X^e}{b-a-S} \left(e_H + \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 \right) + \frac{1}{2} \frac{d+X^e-a-S-X}{b-a-S} \left(e_0 + \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 \right) + \\ + \frac{1}{2} \frac{d+X-d-X^e}{b-a-S} \left(e_H + \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 \right) + \frac{1}{2} \frac{d+X^e-a-S^e-X^e}{b-a-S} \left(e_0 + \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 \right) + \\ \frac{1}{2} \frac{a+S^e+X^e-c-S-X}{b-a-S} \left(e_t + \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 \right)$$

ossia:

$$(4) \quad E(P_t^{SX}) = \frac{S^e}{2} - R(X^e)^2 + \frac{e_H(b-d+2(X-X^e)) + e_0(2(d-a)+X^e-X-S-S^e) + e_t(b-d+S^e-S+X^e-X)}{2(b-a-S)}$$

Finora non si è tenuto conto della funzione di utilità dei *manager*. Come in altri contributi¹⁹, si ipotizza che i *manager* siano interessati sia al rendimento di lungo termine della banca, che al valore corrente delle azioni. L'interesse dei *manager* per il valore corrente del prezzo delle azioni della banca può derivare dalla possibilità di *take-over*. Maggiore è la probabilità di *take-over* e maggiore è l'interesse dei *manager* al prezzo corrente dell'azione.

Si ipotizza, inoltre, che l'utilità dei *manager* dipenda negativamente dalla variabilità dei profitti nel tempo (VP). Questa ipotesi è stata inserita per tenere conto del fatto che le banche popolari tendono a stabilizzare i profitti.

Una misura della variabilità dei profitti è il campo di variazione. Per stabilizzare *ex ante* i profitti nel tempo è necessario ridurre sia il campo di variazione dei profitti in ogni singolo periodo, che ridurre il campo di variazione dei profitti fra periodi. Nel caso i *manager* si sforzino e facciano *shortermism*, il campo di variazione dei profitti in ogni singolo periodo è dato da $b-c-S$, mentre il campo di variazione dei profitti fra periodi è dato dal valore atteso di $(e_1-e_2)=X+RX^2$. La variabilità dei profitti nel tempo è quindi data da:

¹⁸ Nella (3) si è utilizzato il fatto che $b-d=a-c$.

¹⁹ Cfr. Stein (1989) e Nolan (1998).

$$(5) VP = b - c - S + X + RX^2.$$

La funzione di utilità dei manager è, pertanto, la seguente:

$$(6) U_m = e_1 + \lambda P_1^{SX} + e_2 - \beta S^2 - \gamma VP$$

dove λ rappresenta la probabilità di *takeover*, γ l'importanza data dai manager alla stabilizzazione dei profitti e βS^2 il costo dello sforzo per il *manager*.

I *manager* scelgono il livello di sforzo e il livello di *shorttermism* che massimizzano il valore atteso della (6). Tenendo presente che $e_1^e = e_0 + \frac{S}{2} + X$, $e_2^e = e_0 + \frac{S}{2} - RX^2$ e utilizzando la (4) e la (5), si ottengono le condizioni del primo ordine:

$$(7) \frac{\partial U^e}{\partial X} = -2RX(I + \gamma) + 1 - \gamma + \lambda \frac{2e_H - e_0 - e_L}{2(b - a - S)} = 0$$

$$\frac{\partial U^e}{\partial S} = 1 - 2\beta S + \gamma + \lambda \frac{-(e_0 + e_L)(b - a - S) + e_H(b - d) + 2e_0(d - a - S) + e_L(b - d)}{2(b - a - S)^2} = 0$$

dove si è tenuto conto che le aspettative sono razionali, quindi $X = X^e$ e $S = S^e$.

A questo punto distinguiamo le Banche Popolari dalle banche sotto forma di società per azioni e risolviamo il problema per entrambi i tipi di banche per vedere se, e in cosa, si differenziano. Come osservato nel testo, le Banche Popolari sono soggette a un rischio minimo di *take-over* e dalla stabilizzazione nel tempo dei profitti. Esse possono essere caratterizzate da un valore di λ pari a zero e da un valore positivo di γ . Le Banche Società per azioni, al contrario, sono soggette a rischi di *take-over*, ma non fanno politiche di stabilizzazione dei profitti. Esse sono caratterizzate da un valore positivo di λ e da un valore nullo di γ .

Sostituendo $\lambda = 0$ nella (7) si ottengono il valore di *shorttermism* e di sforzo scelti dai *manager* delle Banche Popolari:

$$(8) X^{pop} = \frac{1 - \gamma}{2R(1 + \gamma)} ; \quad S^{pop} = \frac{1 + \gamma}{2\beta}$$

Se gli azionisti delle Banche Popolari, in quanto avversi al rischio, impongono ai *manager* di stabilizzare i profitti ($\gamma \geq I$), vengono a evitarsi forme di *shortermism*. Dalla (8) si evince che per le Banche Popolari il livello di *shortermism* diminuisce al crescere di γ .

L'ipotesi appena posta di avversione al rischio degli azionisti sembra corrispondere al fatto che i detentori di azioni delle Banche Popolari sono, in genere, piccoli risparmiatori e hanno dunque una ricchezza limitata.

La stabilizzazione dei profitti, oltre a corrispondere alle preferenze degli azionisti, rappresenta uno strumento per incentivare i *manager* a conseguire livelli di profitto minimi.

Nel modello qui proposto, dunque, gli azionisti esercitano una forma di controllo simile a quella dei creditori nel *free cash-flow approach*.

In sostanza, la stabilizzazione dei profitti induce i *manager* ad un comportamento efficiente: al crescere del peso sulla stabilizzazione dei profitti, cresce lo sforzo esercitato dai *manager*. Per un valore di \square sufficientemente alto²⁰, lo sforzo scelto dai *manager* diventa massimo.

Passiamo ora alle società per azioni. Sostituendo $\gamma=0$ nella (7a), si ottiene:

$$(9) \quad X = \frac{I}{2R} \left(I + \lambda \frac{2e_H - e_0 - e_L}{2(b-a-S)} \right)$$

Come mostra la (9) i *manager* di una Banca - società per azioni sceglieranno sempre un certo ammontare di *shortermism* (non vi è modo di ottenere $X=0$ ²¹). Inoltre, per qualsiasi valore di γ e di λ , la (9) è maggiore della (8), quindi i *manager* di una banca società per azioni fanno più azioni di *shortermism* rispetto ai *manager* di una banca popolare.

Sostituendo $\gamma=0$ nella (7b), si ottiene:

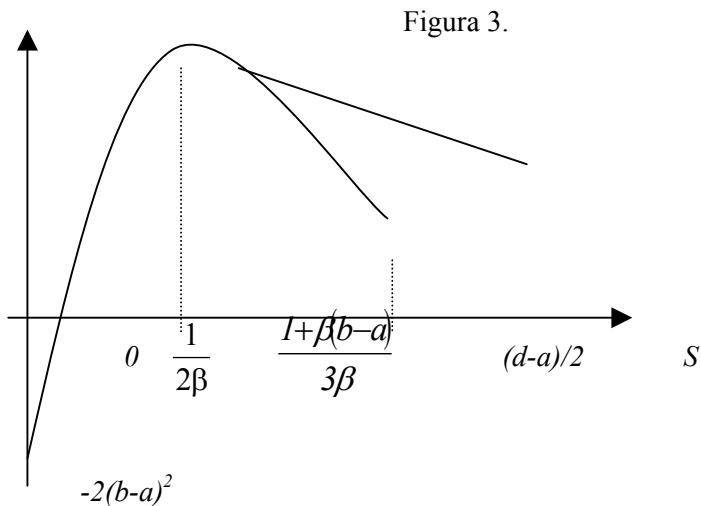
$$(10) \quad -2(b-a-S)^2(I-2\beta S) = -\lambda(e_0 - e_L)S + \frac{\lambda(b-a)(e_H - e_L)}{2}$$

la (10) è un'equazione di terzo grado. Il nostro interesse, tuttavia, è

²⁰ $\square = \square(d-a)-I$

²¹ Si ricordi che $b-a-S$ è sempre maggiore di zero in quanto $S < (d-a)/2$.

solo quello di sapere se per il *range* di possibili valori di S , $S \in (0, \frac{d-a}{2})$, ammette soluzione e se la soluzione, S^* è una funzione crescente o decrescente di λ . Le soluzioni della (10) sono quei valori di S per cui la curva corrispondente al primo termine della (10), una curva a forma di campana, incontra la retta corrispondente al secondo termine della (10). La Figura 3 rappresenta la situazione.



Come mostra la Figura 3, la retta incontra la curva in due punti. Solo il primo punto, tuttavia, è economicamente rilevante: esso, infatti, corrisponde a un punto di massimo, il secondo a un punto di minimo.

Al crescere di λ la retta ruota verso l'alto. Al crescere della probabilità di *take-over*, pertanto, lo sforzo ottimale del *manager* aumenta. Quando la retta si trova totalmente al di sopra della curva lo sforzo ottimale diventa quello massimo²².

A questo punto è utile confrontare il livello di efficienza dei due tipi di banche. Per valori sufficientemente alti di γ e di λ entrambe scelgono il livello di sforzo massimo. Per valori di γ e di λ intermedi, non è detto

²² In quanto la derivata prima è sempre positiva.

quale tipo di banca sia più efficiente, il risultato dipende dai parametri: se la retta incontra la curva in corrispondenza di un valore di $S < \frac{1+\gamma}{2\beta}$ (il valore di sforzo scelto dalle Banche Popolari), le Banche Popolari sono più efficienti, in caso contrario sono più efficienti le Banche Società per azioni. Il risultato, quindi, dipende dai valori di γ e di λ .

Questo modello porta a concludere che una banca società per azioni fa sempre azioni di *shortermism* superiori ad una banca popolare e che la stabilizzazione dei profitti permette di ottenere dei comportamenti efficienti da parte dei *manager* delle Banche Popolari. In particolare:

- a) per valori sufficientemente alti di γ . (l'importanza data alla stabilizzazione dei profitti), i *manager* delle Banche Popolari non fanno azioni di *shortermism* e si comportano in modo efficiente. In ogni caso, al crescere di γ le azioni di *shortermism* diminuiscono e l'efficienza aumenta.
- b) per valori sufficientemente alti di λ (la probabilità di *take over*), i *manager* delle società per azioni fanno azioni di *shortermism* e si comportano in modo efficiente. In ogni caso, azioni di *shortermism* sono sempre presenti e aumentano al crescere di λ .
- c) per valori intermedi di γ e di λ le Banche Popolari fanno meno azioni di *shortermism* delle Banche Spa, ma non è detto quale tipo di banca sia più efficiente.
- d) Il mercato anticipa correttamente il comportamento dei *manager* e ne tiene conto nella fissazione del prezzo corrente delle azioni.

3. Alcune verifiche empiriche del modello teorico.

Il modello sviluppato nel paragrafo precedente porta a due conclusioni di fondo:

1. il principio di una testa – un voto, su cui è basata la *corporate governance* delle Banche Popolari, consente una più elevata stabilità dei *manager* e favorisce l'instaurarsi di relazioni di lungo periodo tra banca e cliente²³, rispetto al principio di un'azione – un voto, su cui è

²³ Scrive Pipitone (2004): "... la banca popolare ... è ... la banca universale per eccellenza fin dal suo apparire, non classista e non specializzata: essa si propose di affiancare le tradizionali banche commerciali (queste sì, in certo modo specializzate ...) con un'operatività a tutto campo." La tesi di Pipitone trova conferma, peraltro, in quanto scri-

basata la *corporate governance* delle società per azioni;

2. il principio di una testa – un voto, rendendo le Banche Popolari meno esposte nel loro comportamento a forme di *shorttermism*, fa sì che queste banche presentino una bassa volatilità dei profitti e, quindi, dei dividendi. Ciò rende le azioni delle Banche Popolari simili, per certi aspetti, ad attività a tasso di interesse predeterminato, come le obbligazioni. Ne derivano due conseguenze. Da un lato, i *manager* sono incentivati a conseguire livelli di profitto almeno pari a quelli che consentono di erogare un certo volume di dividendi. Dall'altro lato, la stabilità di questi ultimi fa sì che l'azionariato delle Banche Popolari sia costituito da soggetti più avversi al rischio di quello delle Banche-Società per azioni e, quindi, presumibilmente dotati di livelli di ricchezza più bassi.

Queste conclusioni possono essere sottoposte a verifica empirica, cominciando con l'analisi del grado di stabilità dei *manager*.

In merito a quest'ultimo aspetto, da un confronto tra il *turnover* dei *manager* nelle diverse categorie di banche risulta che tale *turnover* è tendenzialmente più basso nelle banche cooperative e, quindi, nelle Banche Popolari che nelle altre categorie di banche (Tabella 1).

Tabella 1: *Turnover* dei *manager*

Indice di turnover ¹	Tutte le banche	Banche pubbliche	Banche non pubbliche	di cui Banche cooperative
CEO	13.3%	9.2%	15.2%	11.9%
Presidenti del Consiglio	13.7%	17.7%	11.9%	10.9%

(1) Tale indice è calcolato prendendo a riferimento solo le dimissioni forzate.

Una vasta letteratura empirica²⁴ mostra l'esistenza di un forte nesso tra

ve Confalonieri (1976): “Orbene ben presto si assiste ... ad un profondo mutamento nelle finalità delle banche popolari: da “sodalizio di credito” ispirato ai principi di mutualità ... in un istituto locale aperto al credito anche ai non soci ... Nella politica di gestione degli Istituti di credito popolare dell'Ottocento noi possiamo individuare tratti di un timbro sorprendentemente moderno: la capacità di temperare una composizione delle risorse prevalentemente a breve con una politica di impiego che ... lasciava ampio margine ad operazioni anche formalmente a media e talvolta a lunga scadenza: mutui ipotecari a privati, crediti all'agricoltura, prestiti ad enti locali, sostegno alle prime timide iniziative industriali su scala locale.”.

²⁴ Con riferimento all'Italia cfr. tra gli altri Brunello et al. (1999), Ferri et al. (2001) e

turnover dei *manager* e livello di redditività delle banche: le banche con basso *turnover* presentano anche una elevata redditività.

Questa relazione è letta nel senso che, in presenza di *performance* non soddisfacenti, i *manager* vengono sostituiti.

Ci si deve chiedere se queste considerazioni valgono anche per le Banche Popolari.

Allo scopo di rispondere a questa domanda si sono incrociati i dati, di fonte Bilbank, di 130 Banche Popolari o controllate da Popolari con quelli, di fonte Banca d'Italia, relativi alla permanenza degli amministratori nelle stesse banche. A tal riguardo all'interno del totale degli amministratori è stato enucleato un gruppo più ristretto che comprendente solamente gli amministratori delegati, i presidenti e i direttori generali; di conseguenza sono state calcolate due misure della durata del management bancario: una riferita al solo al gruppo ristretto (DUR), una seconda al totale degli amministratori (DURT).

Lungo il periodo 1993-2001 tale variabile di durata è stata utilizzata come esplicativa di alcuni indicatori, di conto economico, della operatività delle banche: il livello del Roe (dimensione della redditività), la quota degli accantonamenti sul margine di intermediazione (dimensione del rischio, ACCANM), l'incidenza dei costi operativi sul totale attivo (dimensione dell'efficienza, COSOPA). L'analisi è di tipo cross-section e per ciascuna banca è stata considerato il valore medio, nel periodo campionario scelto, delle variabili considerate: per eliminare dalla stima eventuali effetti di trend tale media è stata calcolata non sui valori assoluti delle singole variabili ma sui valori scartati, per ciascun anno, rispetto alla media del sistema. Infine per eliminare eventuali effetti distorsivi, si è tenuto conto, ove significativo, del ruolo della dimensione della banca.

Le evidenze prodotte (Tabella 2) sembrano dare conferma di un significativo e positivo nesso tra durata del *management* e *performance* complessiva della banca. In particolare una maggiore durata del management si accompagna ad un aumento del livello di profittabilità (1 anno di durata in più si associa ad un livello del Roe più elevato di 7 decimi di punto) e di efficienza della banca (in questo caso la maggiore durata diminuisce l'incidenza dei costi operativi sull'attivo per 1 decimo di punto); non si riscontrano, invece, effetti significativi sul grado di rischiosità della banca.

Piazza (2002).

Tabella 2. La durata del management e la performance della banca (relazioni contemporanee)

variabile	ROE			COSTI/ATTIVO			AC-CAN/M.INTERMEDIAZ		
	Coeff	t- Stat	Signif.	Coeff	t- Stat	Signif.	Coeff	t- Stat	Signif.
Costante	-5,379	-3,25	99,85%	2,031	10,09	100,00%	0,068	0,11	9,10%
Durata	0,734	3,52	99,94%	-0,097	-2,37	98,08%	0,05	0,42	32,27%
Dimen- sione	3,36E-07	1,87	93,61%	-1,39E-09	-4,37	100,00%	-3,18E-10	-0,46	35,26%
R ²	0,064			0,211			0,004		
S.E.	10,65			1,15			3,4		
F-stat	4,37			16,98			0,27		
N. osser- vazioni	130			130			126		

La relazione tra *turnover* dei *manager* e *performance* delle Banche Popolari appena illustrata non dà indicazioni sull'esistenza di eventuali nessi di causalità.

Di qui l'esigenza di sviluppare le verifiche empiriche in due direzioni. Da un lato, si tratta di accertare se una più elevata stabilità dei *manager* tenda a favorire di per sé più soddisfacenti *performance* delle Banche Popolari. Dall'altro lato, si tratta di accertare se in presenza di *performance* insoddisfacenti si provveda alla sostituzione dei *manager* e, quindi, se le Banche Popolari, anche in assenza di meccanismi di controllo legati al mercato dei capitali, esercitino comunque un attento *monitoring* sulla gestione.

Allo scopo di verificare quest'ultimo aspetto, procediamo alla stima delle stesse relazioni precedenti imponendo una direzione casuale che va dalla durata del management ai diversi indicatori di operatività considerati: nelle relazione seguenti, infatti, la durata del management è calcolata per i periodi anteriori al 1997, mentre gli indicatori di performance sono stati elaborati, cioè ne è stata fatta la media, per il quadriennio 1998-2001 (Tabella 3).

Tabella 3. La durata del management e la performance della banca (relazioni sfasate)

variabile	ROE			COSTI/ATTIVO			AC-CAN/M.INTERMEDIAZ		
	Coeff	t-Stat	Signif.	Coeff	t-Stat	Signif.	Coeff	t-Stat	Signif.
Costante	-13,16	-3,94	99,99%	1,709	5,97	100,00%	1,061	1,28	79,79%
Durata	2,969	2,52	98,68%	-0,045	-1,06	70,81%	-0,238	-1,33	81,29%
Dimensione	3,76E-07	2,17	96,81%	-1,11E-09	-4,19	99,99%	-7,37E-10	-1,6	88,61%
R ²	0,123			0,085			0,018		
S.E.	13,21			1,54			3,56		
F-stat	7,5			4,98			0,94		
N. osservazioni	110			110			103		

L'esito delle stime, come atteso, è meno netto che nel caso illustrato nella Tabella 2. Solo con riferimento al livello di profittabilità della banca si conferma la presenza di una relazione significativa tra durata del management e performance della banca: in questa nuova versione una maggiore durata del management di 1 anno determina un livello di Roe più elevato di 3 punti percentuali. Non si riscontra, invece, una influenza significativa della durata in carica dei *manager* sugli altri due indicatori, anche se va rilevato che, da un lato, il segno della relazioni risulta ancora quello atteso (una maggiore durata si accoppia a minori costi e a minore rischio) e, dall'altro, migliora, rispetto al caso precedente, la forza e la significatività²⁵ della relazione tra durata e rischiosità della banca.

Si è proceduto successivamente ad una verifica dell'esistenza di un nesso causale tra *performance* delle Banche Popolari e stabilità del *management*. Evidenze empiriche recenti²⁶ mostrano che nel nostro Paese la *performance* influisce significativamente sul *turnover* dei *manager* delle banche cooperative, mentre paradossalmente questa relazione è più debole per le banche in altra forma societaria (prevalentemente Spa) e non significativa per le banche pubbliche. Quanto appena esposto lascia ritenere che nelle Banche Popolari, nonostante l'assenza della minaccia di *takeover*, esistono forme di controllo e di sanzione verso i *manager* che

²⁵ Pur continuando a non risultare significativa in senso statistico.

²⁶ Cfr. Piazza (2002).

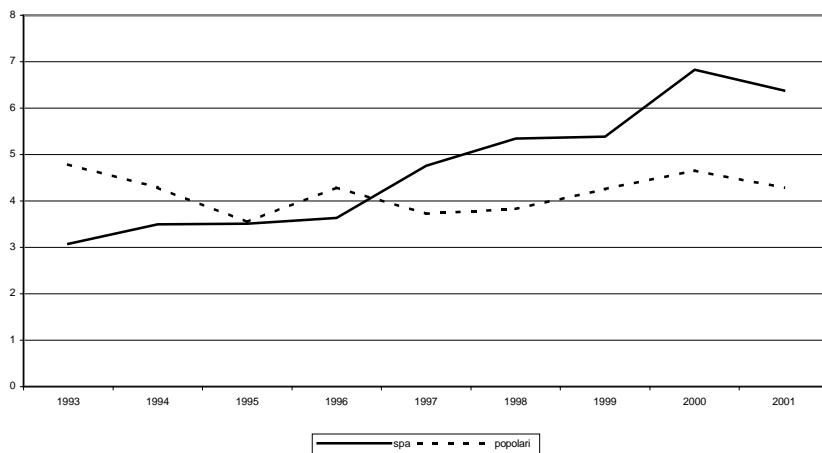
incentivano questi a conseguire *performance* soddisfacenti.

Tra i meccanismi di incentivazione dei *manager* delle Banche Popolari due (peraltro entrambi legati alla *corporate governance*) meritano particolare attenzione.

Il primo ha a che fare con la composizione dei Consigli di Amministrazione delle Banche Popolari. Già si è detto che la presenza in questo organismo di esponenti della comunità economica locale rende possibili forme di *peer monitoring*. Questa stessa presenza, tuttavia, facilita anche il controllo degli amministratori sull'operato dei *manager*.

Un secondo meccanismo di controllo sulla gestione è evidenziato dal modello teorico proposto nel paragrafo precedente: in questo modello si mostra che il perseguimento della stabilità dei profitti induce i *manager* a conseguire almeno un certo livello minimo di redditività.

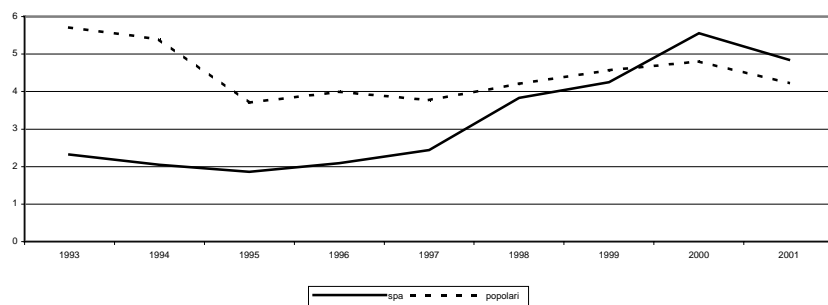
Figura 4: Rendimento delle azioni delle banche



E' utile verificare se davvero le Banche Popolari seguono politiche di stabilizzazione dei dividendi, considerando questi ultimi una *proxy* dei profitti. Sempre utilizzando la banca dati panel precedente, abbiamo calcolato il rendimento delle azioni delle banche rapportando i dividendi distribuiti al capitale delle banche, per valutare se tal rendimento risulti più stabile per le Banche Popolari rispetto alle Spa. Le risultanti serie ripor-

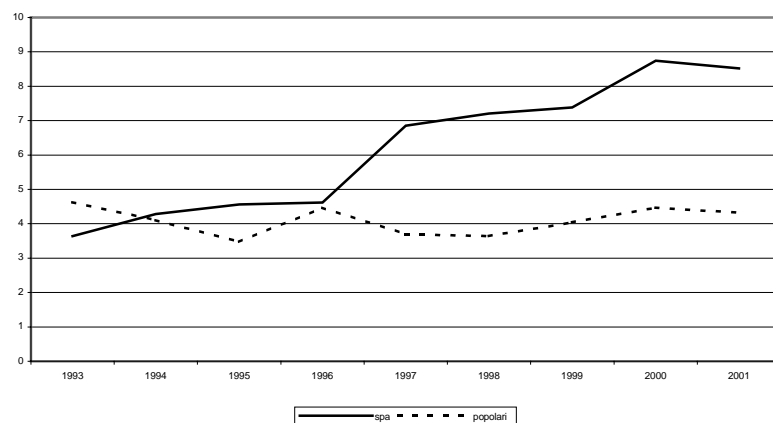
tate nella Figura 4 lasciano aperti pochi spazi a dubbi: la serie delle Popolari oscilla quietamente intorno al 4, quella delle Spa fino al 1996 se ne colloca al di sotto, dopo cresce fino ad un massimo prossimo al 7 nel 2000. Mentre la serie delle Banche Spa presenta un rendimento medio nel periodo considerato superiore a quello delle Popolari di appena 5 decimi di punto (4,7 contro 4,2), decisamente più rilevante è lo scarto nella deviazione standard che per le Banche Spa arriva a rappresentare il 27 della media, per le Popolari poco più del 9.

Figura 5. Rendimento delle azioni delle banche con più di 10 mld di attivo



Per valutare se tale risultato sia influenzato dalla diversa dimensione delle banche delle due categorie abbiamo replicato l'esercizio precedente per le banche con attivo rispettivamente inferiore e superiore ai 10 mld di € (Figure 5 e 6): anche in questo caso viene confermata la maggiore stabilità dei dividendi delle Banche Popolari per ambedue le categorie dimensionali considerate, anche se il risultato sembra più netto per le banche di minore dimensione.

Figura 6. Rendimento delle azioni delle banche con meno di 10 mld di attivo



4. Corporate governance e efficienza delle Banche Popolari

La gran parte delle riflessioni e delle analisi empiriche relative all'efficienza delle banche e alla qualità del loro attivo si riduce ad un'applicazione dell'approccio della *expense preference*, vale a dire delle tesi di Berle e Means (1932). Come noto questi ultimi hanno sostenuto che nell'impresa moderna si ha una relazione diretta tra concentrazione della proprietà e performance dell'impresa. Tale conclusione deriva dalla constatazione che, laddove esista un largo numero di azionisti, l'azionista tipico non ha sufficiente potere da esercitare controllo sui *manager*. Questi ultimi, dato che hanno obiettivi diversi dai proprietari, possono far un uso delle risorse dell'impresa diverso da quello che massimizza il valore delle azioni, può sorgere, cioè, un conflitto di interessi: ad esempio, può accadere che, mentre i proprietari perseguono la massimizzazione dei profitti, i manager perseguono altri obiettivi quali la massimizzazione delle dimensioni o della spesa, abbiano cioè una *expense preference*²⁷.

Ovviamente perché questo conflitto possa manifestarsi è necessario presupporre che esistano costi di transazione ovvero che l'esercizio del

²⁷ Le affermazioni di Berle e Means sono state riprese e formalizzate dalla letteratura recente sulla *corporate governance* basata sull'approccio principale-agente (Shleifer e Vishny, 1986; Zwiebel, 1995).

monitoring da parte dei proprietari sull'operato dei manager sia costoso.

Nel contesto appena delineato i proprietari esercitano la loro attività di *monitoring* fino al punto in cui il beneficio marginale di essa ne eguaglia il costo marginale. Peraltro, i costi di *monitoring* sono tanto più elevati quanto più elevato è il grado di dispersione della proprietà.

Possono darsi, dunque, situazioni in cui per i singoli proprietari il costo di esercitare il *monitoring* è superiore ai benefici che ne derivano in termini di miglioramento dell'efficienza e della redditività dell'impresa. Il verificarsi di tali situazioni è tanto più probabile quanto più dispersa è la proprietà, vale a dire quanto più contenuta è la quota di capitale detenuta dai singoli azionisti.

Laddove la proprietà è concentrata è più facile contrastare forme di *expense preference* perché i costi del *monitoring* sono maggiormente diluiti.

Nella prospettiva appena delineata, pertanto, banche a voto "capitario", come sono le Banche Popolari, poiché per definizione rendono impossibile una qualsivoglia concentrazione della proprietà, dovrebbero essere più esposte a forme di *expense preference* delle banche in forma di società per azioni e, quindi, dovrebbero risultare meno efficienti di queste ultime.

Allo scopo di effettuare questo confronto si è utilizzata ancora una volta la banca dati Bilbank. Da essa sono stati tratti i bilanci individuali di 6627 banche-anno (5978 Spa e 649 Popolari) per il periodo 1993-2001 (Tabella 4).

Tabella 4. Dimensione del campione aperto

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Totale
Spa	485	766	753	724	725	691	651	605	578	5978
Popolari	60	67	86	89	87	82	64	60	54	649
Totale	545	833	839	813	812	773	715	665	632	6627

Tale banca dati contiene le principali voci di conto economico e alcuni indicatori di struttura e di stato patrimoniale. Così come strutturata la banca dati assume la forma di un campione aperto, la cui dimensione numerica, riportata nella Tabella 4, mostra un progressivo incremento sino al 1995 e in seguito un lento ma continuo decremento.

Come prima elaborazione si è svolto un test di differenza tra medie tra

il gruppo di Banche Spa e quello delle Banche Popolari. Gli indicatori utilizzati sono stati il Roe per la redditività, i costi operativi per l'efficienza operativa e gli accantonamenti per il rischio. Tutti gli indicatori sono stati rapportati sia al margine di intermediazione che al totale attivo (per la ben nota difficoltà di tradurre il concetto di prodotto bancario).

I test di differenza sono stati elaborati sia sui dati elementari sia sui dati ponderati²⁸, inoltre i test sono stati elaborati sia sull'intero arco temporale a disposizione, 1993-2001, sia nel sottoperiodo 1993-1997²⁹.

Guardando ai risultati (Tabelle 5-6-7) la tesi fondamentale dell'approccio *à la Berle e Means*, almeno quando riferito alle banche italiane, sembra trovare poche conferme.

Tabella 5. Le Popolari e le Spa: La redditività - Roe

	1993-2001		1993-1997	
	Spa	Popolari	Spa	Popolari
	Medie semplici			
Media	9,30	6,51	10,42	8,73
t-stat		-0,346		1,840
Prob		0,365		0,033
	Medie ponderate			
Media	6,74	11,25	2,22	7,26
t-stat		-3,226		-3,601
Prob		0,001		0,000

²⁸ La differenza tra l'analisi su dati semplici e dati ponderati deriva dal fatto che i dati ponderati tengono conto implicitamente di possibili effetti dimensionali sul risultato del parametro in questione. In ogni caso i risultati ponderati sono più rappresentativi del risultato della Categoria delle Banche Popolari e della Categoria delle Banche-Spa, mentre i risultati basati su dati semplici danno indicazioni delle singole banche che possono essere Popolari o Spa.

²⁹ La suddivisione per periodi serve per distinguere possibili differenze pre e post i cambiamenti del peso dei servizi nell'attività bancaria che iniziano nel 1998 e hanno inciso in modo marcato nel significato dei principali indicatori bancari.

Tabella 6. Le Popolari e le Spa: L'efficienza

	Costi / margine di intermediazione				Costi / Attivo				
	1993-2001		1993-1997		1993-2001		1993-1997		
	Spa	Popolari	Spa	Popolari	Spa	Popolari	Spa	Popolari	
	Medie semplici				Medie semplici				
media	63,67	63,36	62,94	62,74	media	3,23	3,43	3,39	3,56
t-stat		0,424		0,205	t-stat	-3,064		-2,589	
Prob		0,336		0,419	Prob	0,001		0,005	
	Medie ponderate				Medie ponderate				
media	57,40	58,71	54,43	49,84	media	2,19	2,65	2,07	2,25
t-stat		-0,242		0,750	t-stat	-2,005		-0,679	
Prob		0,404		0,227	Prob	0,023		0,249	

Tabella 7. Le Popolari e le Spa: La rischiosità

	Accantonamenti / margine di intermediazione				Accantonamenti / Attivo				
	1993-2001		1993-1997		1993-2001		1993-1997		
	Spa	Popolari	Spa	Popolari	Spa	Popolari	Spa	Popolari	
	Medie semplici				Medie semplici				
Media	4,28	3,15	4,41	2,77	media	0,20	0,18	0,22	0,21
t-stat		6,656		3,145	t-stat	2,236		1,212	
Prob		0,000		0,001	Prob	0,013		0,113	
	Medie ponderate				Medie ponderate				
media	4,56	3,41	4,49	2,35	media	0,17	0,12	0,17	0,11
t-stat		5,055		3,030	t-stat	2,029		2,324	
Prob		0,000		0,001	Prob	0,021		0,010	

Soprattutto se si fa riferimento ai dati ponderati, il livello di profittabilità delle Banche Popolari risulta decisamente e significativamente più elevato, sia nel periodo campionario più esteso sia in quello più ristretto. Le minori evidenze sui dati non ponderati, sembrano indicare che il plus di redditività delle Banche Popolari si costruisca principalmente su livelli di attivo medio-alti, oppure simmetricamente che nelle Banche-Spa si registrino delle difficoltà di redditività nei segmenti elevati di banche.

Più favorevole alle Banche-Spa risulta il confronto in termini di costi del processo produttivo. Il rapporto tra costi operativi e totale attivo delle

Banche Popolari è significativamente meno favorevole di quello prevalente tra le Banche-Spa. Va notato tuttavia che ciò non accade se si considera il rapporto tra il totale dei costi e il margine di intermediazione, dove non sussistano differenze degne di nota tra le due Categorie di banche. Considerata quest'ultima evidenza, e ricordando le comprovate evidenze di economie di scala nella produzione bancaria, è possibile concludere che le evidenze a sfavore delle Banche Popolari sembrano dovute più a differenze nelle dimensioni medie tra le banche delle due Categorie, più elevate per le Spa, che a effetti specifici.

Infine le evidenze riguardo il diverso grado di rischiosità sono piuttosto nette a favore delle Popolari: sia che consideri il totale attivo che il margine di intermediazione, sia che passi dai dati semplici a quelli ponderati, sia che si estenda o meno il periodo campionario, l'incidenza degli accantonamenti a fondo rischi su crediti è decisamente più contenuta per le Popolari che per il complesso delle Spa.

Dunque come sintesi su due aspetti operativi su tre considerati i riscontri empirici mostrano come il sistema delle Popolari riesca a performare meglio del resto del sistema bancario sconfessando i presupposti le conclusioni dell'approccio à la Berle e Means³⁰.

Allo scopo di avere ulteriori evidenze sul grado di efficienza comparato di Banche Popolari e Banche-Spa si è proceduto ad una stima basata sullo stochastic frontier approach.

Come noto, tali tecniche di stima dell'efficienza da costo intendono misurare la distanza che separa i costi di ciascuna unità produttiva "reale" da quelli di una unità produttiva "teorica" che combina ottimamente i fattori di produzione per ottenere una certa quantità, e una certa combinazione, di output.

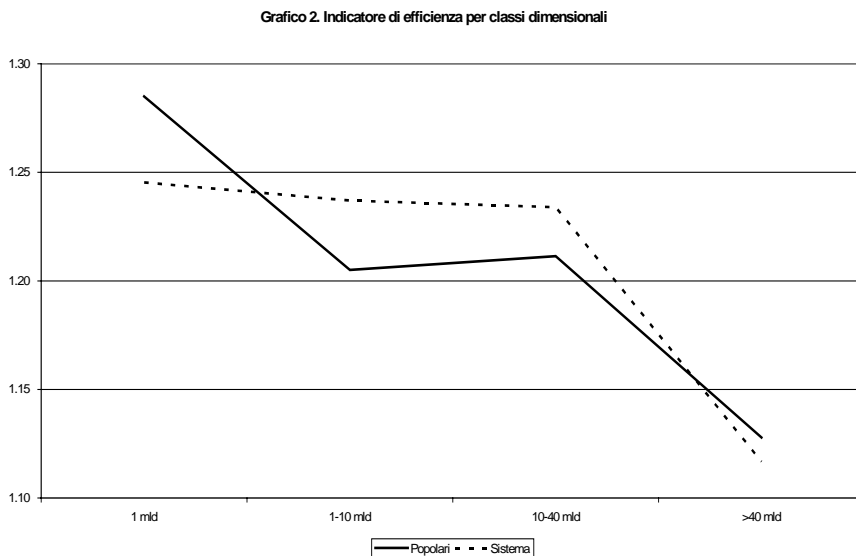
Dunque per ottenere queste stime individuali risulta necessario trovare dapprima una specificazione della regola di determinazione dei costi (il cui sviluppo lungo lo spazio degli output determina la frontiera dell'efficienza) e in seguito confrontare i valori teorici così trovati con

³⁰ Il complesso delle analisi precedenti soffre, però, del solito problema delle analisi unidimensionali: non si effettua, cioè, un controllo dei fattori strutturali che possono influenzare, tramite effetti di composizione, il risultato del confronto. Come accennato più sopra, ad esempio, la presunta maggiore efficienza produttiva delle Banche Spa sulle Banche Popolari può essere anche l'effetto dell'operare della diversa dimensione media delle banche dei due gruppi. Per questo sullo stesso set di dati si è proceduto ad una analisi panel che cerca di isolare tali fattori strutturali.

quelli delle singole unità produttive. Nell'Appendice B si precisa come si perviene a determinare i valori teorici.

Esplorando le caratteristiche della curva stimata possiamo valutare il grado di inefficienza del complesso delle banche del nostro campione e delle due popolazioni di interesse: Banche Popolari e resto del Sistema. Questo è quanto viene rappresentato nella Figura 7, dettagliando il risultato complessivo per classi dimensionali dei due gruppi bancari.

Figura 7: Indicatore di efficienza per classi dimensionali

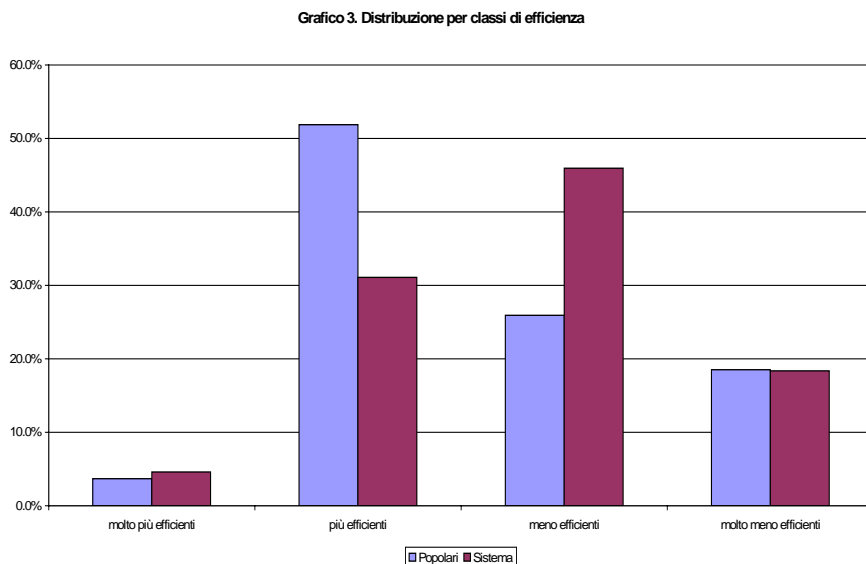


Ricordando che valori crescenti dell'indice corrispondono ad incrementi dell'inefficienza, si può notare come anche l'elaborazione della frontiera efficiente conferma il senso dei risultati sinora raggiunti. Non sembrano riscontrarsi differenze significative di efficienza, o di scostamenti dall'efficienza, tra i due gruppi bancari considerati, né per il complesso (l'indicatore medio per le Banche Popolari è pari a 1,23 quello del Sistema a 1,24), né per le singole sottoclassi dimensionali considerate: si può solo notare come le Popolari registrino un leggero vantaggio per dimensioni medie (tra 1 e 40 mld di € di attivo) e mostrino un leggero svantaggio relativo per le classi dimensionali minori; praticamente simile

il dato per le banche con più di 40 mld di attivo.

Per presentare un dato pulito da eventuali *outlier*, nella Figura 8 riportiamo la distribuzione delle banche per 4 classi di efficienza. In particolare, la classe denominata “molto più efficienti” raggruppa le banche con un indice inferiore a 1,1, la classe “più efficienti” raggruppa le banche con un indice compreso tra 1,1 e 1,2, la classe “meno efficienti” raggruppa le banche con un indice compreso tra 1,2 e 1,3, infine la classe “molto meno efficienti” contiene le banche con un indice superiore a 1,3.

Figura 8: Distribuzione per classi di efficienza



In questo caso si può notare come il sistema delle Popolari mostrerebbe un leggero vantaggio in termini di efficienza soprattutto grazie agli esiti delle due classi a ridosso della media. Va notato come oltre il 50% delle Banche Popolari si collochi nella seconda migliore classe di efficienza, contro una percentuale di poco superiore al 30% del resto del sistema, ed un ulteriore 25% si situi appena al di sotto della media, dove si collocano il 45% delle banche del resto del Sistema. Nessuna differenza significativa si registra per la classe di efficienza minima, che per entrambi racchiude quasi il 20% delle banche, mentre solo un leggero van-

taggio si registra per il Sistema per la classe di eccellenza che, comunque, rappresenta una percentuale compresa tra il 4-5% dell'intero sistema.

5. Banche Popolari e protezione dei piccoli azionisti

E' opportuno chiedersi per quali ragioni la tesi di Berle e Means non trovi, con riferimento al sistema bancario italiano, adeguate conferme empiriche.

Va precisato preliminarmente che l'impresa a capitale diffuso cui si riferiscono Berle e Means è una forma organizzativa che si riscontra prevalentemente nel caso di grandi imprese negli Stati Uniti.

Quando si considerano realtà diverse da quella americana, in primo luogo Paesi con una inadeguata protezione normativa e istituzionale degli azionisti, anche le imprese più grandi tendono ad avere una minoranza di azionisti di controllo (*controlling minority shareholders*, d'ora in poi CMS).

Questi CMS, spesso rappresentati da una famiglia, godono di diritti di controllo di gran lunga eccedenti i diritti di *cash flow*. In molti casi, infatti, i CMS controllano l'impresa attraverso strutture piramidali e gestiscono direttamente l'impresa che controlla.

In questo contesto, il problema della separazione tra proprietà e controllo non si pone nei termini illustrati da Berle e Means, vale a dire in un conflitto di interessi tra azionisti e *manager*, ma in un conflitto di interessi tra i CMS e i restanti azionisti.

E' indubbio che soprattutto in contesti in cui il quadro istituzionale comporta elevati costi di informazione e transazione, la concentrazione della proprietà in un gruppo ristretto di azionisti consente un *monitoring* più efficace³¹.

Tuttavia quando la proprietà fa capo a CMS alla concentrazione della proprietà possono essere associati anche costi: va rilevato, infatti, che i CMS perseguono i propri interessi, che non necessariamente coincidono con gli interessi degli altri azionisti³². Forme di espropriazione dei diritti

³¹ Zingales (1994), ad esempio, mostra che in Italia, dove la protezione degli azionisti di minoranza è più debole, il premio per l'acquisto di quote azionarie che comportano la proprietà dell'impresa è più alto che in Paesi come gli Stati Uniti o la Svizzera, dove la protezione degli azionisti di minoranza è più forte.

³² I CMS nella massimizzazione della loro utilità si trovano di fronte al *trade-off* tra accrescere il valore dell'impresa e espropriare a proprio beneficio gli altri azionisti. Cfr. Beb-

degli azionisti di minoranza (a parte le esternalità negative ad esse associate) possono tradursi in un danno per l'impresa nel suo complesso e in particolare per la sua efficienza e redditività. Vi sono diverse modalità attraverso cui i CMS possono praticare forme di *tunneling*, vale a dire perseguire i propri interessi a danno dei restanti azionisti e dell'impresa nel suo complesso³³.

Diverse evidenze empiriche³⁴ hanno portato un ormai ampio filone di letteratura³⁵ a concludere che la protezione degli azionisti di minoranza da forme di espropriazione degli azionisti che detengono il controllo sia maggiore nei Paesi anglosassoni, dove vige la "common law", che laddove, come nell'Europa continentale, vige la "civil law".

In questi ultimi Paesi, infatti, la legge e il potere giudiziario si caratterizzerebbero per la richiesta di:

1. prove più consistenti per comprovare l'esistenza di conflitti di interesse;
2. per una più elevata considerazione degli interessi degli *stakeholder*;
3. per l'attribuzione, nella valutazione di transazioni d'interesse dei "grandi" azionisti, di un peso maggiore agli statuti che a criteri generali di correttezza;
4. per una più limitata attenzione al dovere di lealtà all'impresa da parte dei manager. (Tabella 8).

chuck et al. (2000) e La Porta et al. (2002).

³³ In primo luogo, i CMS possono semplicemente trasferire risorse dell'impresa a proprio vantaggio attraverso diversi tipi di operazioni. Tali operazioni nei casi estremi sono illegali, come furti o frodi, ma, in altri casi, consistono in contratti vantaggiosi solo per i "grandi" azionisti, in compensi eccessivi per gli amministratori, nell'espropriazione di opportunità dell'impresa, ecc.. In secondo luogo, i "grandi" azionisti possono accrescere la propria quota di proprietà a scapito dei "piccoli" azionisti attraverso nuove emissioni azionarie, lo sfruttamento dell'*insider trading* o altre forme di discriminazione della minoranza.

³⁴ Tra le altre evidenze empiriche cfr. Claessens et al. (1999), Johnson et al. (2000), La Porta et al. (1999).

³⁵ Cfr. Shleifer e Vishny (1997) e Johnson et al. (2000).

Tabella 8. Diritti degli azionisti

Paese	<i>one share – one vote</i>	<i>proxy by mail allowed</i>	<i>Shares not blocked before meeting</i>	<i>Cumulative voting/proportional representation</i>	<i>Oppressed minority</i>	<i>Preemptive right to new issues</i>	<i>% of share capital to call an directors ES</i>	<i>Anti-takeover rights</i>
Australia	0	1	1	0	1	0	0.05	4
Canada	0	1	1	1	1	0	0.05	5
UK	0	1	1	0	1	1	0.10	5
US	0	1	1	1	1	0	0.10	5
Paesi dove vige la <i>Common law</i>	0.17	0.39	1	0.28	0,07	0.44	0.09	4
Francia	0	1	0	0	0	1	0.10	3
Grecia	1	0	0	0	0	1	0.05	2
Italia	0	0	0	0	0	1	0.20	1
Spagna	0	0	0	1	1	1	0.05	4
Austria	0	0	0	0	0	1	0.05	2
Germania	0	0	0	0	0	0	0.05	1
Svizzera	0	0	0	0	0	1	0.10	2
Paesi dove vige la <i>Civil law</i>	0.33	0.00	0.17	0.33	0.50	0.33	0.05	2.33

Legenda:

One share – one vote: E' pari a uno laddove il regolamento aziendale o il codice civile del paese richiedano che le azioni ordinarie abbiano un voto per azione e zero in caso diverso. Ugualmente questa variabile è uguale a uno nel caso in cui la legge vieti l'esistenza di azioni ordinarie sia con voto multiplo che senza voto e non permetta perciò alle aziende di costituire un numero massimo di voti per ciascun azionista che non tenga in considerazione il numero delle azioni possedute. In altri casi detta variabile è equivalente a zero.

Proxy by mail: E' uguale a uno se il regolamento aziendale o il codice civile permettono all'azionista di spedire per posta la propria delega di voto alla ditta; è uguale a zero in altri casi.

Shares not blocked before meeting: Equivale a uno se il regolamento aziendale o il codice civile proibiscono alle aziende di richiedere che gli azionisti depositino le proprie azioni prima dell'assemblea generale degli azionisti, impedendo loro di vendere tali azioni per un certo numero di giorni; è uguale a zero in altri casi

Cumulative voting or proportional representation: Equivale a uno se il regolamento aziendale o il codice civile permettano agli azionisti di dare tutti i loro voti a un unico candidato che concorra alle elezioni nel consiglio direttivo (voto cumulativo); o se il regolamento aziendale o il codice civile consentano il meccanismo della rappresentanza proporzionale nell'organo i cui interessi di minoranza potrebbero nominare un numero

proporzionale di direttori nell'organo stesso; è uguale a zero in altri casi

Oppressed minorities mechanism: Equivale a uno se il regolamento aziendale o il codice civile garantiscono agli azionisti di minoranza o una sede giudiziaria in cui discutere le decisioni di gestione o dell'assemblea; ovvero venga garantito il diritto agli azionisti di poter uscire dalla compagnia richiedendo alla stessa di acquistare le loro azioni nel caso in cui gli azionisti stessi abbiano posto obiezioni a decisioni fondamentali, quali fusioni, trasferimento di risorse, modifiche alla regolamentazione delle fusioni. Negli altri casi la variabile è zero.

Preemptive rights: La variabile è uguale a uno quando il regolamento aziendale o il codice civile garantiscano agli azionisti prima che ad altri l'opportunità di acquistare nuove azioni e quando questo diritto possa essere modificato al voto di un azionista; la variabile equivale a zero negli altri casi

Percentage of share capital to call an extraordinary shareholders' meeting: E' la percentuale minima di proprietà di capitale azionario che dà diritto all'azionista di chiedere un incontro straordinario degli azionisti.

Anti director rights: E' un indice che incorpora i diritti degli azionisti "contro il direttore" L'indice è formato aggiungendo 1 quando la nazione permette agli azionisti di indovinare per posta la loro delega di voto all'azienda; agli azionisti non è richiesto di depositare le loro azioni prima dell'assemblea generale degli azionisti; è permesso in seno al consiglio dei direttori il voto cumulativo o la rappresentanza proporzionale delle minoranze; esiste un meccanismo di minoranza oppressa; la percentuale minima di capitale azionario che dà diritto ad un azionista di chiedere un'assemblea straordinaria degli azionisti è pari o inferiore al 10%; gli azionisti hanno dei diritti di prelazione che possono essere modificati solo dal voto degli azionisti L'indice varia da zero a sei.

Una bassa tutela dei soci di minoranza permette agli azionisti di maggioranza di avere diritti di controllo di gran lunga superiori ai diritti di *cash flow*. Si pensi alle opportunità in questo senso offerte da strutture proprietarie piramidali, diffuse nei Paesi di "civil law".

E' da ritenere che la bassa tutela istituzionale degli azionisti di minoranza possa contribuire a spiegare diversi aspetti del sistema finanziario e della forma di *corporate governance* prevalenti nell'Europa continentale, in particolare l'elevato ruolo delle banche nell'intermediazione finanziaria e la significativa concentrazione della proprietà nelle grandi imprese nello Stato o in famiglie.

Nel nostro Paese la bassa protezione dei soci di minoranza ha favorito l'affermarsi di imprese a controllo "familiare"³⁶, ha dissuaso le famiglie dal detenere titoli azionari, ha ritardato lo sviluppo del mercato dei capitali.

³⁶ Cfr. Barca (1995).

In contesti in cui la protezione dei soci di minoranza è bassa, e quindi principalmente nei Paesi in cui vige la *civil law*, il principio di una testa – un voto svolge una funzione importante.

La *governance* delle Banche Popolari, essendo basata sul voto “testatico” consente un’efficace tutela dei diritti dei “piccoli” azionisti e della minoranza: il voto capitario, infatti, ostacola il determinarsi di situazioni in cui i diritti di controllo eccedono i diritti di *cash flow*. Normalmente in queste banche i diritti di *cash flow* eccedono quelli di controllo: ciò porta a concludere che nelle Banche Popolari la mancanza di “grandi” azionisti rende meno facile, rispetto a quanto accade nelle società per azioni, il verificarsi di situazioni in cui si espropriano i diritti della parte rimanente dei soci.

Un indicatore della elevata tutela dei soci di minoranza delle Banche Popolari è rappresentato dalla stabilità dei dividendi nel tempo. Allo scopo di approfondire meglio il significato delle evidenze grafiche prodotte nel paragrafo 2, si è condotto un esercizio econometrico volto a spiegare le determinanti del rendimento delle azioni delle Banche Popolari. Da tale esercizio emerge che, mentre il rendimento delle azioni delle Banche-Spa è determinato unicamente dalle condizioni di redditività dell’impresa, il rendimento delle azioni delle Banche Popolari dipende sia dalla dinamica della profittabilità che dai rendimenti di mercato finanziario (Tabella 9).

Tabella 9. Determinanti del rendimento delle azioni

Variabile	Popolari			Spa		
	Coeff	t- Stat	Signif.	Coeff	t- Stat	Signif.
Costante	2,172	3,67	98,60%	2,113	3,76	98,68%
Sfasata				0,406	2,14	91,43%
Roe	0,149	4,07	99,35%	0,183	1,86	87,86%
Tasso reale obbligazioni	0,261	3,22	98,18%			
R ²	0,554			0,815		
S.E.	0,319			0,559		
F-stat	3,72			16,43		

6. Il processo di conversione di alcune Banche Popolari in Società per azioni

Nel corso degli ultimi decenni nei Paesi industrializzati, in corrispondenza del processo di deregolamentazione finanziaria, molte banche cooperative sono state trasformate in società per azioni.

Tale fenomeno è stato particolarmente pronunciato nei Paesi anglosassoni, interessando in modo particolare le *building societies* nel Regno Unito e le *Savings and loans banks* negli Stati Uniti.

Anche in Italia a partire dai primi anni '90 dopo l'emanazione della legge 385/93

si è assistito a numerosi casi di conversione di Banche Popolari in società per azioni: tra il 1995 e il 2002 le conversioni sono state 44.

Sono stati dati due diversi tipi di spiegazione. Un primo tipo di spiegazione prende a riferimento la teoria dei mercati efficienti: le forze di mercato guidate dalla mano invisibile portano alla sopravvivenza delle imprese meglio organizzate. In sostanza, le forme organizzative che permettono una soluzione più efficiente dei problemi contrattuali connessi a una certa attività tendono a sopravvivere e a prosperare.

Le conversioni da una forma organizzativa ad un'altra dipendono in primo luogo da modificazioni di contesto: tali modificazioni fanno sì che determinati tipi di organizzazioni di impresa risultino più efficienti di altri. Ad esempio, cambiamenti di contesto sono rappresentati da mutamenti della regolamentazione o del regime fiscale.

E' stato opportunamente evidenziato da Hansmann (1996) che le diverse strutture proprietarie costituiscono una risposta al bisogno di minimizzare i costi di transazione della "governance"³⁷.

³⁷ Hansmann (1996) distingue tali costi in costi di "contrattazione" e in costi di "proprietà". I costi di "contrattazione" consistono principalmente nei costi dei contratti in mercati decentrati che comportano l'insorgere ex-post di posizioni di monopolio, l'emergere di rischi di opportunismo nei contratti a lungo termine, l'esistenza di asimmetrie informative, ecc... In mercati creditizi in cui i costi di agenzia legati alle relazioni tra proprietà e creditori (depositanti) e quindi i costi di contrattazione sono particolarmente elevati tendono a prevalere organizzazioni dell'impresa bancaria di natura cooperativa e mutualistica, dove socio e cliente coincidono. I costi di "proprietà", per contro, sono rappresentati dai costi di integrare in una singola entità attività di tipo diverso. Essi includono, in primo luogo, i costi di agenzia che derivano nelle imprese complesse dalla separazione tra proprietà e controllo. Poiché i manager hanno preferenze e obiettivi diversi dagli azionisti, questi ultimi devono esercitare un'azione di *monitoring*, inevitabilmente onero-

Con riferimento all'attività bancaria si può affermare che in passato, principalmente nel secolo scorso, le banche cooperative hanno rappresentato la risposta a contesti di fallimento dello stato, più precisamente a situazioni frequenti in cui molte banche commerciali per varie ragioni (tra cui il comportamento opportunistico dei proprietari) tendevano a detenere attività rischiose, i costi del cui eventuale insuccesso ricadevano poi interamente sui depositanti.

In un contesto quale quello descritto, la stretta corrispondenza tra soci e depositanti propria delle banche cooperative a carattere mutualistico consentiva di minimizzare i costi di agenzia legati alle relazioni tra proprietà e creditori, mentre il *peer monitoring* e le interazioni di lungo periodo esaltavano nelle banche cooperative (e nelle Banche Popolari) gli incentivi che derivano al singolo prenditore di fondi dal gruppo a rispettare gli impegni assunti.

Nel corso del Novecento e in particolare in questo secondo dopoguerra, nelle economie industrializzate, diversi fattori hanno contribuito a ridurre i costi di transazione³⁸. L'introduzione di diverse forme di regolamentazione, come l'assicurazione dei depositi, i requisiti patrimoniali minimi, la rimozione di privilegi di natura fiscale a favore della cooperazione, avrebbero ridotto i vantaggi della coincidenza tra proprietario e depositante tipica delle banche cooperative a carattere mutualistico. Nello stesso modo la minore segmentazione dei mercati creditizi, l'accresciuto grado di concorrenza dei medesimi, la crescente capacità delle grandi banche di operare attraverso tecniche di *scoring* un adeguato *screening* e *monitoring* della clientela avrebbero eroso i vantaggi in termini di minori costi di contrattazione di cui le Banche Popolari godevano rispetto ai prenditori di credito di piccola dimensione.

Sulla base di considerazioni analoghe a quelle appena esposte i seguaci dell'approccio basato sulla teoria dei mercati efficienti tendono a concludere che le conversioni da banche cooperative in società per azioni riflette il fatto che quest'ultima forma organizzativa è più efficiente nel contesto ambientale venuto a formarsi.

A conclusioni simili a quelle appena illustrate pervengono Hart e Mo-

so, sull'operato dei managers. Per Hansmann le forme di *corporate governance* più efficienti sono quelle che consentono di minimizzare la somma dei costi di "contrattazione" e di quelli di "proprietà".

³⁸ In particolare quelli che Hansmann (1996) definisce costi di contrattazione.

ore (1998) laddove mostrano, attraverso un'analisi basata sui meccanismi di voto, che la società per azioni è preferibile rispetto alla società cooperativa allorché gli interessi dei soci diventano eterogenei e le pressioni concorrenziali aumentano. Dal momento che le innovazioni tecnologiche e la deregolamentazione tendono a accrescere il grado di diversificazione dell'attività bancaria, a rendere più elevato il grado di concorrenza nei mercati dei depositi e dei prestiti, e, dunque, a elevare l'eterogeneità dei soci delle banche cooperative, il processo di conversione delle banche cooperative in società per azioni sembra inevitabile.

Al punto di vista basato sulla teoria dei mercati efficienti appena illustrato si può contrapporre un altro basato sull'opportunità dei *decision makers* della banca. Si può, infatti, sostenere che le conversioni delle banche cooperative in società per azioni sono finalizzate alla redistribuzione di ricchezza tra gli *stakeholders*, anche se non vi è alcun guadagno di efficienza dalla trasformazione di forma societaria.

Più in generale si può rilevare che le diverse forme di società definiscono un equilibrio tra diritti di controllo e diritti di *cash flow*.

Come visto in precedenza, nel caso delle società in cui vige il principio di un'azione – un voto, soprattutto laddove si può ricorrere a strutture piramidali della proprietà dell'impresa, i diritti di controllo sopravanzano i diritti di *cash flow*. Per contro, nel caso delle società in cui vige il principio di una testa – un voto, come nelle Banche Popolari, i diritti di *cash flow* tendono a sopravanzare i diritti di controllo: un socio può detenere un numero di azioni diverso da un altro e, tuttavia, entrambi hanno diritto ad un voto.

Allorché qualche socio di una Banca Popolare, in via anche indiretta (attraverso familiari o amici), detiene un elevato numero di azioni, lo squilibrio tra i diritti di *cash flow* e diritti di controllo di cui gode può diventare molto rilevante. E' possibile che questo socio spinga per una trasformazione della Banca Popolare in Banca – società per azioni, vale a dire per un riconoscimento di diritti di controllo corrispondenti all'ammontare di azioni che detiene.

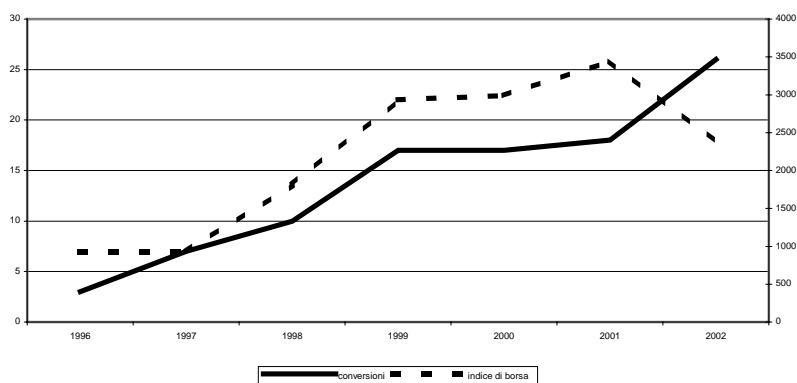
Ovviamente la spinta alla trasformazione appena descritta è tanto più elevata quando ricorrano determinate circostanze esterne.

Ad esempio, laddove la Banca Popolare abbia accumulato una ricchezza significativa, può esservi incentivo per alcuni soci ad appropriarsi di parti considerevoli di questa ricchezza, promuovendone la conversione

in società per azioni. Ovviamente, con tale conversione, i soci attuali si appropriano delle plusvalenze accumulate nel tempo dai soci di periodi precedenti³⁹.

Analogamente si può ritenere che il numero di conversioni di banche cooperative in società per azioni dovrebbe aumentare in fasi particolari, ad esempio in fasi di boom di Borsa, in cui il valore di mercato della ricchezza accumulata è particolarmente elevato. Non è un caso il fatto che, con riferimento all'esperienza italiana, il numero di conversioni di Banche Popolari in società per azioni abbia riflesso, almeno in parte, il ciclo borsistico (Figura 9).

Figura 9. Conversioni in Spa e dinamica della Borsa



La tesi secondo cui le conversioni sarebbero motivate prevalentemente da ragioni opportunistiche trova conferma *a contrarius* dall'analisi comparata tra l'efficienza delle Banche Popolari e quella delle Banche-Società per azioni. L'approccio dei mercati efficienti alle conversioni sarebbe accettabile se le Banche Popolari presentassero livelli di efficienza inferiori rispetto alle Banche-Spa. L'analisi empirica condotta nel paragrafo 2 mostra, invece, che non vi sono apprezzabili differenze tra le due categorie di banche.

Finora si è fatto riferimento a un concetto di efficienza statica. Ci si deve chiedere, pertanto, se le Banche Popolari possono presentare un più

³⁹ Cfr. Llewellyn (2002).

basso grado di efficienza dinamica rispetto alle Banche-Società per azioni; ci si deve, cioè, chiedere se la particolare *corporate governance* delle Banche Popolari costituisca un'importante limite alla crescita di queste banche.

Al fine di dare una risposta a questa domanda si è condotta un'indagine empirica, suddividendo il consueto panel di banche in tre gruppi dimensionali: banche con attivo inferiore ai 500 mld di €, banche con attivo compreso tra il precedente e i 10 mld di €, banche con attivo superiore ai 10 mld di €.

Su ciascuno dei tre gruppi dimensionali abbiamo di seguito calcolato il tasso di crescita medio⁴⁰ nel periodo di osservazione 1993-2001 (Tabella 10).

Tabella 10. Crescita dell'attivo per dimensione

	totale	Dimensione				
		<=500	500-100000	>10000	10000-20000	>20000
Crescita %						
SPA	14,5%	14,5%	14,6%	13,2%	5,8%	17,8%
Popolari	14,0%	14,2%	13,8%	14,0%	19,1%	3,9%
Numerosità						
SPA	776	638	117	21	8	13
Popolari	85	36	43	6	4	2

I risultati mostrano come, limitandosi alle tre categorie dimensionali succitate, non si registrino differenze significative tra i tassi di espansione dell'attivo tra Spa e Popolari né per il totale dei due gruppi, né all'interno di ciascuno di essi: in particolare a fronte di una leggera minore perfor-

⁴⁰ Data la rilevanza dei processi di fusione e acquisizione, il calcolo del tasso di crescita medio basato unicamente sui dati di inizio e fine periodo avrebbe determinato una forte diminuzione delle osservazioni a nostra disposizione. Per tale motivo abbiamo preferito calcolare il tasso di crescita medio come media dei singoli tassi di crescita annuali, sfruttando così il massimo delle informazioni disponibili.

mance nella classe dimensionale 500-10000 mld di €, le Popolari mostrano un maggior dinamismo nella classe dimensionale superiore. Sulla base di queste evidenze sembrano non esservi ragioni per dedurre un vincolo alla crescita dimensionale per le Banche Popolari.

Tuttavia se si scompone ulteriormente il dato della classe dimensionale superiore, distinguendo tra un gruppo compreso tra 10 e 20 mld di € ed uno di dimensioni superiori ai 20 mld di €, si può notare come il vantaggio di crescita riguardi unicamente la prima classe dimensionale, dove le Banche Popolari presentano un tasso di espansione tre volte superiore a quello delle altre banche, mentre nel gruppo con attivo superiore ai 20 mld di € il segno del vantaggio si inverte significativamente a favore delle Banche-Spa.

I risultati empirici appena illustrati sembrano indicare che il principio di una testa – un voto si ripercuote negativamente sulla crescita delle banche solo in corrispondenza di dimensioni molto elevate.

Le esigenze di superare questi limiti non sembrano essere alla base delle recenti conversioni di Banche Popolari in Banche-Spa intervenute nel nostro Paese. Infatti, in ... casi su ... la dimensione dell'attivo delle Banche Popolari "convertite" era inferiore ai ... miliardi.

Pertanto, la spiegazione delle conversioni sulla base dell'ipotesi dei mercati efficienti appare falsificata anche quando si fa riferimento all'efficienza dinamica, anziché all'efficienza statica.

Ulteriore conferma della limitata capacità esplicativa dell'approccio dei mercati efficienti alle conversioni delle banche cooperative si ha considerando i cambiamenti in termini di efficienza e redditività intervenuti nelle banche convertite. Con riferimento alla realtà americana Hansmann (1996) riferisce dei numerosi insuccessi riscontrabili nelle *Savings and Loans* convertite in società per azioni.

Anche quando si considerino i casi di Banche Popolari trasformate nel nostro Paese in società per azioni non si hanno riscontri esaltanti. Ciò è evidenziato nell'**Appendice B**.

7. Il ruolo macroeconomico delle Banche Popolari

Nei paragrafi precedenti la "particolarità" delle Banche Popolari è stata esaminata principalmente considerando aspetti microeconomici. Tali aspetti hanno inevitabilmente implicazioni di natura macroeconomica.

Alcune di queste ultime sono evidenziate in questo paragrafo.

A partire dall'articolo seminale di King e Levine (1993) esiste ormai un'ampia letteratura sui riflessi della finanza sulla crescita economica.

Nell'ambito di questa letteratura diversi contributi enfatizzano l'importanza delle relazioni di lungo termine tra banca e prenditore di fondi. Tali relazioni consentono di operare forme di sussidi incrociati di "natura intertemporale".

Come visto nel paragrafo 1, tali sussidi consentono di migliorare lo *screening* e il *monitoring* della clientela. Per quanto appena ricordato si può dire che l'esistenza di banche come le Banche Popolari, che favoriscono l'instaurarsi di relazioni di clientela, fa sì che imprese, in caso contrario esposte a forme di razionamento, possano accedere a finanziamenti esterni.

In aggiunta a quanto appena esposto sempre nel paragrafo 1 si è visto come le relazioni di clientela permettano anche di rivedere le condizioni di prestito *ex-post*. Ciò vale soprattutto quando un'impresa si trovi in situazioni critiche. Può accadere, ad esempio, che un'impresa, pur riportando perdite nel breve periodo, abbia possibilità di tornare redditizia superata una fase di crisi. Tale impresa incontrerebbe difficoltà a finanziarsi sul mercato poiché difficilmente gli operatori riescono a "internalizzare" il suo valore di lungo periodo in misura tale da poter offrire fondi, nel breve periodo sussidiati. Peraltro, un'impresa di questo tipo avrebbe anche difficoltà a finanziarsi presso banche che, come evidenziato nel paragrafo 2, soffrono di *shortermism*.

Per contro, banche, come le Banche Popolari, che siano in grado di instaurare relazioni di clientela possono offrire al cliente prestiti a condizioni più favorevoli di quelle di mercato e recuperare le perdite sofferte nell'immediato in periodi successivi, quando l'impresa è tornata a produrre reddito, attraverso l'applicazione di tassi di interesse più elevati di quelli di mercato.

Le fasi critiche a cui si è fatto riferimento possono riguardare sia l'impresa singola che il sistema nel suo complesso. Quest'ultimo aspetto merita particolare attenzione. Il prevalere nelle banche di comportamenti uniformati a *shortermism* rende la propensione di queste a erogare credito molto sensibile alle fasi del ciclo: questo comportamento tende ad aggravare le fasi recessive e favorisce l'approfondirsi e l'allargarsi delle crisi finanziarie. Per contro il prevalere di relazioni di clientela ha effetti sta-

bilizzanti sull'economia reale e sul funzionamento del sistema finanziario.

Gli aspetti evidenziati consentono di concludere che vi è un ampio comparto di imprese e operatori che ricevono fondi o maggiori fondi di quanto avverrebbe altrimenti grazie all'esistenza di banche, come le Banche Popolari, strutturalmente propense a stabilire relazioni di clientela.⁴¹

Queste ultime consentono di attenuare gli elevati costi di informazione che incontrano determinati comparti di imprese nella soddisfazione del loro fabbisogno finanziario⁴². La crescita di questi comparti è, dunque, favorita da questo tipo di finanza.

E' indubbio che la possibilità di stabilire relazioni di lungo periodo con le banche avvantaggia innanzi tutto le imprese di piccola dimensione, vale a dire imprese il cui merito di credito può essere valutato solo sostenendo elevati costi di transazione e per le quali, quindi, i costi del finanziamento esterno sono elevati.⁴³

Quanto appena esposto induce a riflettere sul fatto che la struttura del sistema finanziario, e in particolare la struttura del sistema bancario, influisce non solo sul tasso, ma anche sul tipo di sviluppo.

In questa prospettiva è da ritenere che la politica bancaria perseguita nel periodo fascista svilisse l'importanza delle banche cooperative e in particolare delle Banche Popolari il cui numero tra il 1920 e il 1938 scese da 748 a 294.

Di fatto la politica del regime fascista era volta a favorire la concentrazione dell'industria e delle banche: una più elevata concentrazione avrebbe facilitato l'intervento dello Stato nell'economia e il controllo dei flussi finanziari ai diversi settori.

Anche in contesti, come durante il fascismo, in cui l'intervento della politica nell'economia è stato pesante le Banche Popolari hanno salvaguardato⁴⁴, negli ambiti operativi di loro competenza, il funzionamento

⁴¹ Come mostrano Ferri et al. (2004), a parità di dimensioni, le banche popolari hanno una quota di prestiti erogata alle piccole imprese significativamente superiore a quella erogata dalle altre categorie di banche.

⁴² Tali comparti, quindi, privilegiano il finanziamento bancario ad altre forme di finanziamento. E' il caso, come mostrano Di Majo et al. (2004), delle piccole imprese italiane.

⁴³ E' coerente con questa conclusione l'affermazione di Cav et al. (2004), sostenuta da evidenze empiriche, secondo cui le Banche Popolari ricorrono in misura minore delle altre categorie di banche al razionamento del credito.

⁴⁴ Infatti, come scrivono Conti et al. (2003): "Il PNF non poté accedere facilmente ai ver-

del mercato come strumento di allocazione efficiente delle risorse.

Consapevoli di ciò e con l'obiettivo di favorire uno sviluppo economico decentrato, le Autorità regolamentari dell'immediato dopoguerra hanno perseguito una politica bancaria volta a privilegiare la crescita e la diffusione delle banche locali e, *in primis* delle Banche Popolari⁴⁵. Tale indirizzo può essere colto in numerosi interventi di Menichella, al tempo governatore della Banca d'Italia, come il seguente⁴⁶: "... a chi tenga presente la realtà della vita economica italiana, così varia da regione a regione, nell'industria, nell'agricoltura e nel commercio, e così popolata di medie e piccole imprese, la molteplicità delle istituzioni creditizie è garanzia di equa distribuzione del risparmio raccolto."

Menichella, peraltro, riteneva che l'obiettivo appena illustrato potesse perseguirsi, anziché con l'ampliamento della struttura periferica delle grandi banche, con l'espansione delle banche locali per due ragioni principali⁴⁷.

In primo luogo, egli riteneva che le banche locali avessero una più elevata conoscenza del merito di credito degli imprenditori locali: "... i capitali ... dovranno essere soprattutto forniti da istituzioni piccole, periferiche, che vivono accanto ad ogni piccolo proprietario, che vivono della sua stessa vita, che abbiano le sue stesse ansie, giacché chi sta lontano non riesce ad apprezzare la natura del bisogno e la serietà del bisogno ..."⁴⁸

Tra le banche locali venivano privilegiate le Banche Popolari e le Casse Rurali in quanto la forma cooperativa appariva "... la più adatta ad impedire il raggiungimento di fini personali e l'esplicazione di attività speculative ..."⁴⁹.

In secondo luogo, Menichella riteneva che le banche locali, data l'assenza di un'articolata diffusione territoriale, avrebbero impiegato in

tici delle banche cooperative, per estromettere da tali roccaforti locali esponenti invisi al nuovo regime o anche più semplicemente gelosi custodi di quelle tradizioni di autonomie che contrastavano con la ricerca di consenso da parte del regime e con le stesse linee guida di centralizzazione corporativa della vita economica e sociale."

⁴⁵ Su questo aspetto cfr. Albareto e Trapanese (1999)

⁴⁶ Discorso tenuto da Menichella all'Assemblea dell'Associazione tra le Aziende di credito ordinarie del 1957.

⁴⁷ Una dettagliata esposizione di queste ragioni si trova in Albareto e Trapanese (1999)

⁴⁸ Cfr. Cotula et al. (1997), pp. 318-319.

⁴⁹ Cfr. Banca d'Italia (1948), p. 141.

loco i risparmi raccolti. La preoccupazione che le risorse finanziarie potessero defluire dai centri minori ai centri maggiori, presente, peraltro, anche in Einaudi (1930), è coerente a livello empirico con il principio di Feldstein e Horioka⁵⁰ e a livello teorico con un ampio filone di teoria della crescita che evidenzia la tendenza della crescita a concentrarsi in alcune aree a scapito di altre e a dar luogo ad uno sviluppo squilibrato⁵¹.

Di qui le preoccupazioni sollevate da più parti che il processo di consolidamento verificatosi anche nel nostro Paese negli ultimi decenni e la tendenziale riduzione del numero delle banche piccole e locali possa influire negativamente sulla disponibilità di credito delle piccole imprese e di determinate aree geografiche⁵².

La struttura finanziaria e bancaria non influisce solo sulla crescita dell'economia, sulla sua diffusione geografica, ma anche sulla sua composizione per comparti.

Diversi contributi teorici e empirici⁵³ tendono a mostrare che i sistemi finanziari, e quindi le banche, in cui rivestono un ruolo cruciale le relazioni di clientela, tendono a finanziare preferibilmente industrie intensive di attività *tangibili* piuttosto che le industrie intensive di attività *intangibili* e, dunque, a elevato contenuto innovativo.

La ragione di ciò risiederebbe in due fattori.

Da un lato, le industrie intensive di attività tangibili in genere riguardano settori produttivi tradizionali e ben conosciuti. In questo contesto, è perciò meno probabile che l'assenza di segnali di mercato circa la profitabilità dell'impresa rappresenti un problema nelle decisioni di investimento.

Dall'altro, poiché le industrie tradizionali sono note, è improbabile che un elevato ammontare di rendita affluisca alle banche. In ogni caso il prenditore di fondi può utilizzare le garanzie tangibili di cui dispone per rivolgersi ad un'altra banca nel caso la prima gli applichi condizioni eccessivamente onerose.

La tesi appena enunciata trova conferma anche quando applicata

⁵⁰ Come noto Feldstein e Horioka (1980) hanno mostrato che anche nei Paesi industrializzati la mobilità dei capitali è limitata, così che a variazioni del tasso di risparmio di un'economia conseguono variazioni del tasso di investimento interno di entità analoga.

⁵¹ Cfr. tra gli altri Grossman e Helpman (1991).

⁵² Su questo aspetto cfr. Debruyne e Ferri (2004).

⁵³ Per l'analisi teorica cfr. tra gli altri Allen (1993) e Allen e Gale (2001). Tra i contributi empirici cfr. Carlin e Mayer (2003) e Houston e James (1996).

all'interno del sistema bancario. Dalla Tabella 11, che mette a confronto i settori industriali finanziati dalle Banche Popolari e dal resto del sistema emerge la particolare predilezione delle prime per i settori tradizionali a tutto scapito dei settori di scala.

Tabella 11. Ripartizione del credito

Settori Pavitt	Popolari		Sistema	
	Intera Economia			
	Medie ponderate		Medie semplici	
	Popolari	Sistema	Popolari	Sistema
Tradizionali	72,6%	72,6%	0,0%	0,0%
Scala	21,3%	21,8%	0,0%	0,0%
Tecnologici	4,1%	3,8%	0,0%	0,0%
Specializzati	1,9%	1,8%	0,0%	0,0%
	Industria in senso stretto			
	Medie ponderate		Medie semplici	
	Popolari	Sistema	Popolari	Sistema
Tradizionali	33,8%	31,5%	0,0%	0,0%
Scala	51,6%	54,6%	0,0%	0,0%
Tecnologici	10,0%	9,5%	0,0%	0,0%
Specializzati	4,7%	4,5%	0,0%	0,0%

Le considerazioni svolte in questo paragrafo consentono di concludere che l'esistenza delle Banche Popolari, vale a dire di banche particolarmente propense, data la loro *corporate governance*, a stabilire relazioni di clientela, favorisce una struttura più bilanciata del sistema bancario e finanziario e una crescita reale equilibrata a livello territoriale e con un peso importante dei settori industriali tradizionali.

Sistemi sbilanciati verso le relazioni impersonali di mercato o verso le relazioni di clientela sono maggiormente esposti ai cicli finanziari e reali. E' indubbio, ad esempio, che la fine della bolla speculativa di Borsa degli anni recenti ha influito in misura minore sulla redditività delle Banche Popolari che di Banche più propense a proporsi come operatori di mer-

cato, che banche in senso stretto.

Vi è da aggiungere che le Banche Popolari, nel momento in cui raccolgono apporti di capitali da risparmiatori avversi al rischio e data la forte tutela dei piccoli risparmiatori, si configurano come uno strumento utile ai fini dello sviluppo dei mercati finanziari e della Borsa: in definitiva gli azionisti delle Banche Popolari sono protetti dalla politica di stabilizzazione dei dividendi di queste banche.

Conclusioni

La letteratura prevalente riporta la peculiarità delle Banche Popolari al fatto che queste banche beneficiano della vicinanza al cliente, di forme di “peer monitoring” e di interazioni di lunga durata.

Con riferimento al primo aspetto le Banche Popolari, essendo banche locali, possono meglio risolvere il problema delle asimmetrie informative tra datore e prenditore di fondi. Esse, infatti, disporrebbero di informazioni di cui non possono disporre le banche di grandi dimensioni. Sotto questo profilo, tuttavia, le Banche Popolari non sono distinguibili da altre banche locali nella forma di società per azioni.

In contesti contraddistinti da fallimenti dello Stato e da elevata povertà istituzionale, il “peer monitoring” sull'erogazione di fondi, vale a dire il controllo esercitato dal gruppo sul singolo debitore, può risultare uno strumento efficace per incentivare i prenditori di fondi a comportamenti virtuosi, per ridurre il rischio di credito e, quindi, il razionamento del medesimo. Peraltro, quanti riconducono l'origine delle Banche Popolari all'efficacia del *peer monitoring* sono portati a ritenere che, allorché lo Stato e le istituzioni si rafforzano, vengono meno le ragioni di esistenza di queste banche.

L'approccio che enfatizza l'importanza delle interazioni di lunga durata consente di evidenziare il ruolo della comunità nel sanzionare socialmente il singolo quando questi non rispetta gli impegni assunti. Questo ruolo ha, tuttora, importanza rilevante nel caso delle Banche Popolari. In esse, infatti, data la composizione dei soci e dei consigli di amministrazione (di cui fanno parte i maggiori esponenti dell'economia locale), la comunità economica di un determinato territorio esercita un attento *screening* e controllo sul merito di credito dei prenditori di fondi

e applica a questi, quando insolventi, forme di sanzione sociale.

La struttura della *corporate governance* delle Banche Popolari merita attenzione non solo per la composizione dei suoi organi sociali, ma per il fatto che essa è, come in tutte le imprese cooperative, basata sul principio di “una testa – un voto”.

Nelle banche basate sul principio di un’azione - un voto” il principale strumento di controllo sui manager è rappresentato dalla minaccia di *takeover*. In base a questo principio se la redditività della banca diminuisce e così fa il prezzo delle sue azioni, aumenta la probabilità che cambino i proprietari e con essi il *management*. Consapevoli di questo, i manager, allo scopo di prevenire un possibile *takeover*, possono incorrere in forme di *short-termism*.

Per contro nel caso delle Banche Popolari, dove il principio di “una testa – un voto” rende improbabili i *takeover* e assicura stabilità al *management*, è scongiurato il prevalere di *short-termism* e vi sono i presupposti per instaurare con i prenditori di fondi relazioni di lungo periodo.

Tali relazioni consentono forme di sussidi incrociati di natura intertemporale e rendono possibile la rinegoziabilità nel tempo delle condizioni applicate ai finanziamenti.

Ciò favorisce l’erogazione di fondi a imprese che effettuano investimenti a redditività differita e che incontrerebbero difficoltà a ottenere finanziamenti esterni, dati gli elevati costi di informazione necessari all’accertamento del loro merito di credito.

La bassa probabilità di *takeover*, se da un lato consente alle Banche Popolari di sviluppare più facilmente relazioni di clientela, potrebbe influire negativamente sull’efficienza interna di queste banche.

Un’analisi empirica volta a paragonare l’efficienza delle Banche Popolari e quella delle Banche - Spa evidenzia l’assenza di differenze rilevanti tra queste due categorie di banche.

Ciò sembra spiegabile con l’esistenza di forme di controllo sui *manager* alternative alla minaccia di *takeover*. Tra tali forme di controllo due sembrano degne di menzione.

Da un lato, almeno nel caso delle Banche Popolari di piccole e medie dimensioni, i consiglieri di amministrazione, essendo esponenti di professioni e disponendo di informazioni sull’economia locale e su parte almeno della clientela, sono in grado di valutare la gestione dei *manager*.

Non è certo un caso che, pur in assenza di *takeover*, anche per le Ban-

che Popolari, come evidenziato nel paragrafo 3., si riscontri una relazione tra *performance* e *turnover* dei *manager*, anzi un nesso causale tra cattiva *performance* e *turnover*. Dall'altro lato, una forma di controllo sulla gestione è costituita dalla politica di stabilizzazione dei dividendi, tipica delle Banche Popolari.

Tale politica, oltre a prevenire forme di *shorttermism*, incentiva i *manager* a conseguire un livello minimo di redditività: per questo aspetto, almeno, le azioni delle Banche Popolari sono assimilabili ad una forma di passività con tasso di interesse predeterminato, come ad esempio, le obbligazioni.

La stabilizzazione dei dividendi non rappresenta soltanto una forma di controllo dell'operato dei *manager*, ma evidenzia anche lo stato di sostanziale parità tra i soci delle Banche Popolari.

Nelle Banche - Spa, infatti, può determinarsi uno squilibrio tra il potere di controllo della maggioranza e quello della minoranza. Tale squilibrio può favorire l'insorgere di forme di *tunneling*, vale a dire il perseguimento da parte dei grandi azionisti dei propri interessi a danno dei piccoli azionisti e, in concreto, nel trasferimento a questo tipo di azionisti di risorse dell'impresa e, dunque, anche dei restanti azionisti.

Un'ampia letteratura mostra che la difesa degli azionisti di minoranza è più efficace nei Paesi in cui vige la *common law*, come ad esempio Stati Uniti e Regno Unito, che in quelli in cui vige la *civil law*, come i Paesi dell'Europa continentale.

La possibilità di *tunneling* è legata allo squilibrio che può determinarsi tra diritti di controllo e diritti di *cash-flow*: nelle società per azioni, in particolare laddove sono possibili strutture societarie piramidali, azionisti con modesti diritti di *cash-flow* possono avere elevati diritti di controllo e operare come soci di maggioranza. Nelle imprese in cui vige il principio di "una testa – un voto" non può accadere che i diritti di controllo siano significativamente maggiori di quelli di *cash-flow*; può accadere semmai il contrario: in questo contesto, dunque, gli abusi da parte degli azionisti di maggioranza a scapito di quelli di minoranza sono più difficili. Ciò può contribuire a spiegare perché le banche cooperative, e *in primis* le Banche Popolari, si sono sviluppate soprattutto laddove, come nei Paesi dell'Europa continentale, la vigenza della *civil law* offriva una difesa meno forte degli azionisti di minoranza e abbiano avuto scarso sviluppo nei Paesi anglosassoni.

Ci si deve chiedere, allora, per quale ragione, se le Banche Popolari non sono meno efficienti delle Banche - Spa, numerosi siano i passaggi di banche dal primo al secondo tipo di forma societaria. Un esame dei casi di conversione avvenuti in Italia nell'ultimo decennio porta a escludere la tesi della teoria dei mercati efficienti, vale a dire che le conversioni delle Banche Popolari in Banche - Spa derivino dal fatto che la forma organizzativa delle seconde è più efficiente nel contesto ambientale venutosi a formare. Questa tesi si scontra con due evidenze: la prima che, nel nostro Paese almeno, le Banche Popolari presentano livelli di efficienza pari, se non superiori, a quelli delle Banche - Spa; la seconda evidenza riguarda la *performance* deludente delle Banche Popolari convertitesì in società per azioni: queste banche, infatti, nel periodo successivo alla conversione presentano *performance* peggiori che nel periodo precedente.

La implausibilità dell'approccio dei mercati efficienti alle conversioni di Banche Popolari induce a spiegare questi casi nella prospettiva di un comportamento opportunistico da parte dei soci o di una frazione di essi.

Questo comportamento può essere sollecitato dall'insorgere per alcuni soci di un pesante squilibrio tra diritti di *cash-flow* e diritti di controllo: i primi possono, cioè, risultare per una serie di ragioni significativamente superiori ai secondi. La spinta di questi soci a convertire una Banca Popolare in società per azioni può consolidarsi e trovare consensi in particolari fasi, come in presenza di un *boom* di Borsa che rende possibile per i soci la realizzazione di importanti plusvalenze.

Infine, la peculiarità della *corporate governance* delle banche cooperative, e in particolare delle Banche Popolari, non ha riflessi soltanto sul comportamento di queste banche, ma ha anche importanti implicazioni di natura macroeconomica.

Il fatto che la stabilità della gestione favorisca l'instaurarsi di relazioni di lungo periodo con la clientela favorisce l'accesso al credito di imprese che altrimenti avrebbero difficoltà a procurarsi fondi. Ciò finisce per riflettersi positivamente sui tassi di crescita dell'economia.

D'altro canto, l'esistenza di relazioni di lungo periodo consente alle Banche Popolari di operare forme di sussidi incrociati di natura intertemporale, sostenendo le imprese finanziate quando sono in difficoltà. Ciò contribuisce a stabilizzare le risorse finanziarie di determinate categorie di imprese, attenuando i possibili effetti negativi sui finanziamenti ad esse di cicli negativi dell'economia reale e del mercato borsistico.

I legami tra Banche Popolari e territorio, evidenziati dalla composizione dei consigli di amministrazione e la vicinanza di queste banche a determinate comunità, favoriscono l'investimento dei risparmi laddove si formano: in questo modo viene ad essere favorita una crescita equilibrata dell'economia. E' tenendo conto di questi aspetti che la politica bancaria condotta in Italia negli anni '50 ha teso a stimolare la crescita delle banche locali e in particolare delle banche in forma cooperativa, cioè delle Banche Popolari e delle Casse Rurali.

BIBLIOGRAFIA

- ALBARETO, G. e TRAPANESE, M. (1999), *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in Cotula F. (a cura di) "Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario", Collana Storica della Banca d'Italia, vol. VII.3, Laterza Editori.
- ALLEN, F. (1993), *Stock markets and resource allocation*, in Mayer, C. e Vives, X. (a cura di), "Capital markets and financial intermediation", Cambridge, Cambridge University Press.
- ALLEN, F. e GALE, D. (2001), *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.
- BANERJEE, A.V., BESLEY, T. e GUINNANE, T.W. (1994), *Thy neighbor's keeper: the design of a credit cooperative with theory and a test*, in "Quarterly Journal of Economics", pp. 491-515.
- BARCA, F. (1995), *On corporate governance in Italy: issues, facts, and agency*, mimeo, Banca d'Italia, Roma.
- BARCLAY, M. e HOLDERNESS, C. (1989), *Private benefits from control of public corporations*, in "Journal of Financial Economics", pp. 371-395.
- BARCLAY, M. e HOLDERNESS, C. (1992), *The law and large-block traders*, in "The Journal of Law and Economics", pp. 265-294.
- BEBCHUK, L.A., KRAAKMAN, R. e TRIANTIS, G. (2000), *Stock pyramids, cross-ownership, and dual-class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in Morck, R.K. (ed.), "Concentrated Corporate Ownership", University of Chicago Press, Chicago.
- BERGER, A.N. e UDELL, G.F. (1998), *The economics of small business finance: the role of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in "Journal of Banking and Finance", pp. 657-669.
- BERGER, A.N., MILLER, N., PETERSEN, M., RAJAN, R. e STEIN, J. (2002), *Does function follow organizational form? Evidence from the lending practice of large and small banks*, NBER working paper n. 63.
- BERGSTROM, C. e RYDGVIST, K. (1990), *Ownership of equity in dual-class firms*, in "Journal of Banking and Finance", pp. 255-269.
- BERLE, A. e MEANS, G. (1932), *The modern corporation and private property*, New York, McMillan.

- BERLIN, M. e MESTER, L.J. (1992), *Debt covenants and renegotiation*, in “Journal of Financial Intermediation”, pp. 2-50.
- BONUS, H. e SCHMIT, G. (1990), *The cooperative banking group in the Federal Republic of Germany: aspects of institutional change*, in “Journal of Institutional and Theoretical Economics”, pp. 180-207.
- BOOT, A. W.A. e THAKOR, A.V. (1994), *Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game*, in “International Economic Review”, vol. 35, pp. 899-920.
- BRUNELLO, G., GRAZIANO, C. e PARIGI, B. (1999), *Ownership or performance: what determines Board of Directors’ turnover in Italy?*, in “Fondazione ENI Enrico Mattei working paper” n. 1999.30
- CARLIN, W., e MAYER, C. (2003), *Finance, investment and growth*, in Journal of Financial Economics”, vol. 69-1, pp. 191-226.
- CAU, G., DE BONIS, R., FARABULLINI, F. e SALVIO, A. (2004), *Rischiosità e razionamento dei prestiti : ci sono differenze tra Banche Popolari e Banche Società per azioni?*, working paper, DISEFIN, Università di Genova, Genova.
- CESARINI, F., FERRI, G. e GIARDINO, M. (1997), *Credito e sviluppo*, Bologna, il Mulino.
- CIANCANELLI, P. e REYES-GONZALES, J.A. (2000), *Corporate Governance in banking: a conceptual framework*, articolo presentato alla European Financial Management Association Conference, Atene, Grecia, luglio.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. e LANG, L. (1999), *Expropriation of minority shareholders: evidence from East-Asia*, Policy Research Working Paper n. 2088, The World Bank, Washington, D.C..
- COASE, R. (1937), *The nature of the firm*, in “Economica”, pp. 386-405.
- COLE, R.A., GOLDBERG, L.G. e WHITE, L.J. (1999), *Cookie-cutter versus character: the micro structure of small business lending by large and small banks*, in Federal Reserve System, “Business Access to Credit”.
- CONFALONIERI, A. (1976), Prefazione a Motta L., “Credito Popolare e sviluppo economico. L’esperienza di una banca locale lombarda fra il 1874 e il 1907”, Milano.
- CONTI, G., FERRI, G. e POLSI, A. (2003), *Banche cooperative e fascismo: performance e controllo durante le crisi finanziarie degli anni*

- '20 e '30, in "Credito Popolare", pp. 5-35.
- DE BONIS, R., MANZONE, B. e TRENTO, S. (1994), *La proprietà cooperativa: teoria, storia ed il caso delle Banche Popolari*. Temi di discussione, Banca d'Italia, n. 238.
- DE BRUYN, R. e FERRI, G. (2004), *Le ragioni delle Banche Popolari: motivi teorici ed evidenze empiriche*, working paper, DISEFIN, Università di Genova, Genova.
- DENIS, D. e SERRANO, J. (1996), *Active investors and management turnover following unsuccessful control contests*, in "Journal of Financial Economics", pp. 239-266.
- DI MAJO, A., PAZIENZA, M.G., e TRIBERTI, B. (2004), *La scelta di finanziamento delle imprese minori: teoria e analisi del caso italiano*, working paper, DISEFIN, Università di Genova, Genova.
- DIAMOND, D. (1989), *Reputation acquisition in debt markets*, in "Journal of Political Economy", vol. 97, pp. 828-862.
- EINAUDI, L. (1930), *Ci sono troppe banche in Italia*, in "La Riforma Sociale".
- FAMA, E.F. (1985), *What's different about banks?*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 15, pp. 5-29.
- FELDSTEIN, M. e HORIOKA, C. (1980), *Domestic saving and international capital flows*, in "Economic Journal", vol. 90, pp. 314-329.
- FERRI, G., KANG, T.S., e KIM, I.J. (2000), *The value of relationship banking during financial crises: evidence from the Republic of Korea*, Working Paper, World Bank.
- FERRI, G., MASCIANDARO, D. e MESSORI, M. (2001), *Corporate governance, board turnover and performance: the case of local banks in Italy*, in "I Quaderni di Ricerca" del Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi", Università Bocconi, n. 146.
- FERRI, G., MICHETTI, G. e TONDELLI, C. (2004), *Banche Popolari fra crescita e localismo: dinamiche di espansione nel decennio 1993-2002 nel rapporto con il territorio*, working paper, DISEFIN, Università di Genova, Genova.
- FRANKS, J. e MAYER, C. (1994), *The ownership and control of German corporations*, mimeo, London Business School.
- GROSSMAN, G. e HELPMAN, E. (1991), *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MA, MIT Press.
- HANSMANN, H. (1996), *The ownership of enterprise*, Harvard Univer-

- sity Press, Cambridge, MA.
- HART, O. e MOORE, J. (1998), *Cooperatives vs outside ownership*, NBER working paper n. w6421.
- HOSHI, T. KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D. (1990), *The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan*, in “Journal of Financial Economics”, vol. 27, pp. 67-88.
- HOUSTON, J. e JAMES, C. (1996), *Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims*, in “The Journal of Finance”, vol. 51-5, pp. 1863-90.
- JAMES, C. (1987), *Some evidence of the uniqueness of bank loans*, in “Journal of Financial Economics”, pp. 425-448.
- JENSEN, M. (1983), *Agency costs and the free cash flow, corporate finance and takeover*, in “American Economic Review”, Papers and Proceedings, pp. 323-329.
- JOHNSON, S., BOONE, P., BREACH, A. e FRIEDMAN, E. (2000), *Corporate governance in the Asian financial crisis*, in “Journal of Financial Economics”, vol. 58, pp. 141-186.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SALINES, F. e SHLEIFER, A. (2000), *Tunnelling*, Discussion Paper n. 1887, Harvard Institute of Economic Research.
- KANG, J.K. e SHIDASANI, A. (1995), *Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan*, in “Journal of Financial Economics”, pp. 29-58.
- KAPLAN, S. e MINTON, B. (1994), *Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers*, in “Journal of Financial Economics”, pp. 225-257.
- KING, R.G., e LEVINE, R. (1993), *Finance and growth: Schumpeter might be right*, in “Quarterly Journal of Economics”, vol. 108, n. 3, pp. 717-737.
- LA PORTA, R., LOPEZ-de-SALINES, F. e SHLEIFER, A. (1996), *Law and finance*, NBER working paper n. 5661.
- LA PORTA, R., LOPEZ-de-SALINES, F. e SHLEIFER, A. (1999), *Corporate ownership around the world*, in “Journal of Finance”, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., LOPEZ-de-SALINES, F. e VISHNY, R. (2002), *Investor protection and corporate valuation*, in “The Journal of Finance”, vol. 57, pp. 1147-1170.

- LLEWELLYN D. (2002), Il futuro delle piccole banche mutualistiche. L'esperienza del Regno Unito, in "Cooperazione di Credito", pp. 291-329.
- LONGHAFER, S.D. e SANTOS, J.A.C. (1998), *The importance of bank seniority for relationship lending*, BIS working paper n. 58, novembre.
- LUZZATTI, L. (1952), *Opere*, vol. IV. L'Ordine Sociale, Bologna.
- MARRIS, R. (1964), *The economic theory of managerial capitalism*, London, Macmillan.
- MASCIANDARO, D. (1996), *La specificità delle Banche Popolari*, in AA.VV., *Quali Banche in Italia? Secondo Rapporto sul Sistema Finanziario*, Fondazione Rosselli, Edibank, Milano.
- NOLAN, D. (1998), *Capital structure and short term decisions*, Royal Holloway University of London Discussion Papers in Economics, n. 9810.
- PAGANO, M. e PANUNZI, F. (1997), *Banche commerciali e banche cooperative: qual'è la differenza?*, in "Cooperazione di Credito", pp. 223-256.
- PIAZZA, M. (2002), *Government ownership of banks and managerial turnover: a further look to the political view*, working paper, Servizio Studi, Banca d'Italia, Roma.
- PIPITONE, M. (2004), *La disciplina giuridica delle Banche Popolari e i modelli alternativi di Banca*, working paper, DISEFIN, Università di Genova, Genova.
- PITTALUGA G.B., (1998), *La specificità della banca locale cooperativa e i connessi problemi di corporate governance*, in "Cooperazione di Credito", pp. 147-178.
- POLSI, A. (1993), *Alle origini del capitalismo italiano*, Torino, Einaudi.
- PORTA, A. (1997), *Aspetti proprietary dell'impresa bancaria: un confronto fra i diversi modelli*, in "Credito di Cooperazione", pp. 257-274.
- PROWSE, S. (1997), *Alternative methods of corporate controls in commercial banks*, in "Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review", pp. 24-36.
- RAJAN, R. (1992), *Insiders and Outsiders: the Choice between Relationship and Arm's-Length Debt*, in "The Journal of Finance", n. 47, pp. 1367-1400.

- RAJAN, R. (1997), *Is there a future in banking? Towards a new theory of the commercial bank*, in “Journal of Applied Corporate Finance”, pp. ...
- RAJAN, R. e ZINGALES, L. (2001), *Financial Systems, industrial structure and growth*, in “Oxford Review of Economic Policy”, vol. 17, n. 4, pp. 467-482.
- SCHULZE-DELITZSCH, E. (1871), *Delle unioni di credito ossia delle Banche Popolari*, Venezia.
- SHIVDASANI, A. (1993), *Board composition, ownership structure, and hostile takeovers*, in “Journal of Accounting and Economics”, pp. 167-198.
- SHLEIFER, A. e SUMMERS, L. (1988), *Breach of trust in hostile takeovers*, in A. Auerbach (a cura di), “Mergers and Acquisitions” NBER, University of Chicago Press.
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R. (1986), *Large shareholders and corporate control*, in “Journal of Political Economy”, pp. 461-488.
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R.W. (1997), *A survey of corporate governance*, in “Journal of Finance”, pp. 737-783.
- STEIN, J. C., (1989), *Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior*, in “Quarterly Journal of Economics”, vol. 104, pp. 655-669.
- STIGLITZ, J. (1990), *Peer monitoring and credit markets*, in “The World Bank Economic Review”, pp. 351-366.
- STIGLITZ, J. e WEISS, A. (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, in “American Economic Review” vol. 71(3), pp. 393-410.
- VARIAN, H. (1990), *Monitoring agents with other agents*, in “Journal of Institutional and Theoretical Economics”, n. 146, pp. 153-174.
- VON THADDEN E.L., (1995), *Long-term contracts, short-term investment, and monitoring*, in “Review of Economic Studies”, vol. 62, pp. 557-575.
- ZINGALES, L. (1994), *The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience*, in “The Review of Financial Studies”, pp. 125-148.
- ZWIEBEL, J. (1995), *Corporate conservatism and relative compensation*, in “Journal of Political Economy”, vol. 103, pp. 1-25.

APPENDICE A

I risultati di un'analisi di panel in cui si è preso a riferimento il solito campione Bilbank confermano il fatto che, nel nostro Paese, le Banche Popolari non presentano livelli di efficienza inferiori a quelli delle altre banche.

In particolare nella struttura regressiva utilizzata gli indicatori prescelti sono stati posti in relazione con la dimensione della banca (TOTATT), con la quota dei ricavi da servizi sul margine di intermediazione (Ricscr/minte) e con la macro-area di appartenenza della banca (Dunord Nord, Ducs centro-sud). Inoltre per isolare l'effetto temporale è stata introdotta, solo sull'intercetta, una variabile (ANNI) che distingue i diversi anni del nostro campione temporale. Dati i nostri scopi la precedente specificazione tipo è stata duplicata per tener conto dell'appartenenza o meno delle singole banche alla Categoria delle Popolari (Dupop). In formule poste che IND rappresenti l'indicatore da analizzare la specificazione utilizzata può essere scritta come:

$$\begin{aligned} \text{Ind} = & a1 * \text{DUPOP} * \text{DUNORD} + a2 * \text{ANNI} * \text{DUPOP} * \text{DUNORD} \\ & + a3 * \text{TOTATT} * \text{DUPOP} * \text{DUNORD} + a4 * \text{RICSER} / \text{MINTE} * \text{DUPOP} * \text{DUNORD} + a5 * (1 - \\ & \text{DUPOP}) * \text{DUNORD} + a6 * \text{ANNI} * (1 - \text{DUPOP}) * \text{DUNORD} + a7 * \text{TOTATT} * (1 - \\ & \text{DUPOP}) * \text{DUNORD} + a8 * \text{RICSER} / \text{MINTE} * (1 - \text{DUPOP}) * \text{DUNORD} \\ & + a9 * \text{DUPOP} * \text{DUCS} + \text{ANNI} * \text{DUPOP} * \text{DUCS} + a10 * \text{TOTATT} * \text{DUPOP} * \text{DUCS} \\ & + a11 * \text{RICSER} / \text{MINTE} * \text{DUPOP} * \text{DUCS} + a12 * (1 - \text{DUPOP}) * \text{DUCS} + a13 * \text{ANNI} * (1 - \\ & \text{DUPOP}) * \text{DUCS} + a14 * \text{TOTATT} * (1 - \text{DUPOP}) * \text{DUCS} + a15 * \text{RICSER} / \text{MINTE} * (1 - \\ & \text{DUPOP}) * \text{DUCS} \end{aligned}$$

Dunque si prevedono effetti differenziali, tra Popolari e Spa, sia in media, sia nelle relazioni con i singoli fattori strutturali considerati.

Gli indicatori utilizzati sono stati scelti in modo da tracciare un quadro completo del profilo rischio-redditività-efficienza delle banche; per cui si sono utilizzati: un indicatore di efficienza (Costi operativi in rapporto al totale attivo), un indicatore di rischio (Accantonamenti a fondo rischi su crediti in rapporto al margine di intermediazione) e un indicatore del risultante livello di profittabilità (Roe).

Per renderne più accessibile la comprensione, i risultati delle stime (Tabelle A1-A2-A3) sono stati rappresentati su di un asse cartesiano, dove la variabile dimensionale viene riportata sull'asse dell'ascisse, mentre la quota dei ricavi da servizi e l'appartenenza o meno alla categoria delle Popolari viene rappresentata considerando 4 diverse banche tipo: una

banca (Spa e Popolare) a bassa intensità di servizi, una banca (Spa o Popolare) ad alta intensità di servizi. Per individuare la bassa intensità di servizi si è considerata una quota di tali ricavi sul margine di intermediazione pari al 33, che è il valore prevalente prima del 1998 (anno in cui inizia il ciclo di borsa), mentre una quota del 50, livello cui sta tendendo attualmente il sistema bancario italiano, sta ad indicare una banca fortemente terziarizzata. Infine per distinguere tra le diverse aree geografiche si è replicato distintamente per il Nord e per il Centro-Sud il grafico precedente (Figure A1-A6). Per sintesi l'insieme dei risultati è riportato nella Tabella A4.

Tabella A1. Il livello del Roe un confronto tra Banche Popolari e Banche - Spa

Variabile	ROE		
	Coeff	t- Stat	Signif.
Dupop*Dunord	10,359	1,84	93,49%
Anni*Dupop*Dunord	-0,005	-1,86	93,69%
TOTATT*Dupop	0,011	2,50	98,76%
Ricser/minte*Dupop	0,173	3,02	99,75%
(1-Dupop)*Dunord	15,558	10,45	100,00%
Anni*(1-Dupop)*Dunord	-0,008	-10,39	100,00%
TOTATT*(1-Dupop)*Dunord	-0,004	-2,43	98,49%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Dunord	0,072	2,43	98,47%
Dupop*Ducs	15,359	1,74	91,80%
Anni*Dupop*Ducs	-0,008	-1,76	92,10%
TOTATT*Dupop*Ducs	0,021	2,02	95,68%
Ricser/minte*Dupop*Ducs	0,150	0,93	64,54%
(1-Dupop)*Ducs	12,371	6,10	100,00%
Anni*(1-Dupop)*Ducs	-0,006	-5,95	100,00%
TOTATT*(1-Dupop)*Ducs	-0,018	-6,92	100,00%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Ducs	0,180	5,64	100,00%
R ²	0,07729		
S.e.	0,109359		
N. osservazioni	5508		

Tabella A2. Costi su attivo un confronto tra Banche Popolari e Banche - Spa

Variabile	COSTI/ATTIVO		
	Coeff	t- Stat	Signif.
Dupop*Dunord	0,862	2,38	99,98%
Anni*Dupop*Dunord	0,000	-2,18	99,97%
TOTATT*Dupop	-0,003	-9,85	100,00%
Ricser/minte*Dupop	-0,003	-0,52	99,40%
(1-Dupop)*Dunord	1,643	16,24	100,00%
Anni*(1-Dupop)*Dunord	-0,001	-15,79	100,00%
TOTATT*(1-Dupop)*Dunord	-0,002	-18,15	100,00%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Dunord	0,025	15,26	100,00%
Dupop*Ducs	1,460	3,77	100,00%
Anni*Dupop*Ducs	-0,001	-3,63	100,00%
TOTATT*Dupop*Ducs	-0,002	-4,64	100,00%
Ricser/minte*Dupop*Ducs	0,006	1,06	99,71%
(1-Dupop)*Ducs	2,243	17,77	100,00%
Anni*(1-Dupop)*Ducs	-0,001	-17,30	100,00%
TOTATT*(1-Dupop)*Ducs	-0,003	-24,59	100,00%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Ducs	0,032	16,50	100,00%
R ²	0,319207		
S.e.	0,007055		
N. osservazioni	6465		

Tabella A3. Accantonamenti su margine di intermediazione un confronto tra Banche Popolari e Banche -Spa

Variabile	ACCAN/M.INTERMEDIAZ		
	Coeff	t- Stat	Signif.
Dupop*Dunord	-3,509	-2,90	100,00%
Anni*Dupop*Dunord	0,002	2,93	100,00%
TOTATT*Dupop	-0,001	-0,69	99,51%
Ricser/minte*Dupop	-0,039	-3,34	100,00%
(1-Dupop)*Dunord	0,361	1,09	99,72%
Anni*(1-Dupop)*Dunord	0,000	-0,95	99,66%
TOTATT*(1-Dupop)*Dunord	0,000	-1,91	99,94%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Dunord	-0,032	-16,06	100,00%
Dupop*Ducs	5,341	3,90	100,00%
Anni*Dupop*Ducs	-0,003	-3,86	100,00%
TOTATT*Dupop*Ducs	-0,002	-1,97	99,95%
Ricser/minte*Dupop*Ducs	0,000	-0,02	99,02%
(1-Dupop)*Ducs	3,376	7,92	100,00%
Anni*(1-Dupop)*Ducs	-0,002	-7,83	100,00%
TOTATT*(1-Dupop)*Ducs	0,000	0,44	99,34%
Ricser/minte*(1-Dupop)*Ducs	-0,023	-4,59	100,00%
R ²	0,071549		
S.e.	0,022098		
N. osservazioni	5518		

Tabella A4: confronto Popolari/Spa

Tipologia di banca	efficienza		rischio		Roe	
	Popolari	Spa	Popolari	Spa	Popolari	Spa
Nord/ric.ser al 33%		<33 mld		X	>700 mln	
CentroSud/ric.ser al 33%		X	X		X	
Nord/ric.ser al 50%	X			X	>600 mln	
CentroSud/ric.ser al 50%		>2 mld	X		X	

Figura A1. Roe Banche Nord

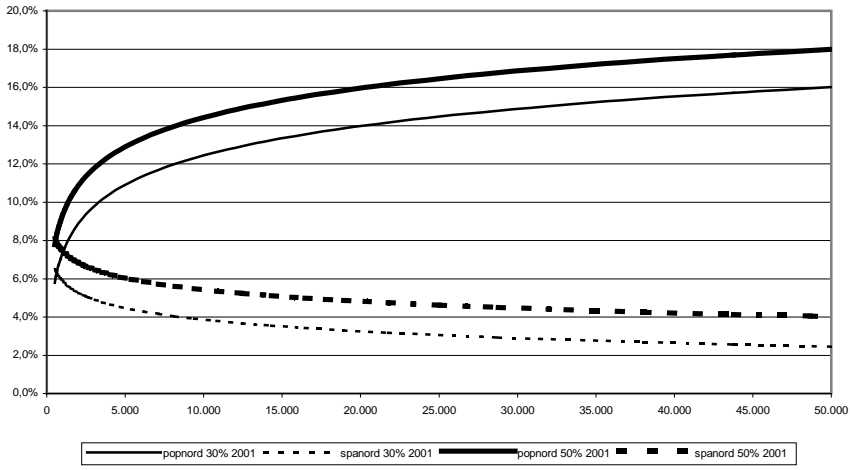


Figura A2. Roe banche Centro-Sud

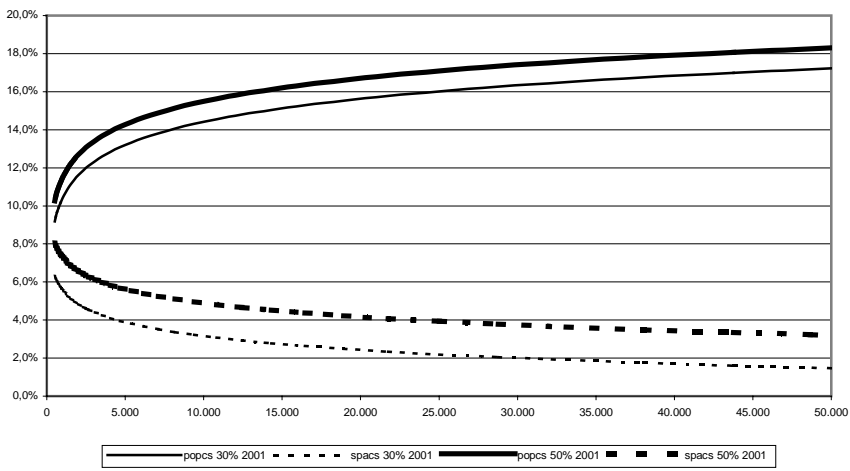


Figura A3. Costi su attivo banche Nord

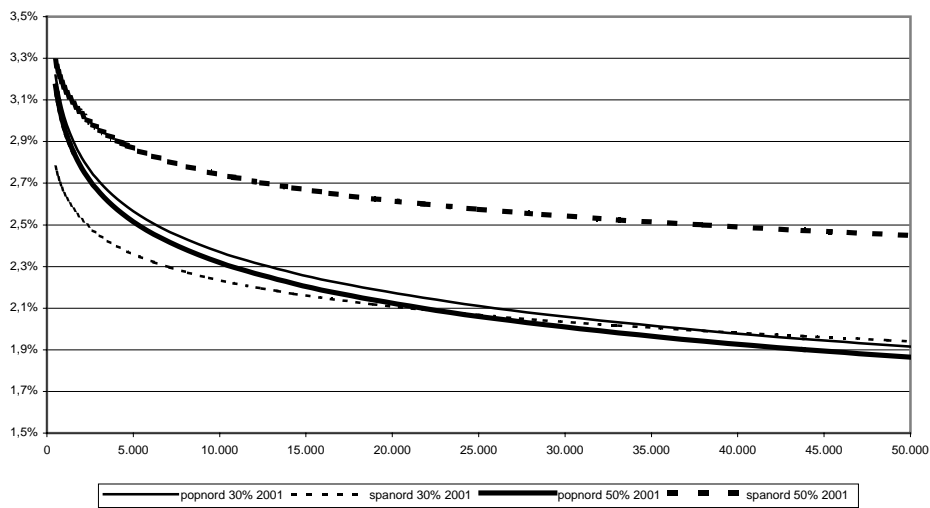


Figura A4. Costi su attivo banche Centro-Sud

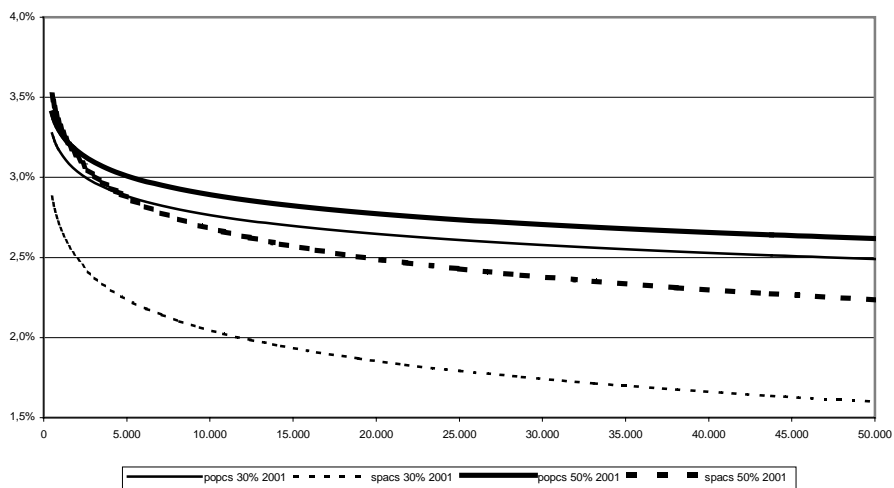


Figura A5. Accantonamenti su margine di intermediazione banche Nord

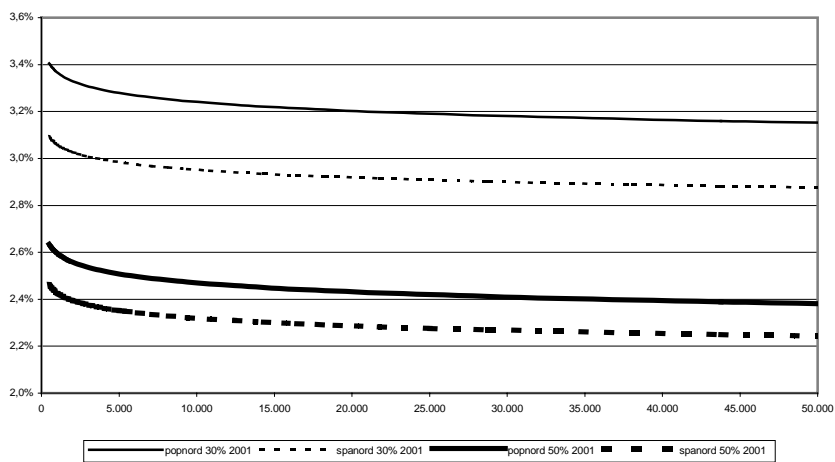
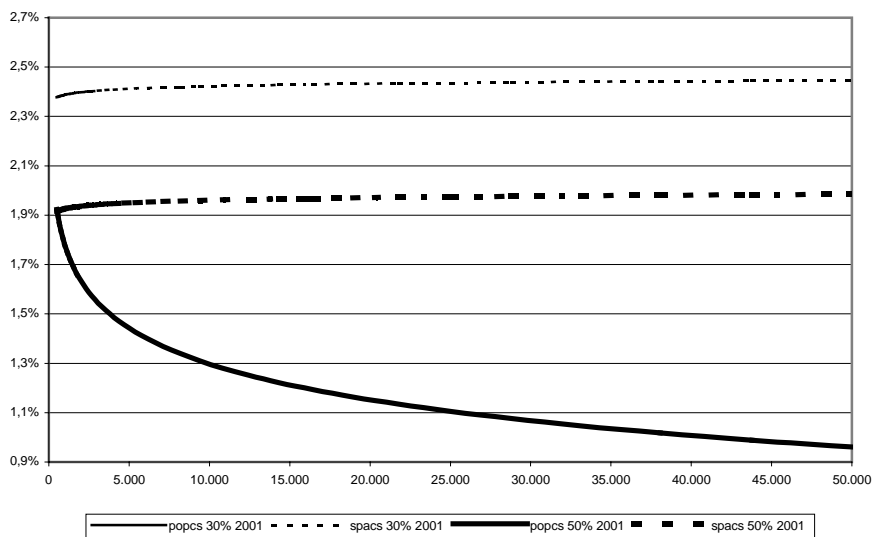


Figura A6. Accantonamenti su margine di intermediazione banche Centro-Sud



I risultati complessivi sembrano confermare gli esiti dei test di differenze tra medie introducendo alcune, importanti, qualificazioni. Viene confermato, in maniera netta, il primato di redditività delle Banche Popolari, primato che sembra assoluto per le banche del Centro-Sud del Paese e quasi assoluto per le banche del Nord: in effetti, in questa area, solo per dimensioni di banche decisamente contenute le Spa sembrerebbero competitive rispetto alle Popolari. Da notare come per le Banche Popolari il grado di redditività aumenta all'aumentare della dimensione, mentre l'opposto accade per le Banche - Spa.

Viene confermata, anche se in modo meno netto che nel caso precedente, una maggiore efficienza delle Spa rispetto alle Popolari: solo nel caso di banche altamente terziarizzate e residenti nel Nord del Paese, le Popolari riescono ad essere più efficienti delle Spa; stesso risultato vale nel caso di banche molto terziarizzate, residenti nel Centro-Sud e di dimensioni inferiori ai 2 mld di € o nel caso di banche poco terziarizzate, residenti nel Nord e di dimensione rilevante (più di 33 mld di €). In tutti gli altri casi le Spa mostrano una maggiore efficienza.

Interessante il risultato relativo al grado di rischio dell'attività bancaria. Se dall'analisi delle medie risultava una minore rischiosità delle Popolari, l'analisi Panel mostra come tale risultato dipende interamente dal comportamento delle banche centro-meridionali. Se, in effetti, vi sono poche differenze di rischiosità, a vantaggio delle Spa, tra le due categorie di banche nel Nord del Paese, nel Centro-Sud netta risulta la minore rischiosità delle Popolari, con un vantaggio crescente al crescere della dimensione. Tale risultato riecheggia un analogo esito ottenuto in una precedente ricerca dell'Associazione, in cui si mostrava come il minor rapporto sofferenze/impieghi delle banche della Categoria era costruito quasi interamente nelle regioni centro-meridionali.

APPENDICE B

Se CT_i sono i costi totali di produzione della i -esima unità, Q_i e P_i sono gli output e i prezzi degli input, allora:

$$(B1) \quad CT_i = f(Q_i, P_i; B) + \varepsilon_i$$

dove B è il vettore di parametri che identificano la regola ottimale di combinazione dei fattori produttivi dato il livello di output e dei prezzi degli input e ε_i rappresenta la distanza dei costi della singola unità produttiva dal loro livello ottimale $f(Q_i, P_i; B)$.

Nell'approccio econometrico alla frontiera efficiente tale distanza è rappresentabile come un termine a due componenti:

$$(B2) \quad \varepsilon_i = u_i + v_i$$

dove v_i è il classico disturbo casuale di media 0 e varianza σ_v^2 , mentre u_i , che rappresenta l'inefficienza dell' i -esima unità produttiva, è una variabile casuale non negativa, distribuita indipendentemente da v_i , con media μ e varianza σ_u^2 .

Chiaramente lo scopo dell'analisi è quello di stimare le u_i ; a tal fine, nel programma di stima Frontier 4.1 utilizzato nel presente lavoro, si adotta la parametrizzazione di Battese e Corra (1997) che scompone la varianza complessiva dell'errore ε tramite il parametro γ che rappresenta la parte di variabilità dovuta all'inefficienza tecnica:

$$(B3) \quad \gamma = \sigma_u^2 / (\sigma_u^2 + \sigma_v^2)$$

Come evidente γ potrà variare tra 0 e 1, facilitando in tal modo i processi iterativi di stima della funzione di massima verosimiglianza: in particolare un valore di γ pari a 0 significherà che scostamenti dalla frontiera sono dovuti unicamente a fattori casuali e che quindi tutte le unità produttive sono massimamente efficienti dal lato dei costi, almeno secondo l'esperienza dell'insieme delle banche sottoposte a stima; un γ pari ad 1 individua nell'inefficienza tecnica qualsiasi scostamento dalla frontiera dell'efficienza.

La misura dell'efficienza tecnica sarà definita confrontando il valore teorico della stima, quindi non tenendo conto di ε_i , e quello effettivo al netto dei disturbi casuali v_i . In formule:

$$(B4) \quad EFF_i = E(Y_i^* | U_i, X_i) / E(Y_i^* | U_i=0, X_i)$$

Come evidenti tale indicatore varierà tra 1, massima efficienza, e infinito, massima inefficienza. L'estensione di tale metodologia allo studio dell'efficienza nel settore bancario richiede di definire preliminarmente il concetto di output bancario e in seguito la forma funzionale migliore per stimare la funzione di costo. Riguardo il primo problema definitorio si è fatto riferimento al concetto di valore aggiunto, per cui una adeguata misura del prodotto bancario deve dar conto dei flussi di reddito generati dall'attività bancaria, mentre per quanto riguarda la forma funzionale si è utilizzata una classica funzione di costo translog multiproduct senza però tener conto della variabilità dei prezzi degli input:

$$(B5) \quad CT = a_0 + \sum_i a_i Q_i + \frac{1}{2} \sum_i \sum_j b_{ij} Q_i Q_j + \varepsilon$$

dove per simmetria $b_{ij} = b_{ji}$.

Nel nostro caso si sono considerati 2 output: interessi attivi sugli impieghi e ricavi da servizi⁵⁴. I dati utilizzati sono di fonte BILBANK e riguardano, per l'anno 2001, 620 banche di cui 54 Popolari. L'equazione stimata è riportata nella Tabella B.1.

Tabella B1: Stima della funzione di costo

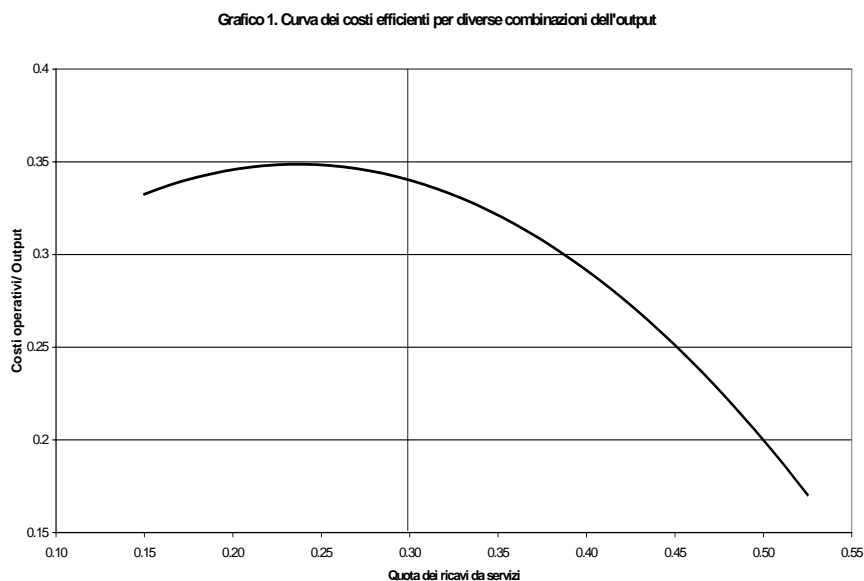
	Coeff.	Standard Error	t-stat
Costante	-2.19	1.10	-2.00
Ricavi da servizi	-0.97	0.23	-4.22
Interessi attivi	1.41	0.38	3.71
Ricavi da servizi ²	5.30	0.86	6.19
Interessi attivi ²	-12.35	3.38	-3.65
Ricavi da servizi *interessi attivi	23.28	3.91	5.96
Sigma-squared	0.76	0.07	11.28
Gamma	0.61	0.06	10.66
Log-likelihood function	-637.7		

Sulla base dei coefficienti riportati nella Tabella B.1 possiamo costruire, a parità di output, una curva dei costi efficienti secondo le diverse combinazioni dei due output; ciò ci permetterà di meglio comprendere il

⁵⁴ Per normalizzare i valori si sono divise le due variabili precedenti per il totale dell'attivo.

senso dei coefficienti stimati.
Ciò è quanto fatto nella Figura B1.

Figura B1: Curva dei costi efficienti per diverse combinazioni dell'output



Per una migliore comprensione, nel nostro campione la somma degli interessi attivi e dei ricavi da servizi (output) è pari al 7,1% del totale attivo, i ricavi da servizi rappresentano il 29% dell'output⁵⁵ e il livello dei costi è pari al 2,18% del totale attivo o, come riportato nel grafico, al 31% dell'output.

Come si può notare dal grafico la funzione di costo stimata è decrescente al crescere della quota dei ricavi da servizi sul totale dell'output ma solo da un certo punto in poi. Infatti sino ad una incidenza dei ricavi da servizi del 25% successivi incrementi di incidenza degli altri ricavi determinano un aumento di incidenza dei costi operativi; dopo tale soglia successivi incrementi determinano risparmi di costi. Va notato come la posizione media del nostro campione si situi in questa seconda area.

⁵⁵ Livello che è rappresentato dalla linea verticale nel grafico.

APPENDICE C

Allo scopo di verificare quali possano essere le conseguenze delle conversioni, si è cercato di condurre un'analisi delle modificazioni di efficienza intervenute nelle banche convertite.

A questo fine purtroppo si dispone di un campione limitato. Per cercare di capire se dopo la trasformazione in Banca-Spa le *performance* delle Banche Popolari essendo limitato il numero delle Banche Popolari convertite. Si sono, comunque, raccolti i dati relativi a 6 Banche Popolari che nell'intervallo 1993-2001 hanno modificato la propria ragione sociale in Banche Spa. I dati sono stati tratti da Bilbank. Data l'esiguo numero di casi si è proceduto ad una semplice analisi di confronto tra le medie dei risultati delle banche quando erano Banche Popolari con la media dei risultati di quando si sono trasformati in Banche Spa (Tabella C1). Tuttavia il confronto puro e semplice tra le medie dei due gruppi può soffrire di una forma di distorsione temporale: in effetti, i risultati del gruppo delle Banche Popolari si riferiscono alla prima parte dell'intervallo temporale, mentre i risultati per le Banche Spa si concentrano nella seconda metà del periodo (ad esempio se calcoliamo la data media dei dati delle Banche Popolari questa cifra un valore di poco superiore al 1995, mentre la medesima data per le Banche Spa è superiore al 1999); dunque se un generico indicatore è caratterizzato da un trend nel corso del periodo il confronto tra le due categorie ne risulterà influenzato: ad esempio se indaghiamo il Roe, sappiamo che nel corso del periodo esso ha assunto un andamento crescente, per cui il confronto tra i dati assoluti dei due gruppi andrà a svantaggio delle Banche Popolari. Per superare tale problema oltre alla presentazione dei dati semplici, forniamo le medesime elaborazioni rispetto ai dati scartati, cioè considerati con scarto rispetto al valore medio del Sistema per quel particolare parametro.

I risultati riportati nella Tabella C1, mostrano la differenza media, tra lo status di Banca Popolare e quello di Banca Spa. Relativamente al livello di profittabilità, si utilizzano il Roa e il Roal e relativamente al livello di efficienza, il rapporto tra costi operativi e attivo. Se il riferimento è ai dati semplici e alla media semplice il risultato è contrastante ed esprime genericamente una non predominanza di una forma societaria rispetto all'altra. Se il riferimento va ai dati assoluti ma ponderati, prevale la categoria delle Banche Popolari soprattutto per quel che riguarda la profittabilità, ma anche per quel che riguarda l'efficienza. Se si utilizzano

i dati scartati il vantaggio delle Banche Popolari risulta ancor più netto: la prevalenza della Categoria infatti riguarda tutti gli indicatori utilizzati e vale sia nel caso della media semplice sia di quella ponderata.

Fornendo una rappresentazione numerica dei risultati precedenti, nel caso della profittabilità la forma della Banca Popolare presenta valori superiori a quella della Banca Spa in 4 casi su 6, nel caso dell'efficienza le Banche Popolari vincono in 3 casi su 6, e pareggiano in altri 2.

Tabella C1: confronto Popolare-Spa

	redditività		efficienza
	Roal	Roa	costi/attivo
	dati assoluti		
media semplice	0,3%	-0,3%	0,1%
media ponderata	1,0%	0,9%	-0,3%
	dati relativi rispetto alla media		

Working Papers recentemente pubblicati/ Working Papers recently published (sito Internet: <http://www.diseфин.unige.it>)

- n. 2/2005 G.B. Pittaluga Pierluigi Morelli, Elena Seghezzeza, *Fondamenti teorici della corporate governance e comportamento delle banche popolari*, gennaio 2005
- N.1/2005 Riccardo De Bruyn e Giovanni Ferri, *Le ragioni delle banche popolari: motivi teorici ed evidenze empiriche*, gennaio 2005
- N. 17/2004 B.M. Accardo, *SAM per le quattro macroregioni italiane per l'anno 2000*, dicembre 2004
- N. 16/2004 Amedeo Fossati Rosella Levaggi, *Delay in public provision of health care & private markets*, novembre 2004
- N. 15/2004 Miguel Angoitia, *Il finanziamento territoriale in Spagna: dai trasferimenti ai tributi*, Ottobre 2004
- N. 14/2004 Amedeo Fossati, *De Viti De Marco & the Italian Tradition in Public Finance*, Settembre 2004
- N. 13/2004 Fabrizio Gazzo, *L'inadempienza debitoria dei PVS: un modello esplicativo*, Luglio 2004
- N. 12/2004 Miraslov Jovanovic, *Economic integration and spatial location of production*, Luglio 2004
- N. 11/2004 Fabrizio Gazzo, *La probabilità di rinegoziazione del debito estero dei PVS*, Luglio 2004
- N. 10/2004 Luca Gandullia, *Tax Systems and reforms in Eu new member Countries: an Overview*, Luglio 2004
- N. 9/2004 Joseph Stiglitz, *The role of Cooperatives in Globalization*, Luglio 2004
- N. 8/2004 Amedeo Fossati, *Giustizia & uguaglianza in economia pubblica*, Maggio 2004
- N. 7/2004 Paul De Grauwe e Marianna Grimaldi, *Bubbles and crashes in a behavioural finance model*, aprile 2004
- N. 6/2004 Giovanni B. Pittaluga, *Il Governatorato Baffi (1975-1979)*, marzo 2004
- N. 5/2004 Giorgio Albareto, *Monetary Policy and Banking Stability: A Survey*, marzo 2004
- N. 4/2004 Franco Praussello, *A HP Test on Optimality Conditions within the EMU Currency Area*, Febbraio 2004
- N. 3/2004 Andrea Marino, *Nonlinearities in the Openness and Growth Link: Insights from a North-South Model*, Gennaio 2004
- N. 2/2004 Rocco Ponzano, *The "distretti industriali": governance and policy issues*, Gennaio 2004
- N. 1/2004 Franco Praussello, *Will Enlargement put at risk the viability of EMU?*, Gennaio 2004

- N. 12/2003 Amedeo Fossati, *Goods with different spillovers and neutrality theorems*, Dicembre 2003
- N. 11/2003 Rosella Levaggi - Marcello Montefiori, *Horizontal and vertical cream skimming in the health care market*, Settembre 2003
- N. 10/2003 Mafalda Marengo-Franco Praussello, *Impact of the Doha multilateral trade round on the Southern and Eastern Mediterranean Countries*, Agosto 2003
- N. 9/2003 Paola Conconi - Carlo Perroni, *Self-Enforcing International Agreements and Domestic Policy Credibility*, Agosto 2003
- N. 8/2003 G.B. Pittaluga Elena Seghezza, *Interest-groups Pressures, Independence of Central Banks and Supervision Functions*, Agosto 2003
- N. 7/2003 Luca Gandullia e Francesco Figari, *L'impatto delle agevolazioni fiscali sulle donazioni in Italia*, Luglio 2003
- N. 6/2003 Luca Gandullia, *Tax Systems and Tax Reforms: a Comparative View of Selected European Countries*, Luglio 2003
- N. 5/2003 Miguel Angoitia, *Il Finanziamento degli enti locali in Spagna*, Giugno 2003
- N. 4/2003 Marcello Montefiori, *Patient behaviour in the market for hospital services*, Maggio 2003
- N. 3/2003 Miguel Angoitia, *Le competenze degli enti locali in Spagna*, Aprile 2003
- N. 2/2003 G.B. Pittaluga, E. Seghezza, *Indipendenza delle banche centrali e coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale*, Aprile 2003
- N. 1/2003 Franco Praussello, *How the next EU eastwards enlargement could affect the EMU sustainability*, Gennaio 2003
- N. 16/2002 Barbara Cavalletti, Amedeo Fossati, Marcello Montefiori, *Dalla fiscalità derivata all'autonomia con un modello CGE*, Dicembre 2002
- N. 15/2002 Alberto Pench, *Tassazione ambientale in un modello biregionale dell'Italia; alcuni risultati preliminari*, Dicembre 2002
- N. 14/2002 Barbara Cavalletti, Marcello Montefiori, *Gli effetti sul bilancio regionale del finanziamento della Sanità*, Dicembre 2002
- N. 13/2002 Amedeo Fossati, Barbara Cavalletti, *La struttura teorica di una base di un modello multiregionale dell'economia italiana*, Novembre 2002
- N. 12/2002 G.B. Pittaluga, *Indipendenza delle Banche centrali e funzioni di vigilanza*, Novembre 2002
- N. 11/2002 Amedeo Fossati, Barbara Cavalletti, *Costruzione di una SAM per le macroregioni italiane*, Novembre 2002
- N. 10/2002 Bruno M. Accardo, Barbara Cavalletti, *Costruzione di una tavola delle transazioni biregionalizzata dell'economia ligure come base-dati microconsistente per l'analisi simulata di manovre di politica fiscale*, Novembre 2002