

Assetti proprietari delle banche e attività economica: possiamo affidarci a Coase?*

Alberto Zazzaro

Università Politecnica delle Marche

* Desidero ringraziare Piero Alessandrini, Toni Calafati, Riccardo De Bonis, Marcello Messori, Alberto Niccoli, Luca Papi e Domenico Scalera per i preziosi commenti. Il lavoro è stato svolto nell'ambito del Prin "Problemi di integrazione del sistema bancario italiano" coordinato P. Alessandrini e cofinanziato dal Miur e dall'Università Politecnica delle Marche.

1. Introduzione

Il rivolgimento degli assetti proprietari che ha interessato il sistema bancario italiano durante gli ultimi quindici anni si è contraddistinto, rispetto a quanto avvenuto in altri sistemi bancari pur investiti da intensi processi di aggregazione, per almeno quattro aspetti di particolare rilievo, che possono essere così sintetizzati.

(a) *La scomparsa di un soggetto proprietario pubblico - lo Stato - e la nascita di uno nuovo - le Fondazioni bancarie.* Ancora nel 1992 lo Stato italiano controllava direttamente o indirettamente oltre il 75% del totale delle attività del sistema bancario nazionale. Nel giro di appena sette anni, il valore delle partecipazioni statali si è pressoché azzerato facendo scomparire lo Stato dalla compagine proprietaria delle banche italiane. All'inizio dello stesso decennio, però, come primo passo del processo di privatizzazione, avevano visto la luce le Fondazioni bancarie. Nelle intenzioni dei loro ideatori, la funzione di questo nuovo soggetto proprietario sarebbe dovuta essere quella di facilitare la trasformazione in società per azioni di quelle banche che avevano la forma di fondazioni o di enti associativi; questo attraverso lo scorporo della società bancaria dalla fondazione stessa a cui veniva affidata, in via solo temporanea, la sua proprietà. Attualmente, nonostante, in applicazione della legge Ciampi, molte di esse abbiano dismesso le loro quote di maggioranza assoluta sulle banche conferitarie (per le fondazioni minori e per quelle operanti nelle quattro regioni a statuto speciale l'obbligo di dismissione è stato superato dalla legge n. 213 del 2003), le fondazioni sono ancora il soggetto proprietario più rilevante nel nostro sistema bancario, mantenendo la maggioranza relativa nei gruppi maggiori e ponendosi al centro di complessi intrecci azionari (per una ricostruzione del processo di privatizzazione delle banche

italiane e del peso assunto dalle fondazioni, cfr.: Inzerillo e Messori, 2002; Messori e Zazzaro, 2003).

(b) *La formazione di fitti intrecci azionari tra banche e l'intensificarsi delle partecipazioni incrociate tra banche e imprese.* Come è stato messo in evidenza da molti, con i processi di aggregazione, privatizzazione e deregolamentazione si è venuta costituendo una intricata ragnatela di incroci azionari che vede coinvolti tutti i principali gruppi bancari italiani che mantengono intensi interessi strategici e reddituali l'uno nell'altro, riducendo così le spinte concorrenziali e la disciplina del mercato. A questo si va aggiungendo, in maniera sempre più evidente, una presenza delle imprese non finanziarie nella compagine proprietaria delle banche che, accompagnata all'adozione del modello di banca universale, sta pericolosamente riproponendo le insidie degli intrecci banca-impresa di non così tanto antica memoria (per un'analisi teorica degli effetti anticompetitivi delle partecipazioni incrociate, cfr.: Gilo, 2000; Gilo e Spiegel, 2003; Spagnolo, 2003; per una valutazione empirica del fenomeno relativa al sistema bancario italiano, cfr.: Trivieri, 2004).

(c) *Un forte peso delle acquisizioni della maggioranza del capitale e la costituzione di gruppi bancari di tipo federale.* In termini di fondi intermediati, circa il 70 per cento delle aggregazioni realizzate in Italia tra il 1990 e il 2001 è avvenuto attraverso l'acquisizione della maggioranza del capitale e la costituzione di gruppi bancari di tipo federale. Mediamente, ciascuno dei primi quindici gruppi bancari italiani ha 8 banche che operano sul territorio nazionale, offrendo tutti i servizi tradizionali e mantenendo la propria autonomia giuridica. In questi casi, l'azione di controllo della capogruppo si è essenzialmente svolta nei consigli di amministrazione delle singole banche controllate, dove queste, attraverso decisioni successive, prive spesso di un disegno

strategico chiaro e condiviso, sono state lentamente svuotate delle funzioni strategiche di maggior rilievo (Messori e Tamborini, 2003; Messori e Zazzaro, 2003).

(d) *La scomparsa di un sistema bancario indipendente nel Mezzogiorno e in altre regioni.* Se si escludono le banche di credito cooperativo, in dieci anni le banche indipendenti che hanno la sede legale nelle regioni del Mezzogiorno sono passate da 100 a 22, con una quota di sportelli inferiore al 20 per cento (Giannola, 2002; Panetta, 2003; Zazzaro, 2003). Questo allontanamento dei centri decisionali sta oggi interessando anche alcune regioni del centro Italia, come l'Umbria o le Marche, dove le principali banche sono state, o stanno per essere, assorbite in gruppi bancari esterni, con la "testa pensante" fuori della regione.

Gli esiti di questi sviluppi non sono ancora stabiliti. Su alcuni di essi, come sul ruolo delle fondazioni o sulle prospettive del sistema bancario meridionale, è in corso un aspro dibattito; su altri, come i rapporti tra banche e imprese, sono gli eventi recenti a imporre drammaticamente l'attenzione. Purtroppo, i termini della discussione sono spesso vaghi, i criteri sulla base dei quali sono espressi i giudizi sull'efficienza dei processi di aggregazione non sempre vengono ben definiti e, soprattutto, l'analisi dei rimedi resta piuttosto oscura e le proposte di intervento sono quanto meno ambigue. Oltre a ciò, le evidenze disponibili sulle conseguenze di carattere aziendale, sul funzionamento dei mercati e sulle ricadute per l'economia reale sono ancora scarse, frammentarie e soprattutto non offrono risultati facilmente interpretabili. Tutto questo, credo, rende necessaria una riflessione aperta e disincantata sull'importanza che la proprietà e il controllo delle banche possono avere per la crescita economica delle diverse realtà del nostro paese. Nelle prossime pagine mi soffermerò, in particolare, su tre questioni: (i) in che modo la proprietà delle banche incide sull'andamento dell'economia reale e in che senso è possibile

parlare di struttura proprietaria ottimale; (ii) se, e per quale ragione, la struttura proprietaria che prevale in un certo momento può non essere quella ottimale; ossia, impiegando una terminologia più tecnica, se, e perché, per quanto riguarda la proprietà delle banche, il teorema di Coase può non trovare applicazione; (iii) se, e come, è possibile intervenire sugli assetti proprietari per migliorarne l'efficienza aziendale e la capacità di incidere sullo sviluppo economico.

2. Proprietà, governo delle banche e crescita economica

Quando gli economisti parlano di assetti proprietari delle banche (o delle imprese; da ora in avanti il richiamo sarà solo alle banche, anche se è evidente che molte delle cose che dirò valgono per le imprese in genere), fanno, per lo più, riferimento a due dimensioni: la natura dei soggetti proprietari e la concentrazione delle quote azionarie. Queste due dimensioni sono poi declinate in maniera diversa, distinguendo le banche statali o pubbliche dalle banche private, le banche miste dalle banche commerciali, le banche indipendenti dalle banche appartenenti a gruppi, le banche private dalle banche mutualistiche, le banche controllate dalla dirigenza dalle banche controllate dalla proprietà, le banche locali dalle banche nazionali e internazionali. Attribuendo, quindi, all'espressione assetto proprietario il suo contenuto abituale, la tesi che cercherò di argomentare in questo paragrafo, e che in parte ho già discusso altrove (Zazzaro, 2001; Alessandrini *et al.*, 2003), è che sebbene gli assetti proprietari esercitino una grande influenza sul funzionamento delle banche e sul sistema economico, non è possibile identificare un unico assetto proprietario ideale capace di favorire in maniera sistematica la crescita economica; decisivi per la crescita economica sono, invece, le istituzioni a tutela della proprietà e della concorrenza sul mercato del credito e dei capitali.

La giustificazione di questa tesi va ricercata non solo nell'ovvia circostanza che non esiste alcuna distribuzione particolare della proprietà che, *nella pratica*, possa garantire *da sé* efficienza aziendale e/o sviluppo economico, bensì nel fatto che, anche *in astratto*, (i) la valutazione delle ricadute degli assetti proprietari delle banche sul sistema economico non può prescindere dall'ambito territoriale di riferimento, dal contesto istituzionale ed economico e dagli interessi che si considerano meritevoli di tutela; (ii) l'importanza delle banche per il sistema economico si esprime in più modi e, quale che sia l'ambito di riferimento, non esiste un assetto proprietario dominante rispetto a tutti i possibili canali di influenza.

La figura 1 propone una semplice schematizzazione dei complessi legami che collegano gli assetti proprietari delle banche, alla loro gestione e all'attività economica. La tipologia dei soggetti proprietari e la concentrazione delle quote azionarie fanno sentire i loro effetti su tutti i fondamentali momenti della vita di una banca – la fissazione degli obiettivi sociali, la localizzazione dei centri decisionali e l'attività di gestione – e, a cascata, sui principali fattori che influenzano la crescita economica.

[Inserire Figura 1]

2.1. *Gli effetti aziendali.*

La relazione maggiormente studiata dagli economisti è certamente quella tra assetti proprietari, *corporate governance* e efficienza aziendale. Il fatto che le funzioni di utilità di coloro che amministrano la banca sono differenti da quelle di coloro che nell'impresa investono le loro risorse – finanziarie, reali o umane – fa sorgere il non facile problema di mediare tra interessi contrastanti e di conciliare l'esigenza di un'efficiente funzione decisionale del *management* con quella di una efficace azione di controllo sul *management*

(Fama e Jensen, 1983). Da questo punto di vista, la struttura proprietaria rappresenta uno dei principali meccanismi di *governance*.

Anzitutto, la concentrazione della proprietà in capo a pochi soggetti mitiga i problemi di coordinamento e di *free riding* legati all'azione di controllo. Inoltre, l'esistenza di azionisti di controllo o, comunque, di minoranza qualificata semplifica i ricambi nella proprietà attiva e agevola eventuali scalate ostili. Tuttavia, un'elevata concentrazione della proprietà ha anche conseguenze negative: aumenta i conflitti con gli azionisti di minoranza, riduce la diversificazione dei rischi, la liquidità e l'efficienza del mercato dei capitali, disincentiva gli amministratori a accumulare competenze specifiche all'azienda in cui operano. Questo *trade-off* tra costi e benefici della concentrazione della proprietà non è però immutabile, bensì dipende, e con forti elementi di inerzia, dalle norme legali e regolamentari prevalenti, dal grado di protezione delle minoranze e dei contratti, dall'efficienza dei sistemi giudiziari; ma anche da fattori apparentemente distanti, come una stampa e un sindacato indipendente, un mercato del credito concorrenziale, un'imposizione fiscale rigorosa, una cultura della legalità diffusa, fattori che limitano le possibilità di distogliere risorse aziendali a fini privati e aggravano le eventuali sanzioni (Dyck e Zingales, 2002).

Ad ogni modo, la disponibilità di una rilevante quota azionaria non è da sola sufficiente a garantire un'efficace azione di *governance*; è necessario che vi sia la volontà e la capacità di controllare l'impresa e questa non è la stessa per tutti i soggetti proprietari. Quando chi esercita la proprietà non ha un interesse patrimoniale diretto, come nel caso delle banche pubbliche, oppure quando l'obiettivo della proprietà non è unicamente quello della massimizzazione del profitto, come per le banche pubbliche o per quelle cooperative, i rischi di collusione tra i rappresentanti della proprietà (i politici, i burocrati, gli amministratori locali) e il *management* su obiettivi di natura privata aumentano a dismisura, la valutazione dei risultati ottenuti diviene

molto più ambigua e la possibilità di sanzionare comportamenti scorretti molto difficile. Inoltre, quando al capitale delle banche partecipano altre banche, a loro volta partecipate da altre banche ancora, agli eventuali vantaggi di poter contare su soggetti (spesso presenti negli organi societari) in grado di valutare correttamente le azioni del *management* (Boot e Macey, 1999) si accompagnano i ben più concreti svantaggi di una minore spinta competitiva tra banche e, a cascata, tra imprese.

La natura dei soggetti proprietari incide poi sul grado di internalizzazione degli interessi di tutti quegli *stakeholders* della banca che non sono né azionisti né creditori, ossia dei lavoratori, delle imprese e delle comunità locali. Questo risulta evidente nel caso delle banche di proprietà pubblica, ma su questo aspetto hanno notevole influenza anche il carattere mutualistico o quello localistico delle banche.

Infine, proprio con riferimento al localismo, la proprietà incide anche sulla localizzazione dei centri direttivi delle banche e sulla distribuzione territoriale delle funzioni: di quelle di nuova costituzione, ma anche di quelle già stabilite che, attraverso operazioni di acquisizione e fusione – da parte di altre banche, ma anche da parte di altri azionisti di riferimento –, possono sperimentare uno cambiamento della loro sede centrale, di quella che ho prima chiamato la “testa pensante” della banca.

Su questi temi, l’evidenza empirica relativa alle banche italiane è ancora piuttosto contenuta, ma offre alcune interessanti indicazioni. In primo luogo, a differenza di quanto avviene negli Stati Uniti, in Italia non trova conferma il ruolo positivo della concentrazione della proprietà sull’efficienza e la redditività delle banche (Bianchi *et al.*, 1988; Aiello *et al.*, 2001). Viene, invece, almeno in parte verificato l’effetto disciplina svolto dalla tipologia dei soggetti proprietari. Ferri *et al.* (2000), ad esempio, trovano che la probabilità che, in presenza di risultati fortemente negativi, gli amministratori delle banche vengano rimossi è significativamente più bassa quando la proprietà è

nelle mani delle fondazioni, ossia per le ex casse di risparmio, che non negli altri casi. Come ci si attendeva, poi, la natura pubblica della proprietà incide negativamente sulla *performance* delle banche controllate (Bianchi *et al.*, 1988; Bongini *et al.*, 1988; Aiello *et al.*, 2001), che sembra invece migliorare quando queste sono privatizzate (Farabullini e Hester, 2001). Naturalmente, è molto difficile stabilire quanto le peggiori *performance* delle banche pubbliche siano da attribuire a inefficienza e cattiva gestione e quanto alla loro diversa funzione obiettivo, anche se dai pochi indizi disponibili sembra emergere che l'azione di queste banche sia stata, almeno in parte, influenzata dagli interessi privati e *politici* del proprio *management* (Sapienza, 2003). Un po' sorprendentemente, invece, per le banche cooperative, sia per le popolari che per le Bcc, diversi indicatori di *performance* sono risultati significativamente migliori della media (De Bonis *et al.* 1994; Di Salvo e Schena, 1998; Aiello *et al.* 2001). Tuttavia, poiché la forma cooperativa si accompagna, in genere, al localismo della banca, non è chiaro quanto i risultati positivi raggiunti siano da attribuire a questo aspetto piuttosto che alla forma di governo societario. Infine, per quanto riguarda il fenomeno delle partecipazioni incrociate, Trivieri (2004) trova conferma del fatto che le banche legate da intrecci proprietari o controllate da banche a loro volta legate da intrecci proprietari assumono comportamenti meno competitivi (misurati attraverso l'indice *H* di Panzar e Rosse).

Per quanto scarni, quindi, questi risultati sembrerebbero indicare un ruolo non marginale della proprietà sull'andamento delle banche e, soprattutto, alcune tendenze sistematiche. Occorre tenere presente, però, che questi studi, facendo riferimento a un'unica realtà istituzionale, non riescono a controllare per le variabili di contesto. Da alcuni recenti lavori che hanno cercato di tenere conto degli aspetti istituzionali, spostando l'analisi a livello *cross-country*, emerge, invece, che la natura del soggetto proprietario perde di significato nello spiegare il valore delle banche quotate (misurato dalla *q* di Tobin o dal

rapporto tra valore di mercato delle azioni e valore di libro), mentre ciò che rileva è il grado di protezione degli investitori, il grado di tutela dei diritti di proprietà e dei contratti, il grado di rispetto delle leggi e il livello di diffusione della corruzione. La concentrazione della proprietà, al contrario, continuerebbe ad avere un effetto positivo sul valore delle banche, anche se la sua influenza si fa sentire soprattutto nei paesi dove il grado di protezione degli investitori è più basso (Lang e So, 2002; Caprio *et al.* 2003).

2.2. *Gli effetti sull'attività economica.*

Nella misura in cui le banche sono un fattore propulsivo per la crescita, gli effetti aziendali della struttura proprietaria si riflettono inevitabilmente sul sistema economico. Anzitutto, disporre di banche più efficienti significa impiegare meno risorse per intermediare il risparmio a favore di una più intensa e rapida accumulazione del capitale. Oltre a ciò, l'efficienza delle banche migliora anche i processi di selezione e controllo della clientela e, quindi, consente una più efficiente allocazione del credito.

Ma non è solo l'efficienza aziendale delle banche a rivestire importanza per la crescita economica. L'accumulazione e l'allocazione del credito sono chiaramente influenzate anche dalla natura dei soggetti proprietari, dalla loro funzione obiettivo e dalla loro localizzazione. Così, ad esempio, seguendo un argomento ben noto, il controllo delle banche da parte di società non finanziarie, o comunque una loro partecipazione attiva alla gestione delle banche, frena l'azione di selezione obiettiva della clientela che la banca è chiamata a svolgere, rallenta la riallocazione delle risorse finanziarie tra le industrie e le imprese e crea le premesse per brusche interruzioni del processo di accumulazione. Oppure, la proprietà pubblica, o anche quella cooperativa, può per statuto favorire il finanziamento di certe tipologie di imprese: di piccole dimensioni, operanti in settori innovativi, localizzate in aree in ritardo o gestite dai soci finanziatori. O, ancora, la localizzazione dei centri direttivi

delle banche, anche di quelle territorialmente diffuse, certamente influisce sulla scelta di quanto, e con quale continuità, investire in certe aree piuttosto che in altre e sulle caratteristiche delle imprese che si intendono finanziarie.

Naturalmente, le conseguenze macroeconomiche di questi orientamenti dipendono dal grado di integrazione dei mercati del credito e dal complessivo grado di sviluppo in cui si trova l'economia considerata. Per quanto i rapidi progressi della tecnologia dell'informazione abbiano notevolmente ridotto i costi di contatto e di ricerca del credito e stiano allargando l'ambito territoriale di riferimento anche per la clientela minore (almeno negli Stati Uniti; cfr.: Petersen e Rajan, 2002), il mercato del credito alle medio-piccole imprese è ancora un mercato fortemente segmentato a livello territoriale e la localizzazione degli agenti riveste un peso decisivo per la concessione del credito e le sue condizioni del credito.

Nelle regioni periferiche le grandi banche nazionali e internazionali operano attraverso le loro filiali. Spesso, la dirigenza locale di queste banche è costituita da funzionari di passaggio nella regione, la cui remunerazione e possibilità di carriera dipendono dalla profittabilità corrente della filiale; senza contare che molte volte ai funzionari è affidata solo l'istruttoria dei fidi, mentre la decisione ultima sull'erogazione del credito spetta alla direzione centrale. Per queste ragioni, a livello locale le banche nazionali possono finire per assumere atteggiamenti molto prudenti, preferendo il finanziamento di progetti poco rischiosi, a redditività immediata e caratterizzati da informazioni facilmente codificabili e verificabili all'esterno. Inoltre, per sopperire alla carenza di informazioni specifiche sulla realtà locale e per limitare i problemi di agenzia che possono sorgere con la dirigenza delle filiali, le banche nazionali sono portate a standardizzare le relazioni di clientela a livello locale ricorrendo alle cosiddette metodologie di *credit scoring* (Frame *et al.*, 2001). Queste riducono i costi della selezione e minimizzano i casi di finanziamento di imprese non sane; ma tendono anche a far aumentare i casi di mancato

finanziamento di imprese profittevoli, specialmente nelle regioni in ritardo, dove di rado la “qualità contabile” delle imprese locali supera i criteri fissati nelle procedure di *credit scoring* (Brusco, 1999).

Tuttavia, le “affinità culturali” che le legano le banche locali alla comunità locale non assicurano da sé che il credito venga allocato nella maniera più adatta allo sviluppo economico dell’area. La conoscenza esclusiva di una data realtà economica può, ad esempio, ridurre le capacità di reazione delle banche locali alle novità provenienti dal mondo della produzione; oppure, i legami di clientela con le imprese locali possono spingere le banche locali a limitare l’ingresso di nuove imprese e il finanziamento di attività fortemente innovative che, se di successo, potrebbero mettere in dubbio la solvibilità di queste imprese; oppure, per ridurre i costi della liquidità, le banche locali potrebbero preferire il finanziamento di imprese poco aperte verso l’esterno - che distribuiscono redditi localmente e che consentono di espandere il proprio moltiplicatore dei depositi -, imprese che, nelle aree periferiche, sono spesso quelle meno innovative e dinamiche (Zazzaro, 1997; 2002).

L’impatto delle banche sulla crescita economica non si limita, però, agli effetti sull’accumulazione e l’allocazione del credito ma si estende a fattori esterni al singolo rapporto banca-impresa, come, ad esempio, la formazione di capitale umano, lo sviluppo del fattore imprenditorialità, il migliore funzionamento delle istituzioni e l’espansione del capitale sociale (Alessandrini *et al.*, 2003). Anche in questo caso gli assetti proprietari della banca non sono indifferenti, facendo, in particolare, sentire il loro peso attraverso la localizzazione dei centri decisionali e direttivi. E’ specialmente in queste sedi, ad esempio, che le banche domandano e producono capitale umano specializzato. Naturalmente, si tratta di una domanda che non si rivolge solo a livello locale; tuttavia, è inevitabile che le Università e i centri di istruzione avanzata dell’area ne traggano consistenti benefici, in termini di sbocco per i propri studenti e di stimolo per collaborazioni reciproche.

Connessioni di questo tipo si estendono al fattore imprenditorialità, al capitale sociale e a quello istituzionale. Nella misura in cui la produzione di questi elementi è influenzata anche dalla domanda e la loro accumulazione si realizza attraverso il loro impiego effettivo, la presenza della dirigenza e delle funzioni centrali di una banca in un'area ne favorisce certamente lo sviluppo. Evidenziare ciò, non significa affatto, come istintivamente molti obietterebbero, che ogni comunità, per godere di queste *esternalità*, dovrebbe disporre della sua banca. Il loro raggio di azione, infatti, è sufficientemente ampio da poter scartare questa conclusione estrema, anche se non è così ampio da considerare irrilevante la localizzazione dei centri decisionali delle banche.

Ancor più che nel caso degli effetti aziendali, però, l'evidenza empirica sugli effetti macroeconomici degli assetti proprietari delle banche è a uno stadio assolutamente preliminare e non consente di trarre indicazioni chiare. La Porta *et al.* (2002), presentano evidenze a livello *cross-country* dalle quali emergerebbe che la proprietà statale delle banche si associa a più bassi tassi di crescita del Pil pro-capite e che questo legame negativo è dovuto alla peggiore allocazione del capitale piuttosto a che a suo un meno intenso tasso di accumulazione. Tuttavia, dalle loro stime, la significatività statistica della relazione non appare molto robusta se è vero che l'inserimento tra le variabili di controllo di *proxy* per la presenza di altre politiche distorsive (come, per esempio, un indice di presenza dello Stato nell'economia o del grado di pressione fiscale) annulla l'effetto della proprietà delle banche sulla crescita. D'altra parte, in linea con le tesi gershenkroniane, Andrianova *et al.* (2002) mostrano, teoricamente e empiricamente, che la presenza dello Stato nella proprietà delle banche è influenzata in maniera negativa dal livello di sviluppo delle istituzioni dell'economia.

Collander e Shaffer (2003), invece, presentano alcune evidenze, relative agli Stati Uniti, sul ruolo delle banche locali e delle banche di proprietà esterna per lo sviluppo locale. I risultati che ottengono sono misti e dipendono

dalla tipologia dell'area, metropolitana o rurale, e dal periodo considerato. Relativamente all'Italia, Ferri e Mattesini (1997) e Cosci e Mattesini (1998) trovano invece che la presenza delle banche locali influenza positivamente la crescita economica delle nostre province; mentre a livello regionale, Lucchetti *et al.* (2000, 2001) mostrano che, una volta tenuto conto dell'efficienza microeconomica delle banche operanti nella regione, la significatività di questa relazione diviene più dubbia.

3. La proprietà delle banche e il teorema di Coase

Anche accogliendo gli argomenti esposti nel precedente paragrafo e ammettendo che, nonostante le notevoli ricadute che la proprietà delle banche ha sul funzionamento delle aziende di credito e sull'attività economica, non è possibile identificare un unico modello di proprietà ideale, resta comunque ancora da spiegare: (i) per quale ragione gli assetti proprietari che si formano in un sistema economico, dato il contesto economico e istituzionale esistente, non dovrebbero essere sempre quelli più efficienti (ossia, quelli che massimizzano il valore della banca per gli *stakeholders*) e, qualora ciò non dovesse verificarsi, (ii) se, e in che modo, è possibile intervenire per far prevalere assetti proprietari efficienti. In altre parole, occorre spiegare per quali motivi, nel caso delle banche, dove i diritti di proprietà sono ben definiti, il teorema di Coase non dovrebbe trovare applicazione e quali correttivi potrebbero essere introdotti.

3.1. I due teoremi di Coase.

Nella sua formulazione “debole”, il teorema di Coase afferma che, in un mondo caratterizzato da costi di transazione nulli, e altrimenti identico (ossia in presenza di moneta, mercati, imprese, leggi e tutte le altre istituzioni che conosciamo; mi soffermo qui sul significato e sulla coerenza di questo importante inciso, spesso trascurato; cfr.: Zerbe, 1980; Hsiung, 1999),

qualsiasi sia la distribuzione iniziale dei diritti di proprietà sulle risorse, la loro allocazione finale sarà sempre quella che massimizza il valore delle attività a cui quelle stesse risorse sono destinabili. Se riportato al caso che qui ci interessa, quindi, il teorema di Coase afferma che, *in assenza di costi di transazione, qualsiasi sia l'iniziale struttura proprietaria delle banche gli assetti che alla fine prevarranno saranno sempre quelli che massimizzano il valore delle banche.*

La dimostrazione è immediata. Sia P_i^* l'assetto proprietario che rende massimo il valore della banca i per tutti i soggetti interessati, ossia $P_i^* = \arg \max_{P_i} V_i(X, P_i)$, dove V indica il valore monetario della banca e X è un vettore di variabili di contesto, che può anche includere gli assetti proprietari delle altre banche. Chiaramente, l'interesse comune di chi controlla la banca i (siano essi politici, azionisti di maggioranza o amministratori esterni non importa) e degli *stakeholders* (siano essi azionisti, creditori, risparmiatori, lavoratori o imprese non importa) è quello di far prevalere la struttura proprietaria P_i^* e dividersi poi i guadagni netti derivanti da essa in maniera tale che tutti, controllanti e *stakeholders*, stiano meglio rispetto alla situazione che si determinerebbe sotto qualsiasi altro assetto proprietario. Se trovare accordi, effettuare scambi e sanzionare comportamenti scorretti non fosse costoso, e se non ci fossero altri impedimenti di natura legale, è ovvio che l'assetto proprietario P_i^* non avrebbe alcuna difficoltà ad affermarsi, qualsiasi sia la struttura proprietaria iniziale.

Naturalmente, effettuare le transazioni è molto costoso e ciò implica che l'assetto proprietario che prevale in un certo momento può essere diverso da P_i^* e ciò che più conta dipende da chi, in quel momento, ha il controllo delle risorse della banca (Bebchuk e Roe, 1999). Nel mondo reale, dunque, il teorema di Coase non può che fallire (è inutile ricordare che Coase era perfettamente consapevole di ciò, e che anzi avrebbe preferito che il “suo”

teorema fosse enunciato in negativo piuttosto che in positivo; cfr.: Coase, 1988).

Se ci poniamo dal punto di vista dell'economia nel suo insieme la cosa appare evidente. I possibili beneficiari di un determinato assetto proprietario, oltre ad essere numerosi e dispersi, sono per la gran parte soggetti di cui nessuno, nemmeno loro stessi, conosce *ex ante* l'identità e che non sono consapevoli dei vantaggi che potrebbero trarre. Ciò implica che per gli *stakeholders* convincere chi controlla la banca a modificare (o non modificare) l'assetto proprietario compensandolo con parte dei possibili benefici ricavabili da esso sarebbe un'azione assai costosa o, nella stragrande maggioranza dei casi, affatto impossibile. Inoltre, la valutazione dei benefici è estremamente incerta e i margini di errore (in eccesso o in difetto) per gli *stakeholders* sono ampi, con l'ovvia conseguenza che è molto probabile che prevalgano assetti proprietari diversi da quelli "realmente" efficienti. Infine, è molto difficile poter garantire il mantenimento, da parte di chi controlla la banca e dei suoi *stakeholders*, degli impegni assunti in merito ai cambiamenti negli assetti proprietari e alla spartizione dei conseguenti benefici (quest'ultima difficoltà è ben descritta, relativamente alle scelte politiche e istituzionali, in Acemoglu, 2002).

Considerazioni non molto diverse valgono quando ci si pone a livello aziendale e si restringe l'attenzione al valore della banca per gli azionisti. Anche in questo caso il potere di contrattazione degli azionisti di minoranza nei confronti di chi controlla la banca è molto limitato; così come limitate sono le informazioni in loro possesso e molto imperfetti i meccanismi di *enforcement* di eventuali accordi con gli azionisti di maggioranza o con gli amministratori sulle azioni da intraprendere.

E' evidente che in queste circostanze il prevalere di assetti proprietari inefficienti e di fenomeni di *path-dependence* dovrebbe essere la norma piuttosto che l'eccezione (Bebchuk e Roe, 1999). Una conferma di ciò sembra

emergere anche dalle indagini empiriche sui processi di consolidamento. Anzitutto, le fusioni e le acquisizioni non sempre si sono accompagnate a miglioramenti nell'efficienza aziendale e nel valore delle banche coinvolte e, tanto meno, hanno avuto sempre effetti benefici sulle realtà economiche interessate (per l'Italia, cfr.: Focarelli *et al.* 2002; Sapienza, 2002; De Bonis, 2003). Inoltre, la frequenza o la probabilità di essere soggetti attivi o passivi in questi processi sembra essere influenzata in maniera sistematica da alcune caratteristiche della struttura proprietaria delle banche, come il grado di concentrazione della proprietà, la quota di amministratori esterni o le modalità della loro remunerazione (cfr.: Allen e Cebonoyan, 1991; Handlock *et al.*, 1999; Brook *et al.*, 2000; Bliss e Rosen, 2001).

Tuttavia, come è stato chiarito da Calabresi (1968; 1991) e da Buchanan (1984), la formulazione “debole” del teorema di Coase si fonda sull'ipotesi implicita che sia possibile calcolare in maniera oggettiva qual è l'allocazione ottimale delle risorse nella situazione ideale di assenza di costi di transazione o, in altre parole, sul presupposto che un osservatore esterno sia in grado di individuare qual è P_i^* , a prescindere dall'esistenza dei costi di transazione. Paradossalmente, è da questa ipotesi che discende la dimostrazione del suo generalizzato fallimento nel mondo reale, oltre che di tutte le sue debolezze teoriche (Cooter, 1982).

Se si rimuove questa ipotesi *oggettivista* e ci si pone in una prospettiva *soggettivista* dove nessuno, al di fuori dei soggetti interessati, è in grado di giudicare dell'efficienza di una data allocazione delle risorse e dove i costi di transazione sono trattati alla stregua di normali costi di produzione, le conclusioni cambiano radicalmente. Per quanto elevati possano essere i costi di transazione e per quanto complesso sia sottoscrivere accordi e farli rispettare, fintantoché gli individui sono liberi di effettuare scambi, l'allocazione delle risorse non può che essere quella più efficiente, quella che massimizza il valore delle risorse per i soggetti interessati. E' questa la

formulazione “forte” del teorema di Coase o, rispettandone la paternità, del teorema di Buchanan-Calabresi. Riportato al caso della proprietà delle banche, la conclusione che discende dal teorema di Buchanan-Calabresi è drastica: *non essendo possibile definire in maniera oggettiva qual è la struttura proprietaria che massimizza il valore delle banche per i loro stakeholders, non si può che riconoscere l’ottimalità di qualsiasi assetto proprietario prevalga in un certo istante.*

3.2. *E’ possibile intervenire?*

Che senso ha, allora, porre in discussione l’evoluzione degli assetti proprietari del sistema bancario italiano? Ci sono, per le autorità, margini di intervento sugli assetti proprietari per favorire la crescita economica e l’efficienza del sistema bancario?

Per coloro che accolgono la versione “debole” del teorema di Coase, la risposta a entrambi gli interrogativi sarebbe certamente affermativa. Come si è detto, infatti, la pervasività dei costi di transazione fa sì che assetti proprietari inefficienti possano affermarsi e radicarsi, rendendo, col tempo, sempre più difficile il loro spontaneo (via mercato) superamento. Quali possano essere gli interventi correttivi, però, non è facile da stabilire all’interno dello schema analitico di Coase. Riforme istituzionali, regolamentari o legislative che conducono a una riduzione dei costi di transazione potrebbero rappresentare la strada più ovvia e immediata. Tuttavia, per quanto è a mia conoscenza, non esiste una dimostrazione formale del fatto che ogni riduzione dei costi di transazione migliori l’allocazione delle risorse. Al contrario, nella letteratura sono stati proposti numerosi esempi in cui, in presenza di costi di transazione di natura diversa, la rimozione di uno di essi peggiora l’allocazione delle risorse: relativamente al mercato del credito, per esempio, si può mostrare che, in presenza di asimmetrie informative e costi di *screening*, un più stretto *enforcement* dei contratti, riducendo l’impegno delle banche nella selezione

della clientela, peggiora l'allocazione del credito e può anche diminuire il benessere sociale (Zazzaro, 2004).

La strada indicata da Coase (1960) è, non a caso, più complessa e consiste in un metodo di analisi più che in una soluzione precisa, del tipo *tassa pigouviana*. La valutazione di ogni azione pubblica, ammonisce Coase, deve essere svolta in termini relativi, mettendo a confronto situazioni reali, con i loro costi di transazione e i loro presumibili effetti sulla produzione complessiva. Occorre, invece, evitare attentamente la trappola, in cui cade la tradizionale economia del benessere, di confrontare una situazione reale con una idealizzata di perfetta concorrenza e assenza di costi di transazione. Se si segue un approccio coasiano, ecco che i costi e i benefici della proprietà pubblica delle banche, del favore per le banche locali, della regolamentazione prudenziale, dell'attività di vigilanza non possono essere valutati in astratto, ma devono essere confrontati con i costi e i benefici degli *imperfetti* assetti proprietari che tendono altrimenti a formarsi e devono essere apprezzati all'interno della realtà *imperfetta* nella quale ci si trova a operare.

Per coloro che, invece, sottoscrivono il teorema di Coase nella sua versione "forte", non c'è possibilità di intervenire sullo *status quo* per migliorare in maniera univoca l'allocazione delle risorse. Venendo a mancare qualsiasi riferimento oggettivo, l'ottimalità diviene, infatti, un concetto vuoto, che non può riguardare la soluzione del processo di allocazione delle risorse ma, eventualmente, solo il processo stesso. Qualsiasi azione pubblica, almeno se valutata *ex ante*, avrebbe effetti redistributivi. Anche quegli interventi di riforma che riducessero i costi di transazione e facilitassero gli scambi non potrebbero essere considerati migliorativi in termini di benessere, per la semplice ragione che se così fosse già sarebbero stati introdotti. Come scrive Guido Calabresi (1991, p. 1221, traduzione mia) "non è possibile criticare l'organizzazione economica attuale sul principio che un'organizzazione

migliore sarebbe disponibile. Se lo fosse, e noi lo sapessimo, non avremmo avuto bisogno di questa critica”.

Ciò di cui, però, né Calabresi né Buchanan sembrano rendersi pienamente conto è che se non si dispone di un criterio per dire che un’azione pubblica può migliorare lo *status quo* non si dispone nemmeno di un criterio per dire che un’azione pubblica, la più fantasiosa, lo può peggiorare. In altre parole, parafrasando Calabresi, non sarebbe possibile criticare nessun intervento pubblico sull’attuale organizzazione dell’economia sul principio che un’alternativa migliore sarebbe disponibile. Se lo fosse, e noi lo sapessimo, non avremmo avuto bisogno di questa critica.

Quanto sterile e insoddisfacente sia una conclusione di questo tipo è fin troppo evidente. Fortunatamente non sembra necessario doversi rassegnare ad essa. A parte la possibilità, come lo stesso Calabresi suggerisce, di esplicitare gli effetti distributivi derivanti da particolari interventi pubblici e di cercare di raccogliere il consenso (quasi unanime) su di essi, un ruolo per l’azione pubblica può essere individuato proprio rifacendosi a un approccio realistico alla Coase. Anche ammettendo che un’allocazione delle risorse oggettivamente ottimale non esiste, resta infatti vero che i costi di transazione che si devono affrontare per ottenere determinati obiettivi non sono gli stessi per tutte le possibili forme di organizzazione dell’attività economica e per tutti i possibili assetti proprietari; ma in questo caso non si può escludere, come notava Coase (1960), che l’intervento pubblico possa rappresentare in determinate circostanze la soluzione più economica e efficiente per poterli raggiungere.

Per riprendere un esempio già discusso, i vantaggi di disporre di una banca locale potrebbero essere talmente diffusi tra le imprese, i risparmiatori e i lavoratori da rendere i fenomeni di *free riding* una difficoltà insormontabile che impedisce la sottoscrizione e il rispetto di un accordo tra questi soggetti e chi controlla la banca. Comunque vengano considerati i costi di transazione, i

comportamenti di *free riding* esistono. Chi ha avuto l'opportunità di partecipare a qualche convegno tra imprenditori e banchieri locali conosce certamente la risposta tipica che questi oppongono alle accuse dei primi di non impegnarsi abbastanza per lo sviluppo del territorio: se le banche locali sono così importanti per le imprese locali perché poi queste fanno tante storie quando si tratta di pagare tassi di interesse lievemente più alti. In questo caso, si potrebbe cercare di intervenire (con incentivi, espliciti o impliciti, alle banche o alle imprese; con azioni di *moral suasion* sulle banche private; con la proprietà pubblica) per ottenere quei risultati che gli accordi gli scambi spontanei sul mercato non consentirebbero di raggiungere.

A nulla varrebbe dire che se questa soluzione non esiste è perché la sua introduzione non è per tutti conveniente. Così come avviene nel caso delle innovazioni tecnologiche - un parallelo che proprio Calabresi (1991) richiama -, il fatto che una riforma istituzionale non sia stata già introdotta non implica che un politico o un economista non possano impegnarsi per “scoprirla” prospettando al pubblico degli elettori delle nuove soluzioni e delle azioni pubbliche; soluzioni che, alla maniera delle innovazioni tecnologiche, potranno o non potranno ottenere il consenso degli acquirenti-elettori e potranno o non potranno avere successo. Le possibilità che i potenziali utilizzatori hanno di esprimere il proprio dissenso nei confronti di un'innovazione tecnologica è, probabilmente, molto maggiore di quella che hanno i cittadini-elettori nei confronti delle riforme istituzionali e delle azioni pubbliche, ma a questo punto rientreremmo in un diverso capitolo di critiche all'intervento pubblico che non riguardano più la *possibilità* di apportare dei miglioramenti nell'allocazione delle risorse.

4. Conclusioni

Dall'analisi svolta possono essere tratte alcune indicazioni utili per interpretare l'evoluzione degli assetti proprietari del sistema bancario italiano.

- (a) Non è possibile giudicare i processi di aggregazione del nostro sistema bancario a partire da un modello ideale di assetto proprietario valido per tutte le realtà del nostro paese. L'esistenza di contesti economici differenziati e l'importanza e la varietà degli effetti che gli assetti proprietari esercitano sull'attività economica consigliano la presenza di banche caratterizzate da una pluralità di assetti proprietari, capaci e interessate a competere tra loro in un mercato sostenuto da un sistema legale, regolamentare e giuridico efficiente, rispettoso dell'autonomia della gestione della banca e del ruolo della concorrenza, ma capace di tutelare i molti interessi in gioco.
- (b) Alla luce di quanto appena detto, gli assetti proprietari che si stanno affermando nel nostro sistema bancario evidenziano alcune preoccupanti debolezze: (i) la quota della proprietà in mano a soggetti privati è ancora bassa e concentrata nelle banche medio piccole; la presenza delle fondazioni è, invece, troppo elevata e concentrata nei maggiori gruppi bancari dove meno incisiva è la loro azione di governo e meno rilevanti sono gli interessi di cui sono portatrici; (ii) la competizione sul mercato del risparmio e del credito è fortemente limitata dalla scarsa trasparenza delle nostre banche, che riduce la mobilità della clientela, e dagli intrecci azionari che interessano i principali gruppi bancari; (iii) la presenza delle banche locali si è sensibilmente ridotta, specie nelle aree periferiche, mentre i gruppi di interesse nazionale mantengono un'organizzazione farraginosa e poco unitaria.
- (c) L'evoluzione degli assetti proprietari del nostro sistema bancario non può essere considerata il prodotto esclusivo delle forze e delle convenienze di mercato, essendo stato disegnato e costantemente guidato dalle autorità pubbliche. Questo disegno ha trovato espressione non solo nella completa privatizzazione del sistema bancario, ma anche

nell'atteggiamento di favore con cui le autorità monetarie hanno seguito il processo di incorporazione del sistema bancario meridionale in quello del Centro-Nord e il ridimensionamento del peso delle banche locali in molte realtà del paese. Bisogna riconoscere che una guida esterna ai processi di consolidamento era necessaria e inevitabile, vista l'assenza di un vero mercato dei diritti di proprietà bancari. Ciò non toglie, però, che essendovi state delle azioni esterne al mercato che hanno inciso sugli assetti proprietari sia assolutamente legittimo porre in discussione gli obiettivi che le autorità si sono date e le scelte compiute, mettere a confronto gli obiettivi che sono stati raggiunti e quelli che sono stati sacrificati, e ragionare su quelle che sarebbero potute essere le soluzioni alternative. Soprattutto, diviene legittimo immaginare e proporre nuovi interventi esterni per modificare gli attuali assetti proprietari e quella che sembrerebbe essere la loro spontanea evoluzione, senza affidarsi al "teorema" di Coase, ma confidando in un'analisi *realistica* delle azioni di politica economica come suggerito da Coase.

Riferimenti bibliografici

- Acemoglu D. (2002), “Why not a political Coase theorem? Social conflict, commitment and politics”, Nber working paper n. 9377.
- Aiello F., D.M. Silipo e F. Trivieri (2001), “Ownership structure, behavior and performance of the Italian banking industry”, Des discussion paper n. 25, Università della Calabria.
- Alessandrini P., L. Papi e A. Zazzaro (2003), “Banche, territorio e sviluppo”, *Moneta e Credito*, 56 (marzo), 3-43.
- Andrianova S., P. Demetriades e A. Shortland (2002), “State banks, institutions and financial development”, *mimeo*, University of Leicester.
- Bebchuk L.A. e M.J. Roe (1999), “A theory of path dependence in corporate ownership and governance”, *Stanford Law Review*, 52, 127-70.
- Bianchi M., M.L. Di Battista e G. Lusignani (1998), “Assetto proprietario e performance della banche italiane”, *Banca Impresa Società*, 17 (1), 85-145.
- Bliss, R.T., Rosen, R.J. (2001), “CEO compensation and bank mergers”, *Journal of Financial Economics*, 61 (1), 107-38.
- Bongini P., M.L. Di Battista, G. Morelli e G.B. Pittaluga (1998), “Il controllo dei costi e degli organici nelle banche italiane: il contesto attuale e le prospettive”, in A. Resti (a cura di), *La sfida della redditività bancaria*, Bologna: il Mulino.
- Boot A.W.A. e J.R. Macey (1999), “Objectivity, proximity and adaptability in corporate governance”, Cepr discussion paper n. 2257.
- Brook, Y., R.J. Hendershott e D. Lee (2000), “Corporate governance and recent consolidation in the banking industry”, *Journal of Corporate Finance*, 6 (2), 41-64.
- Brusco, S. (1999), “Commento al convegno ‘Sistemi creditizi e sviluppo delle PMI’”, *Rassegna Economica*, 63 (1), pp. 117-22.

- Calabresi G. (1968), "Transaction costs, resource allocation and liability rules – A comment", *Jouranl of Law and Economics*, 11 (1), 67-73.
- Calabresi G. (1991), "The pointlessness of Pareto: carrying Coase further", *Yale Law Journal*, 100 (5), 1211-37.
- Caprio G., L. Laeven e R. Levine (2003), "Governance and bank valuation", Nber working paper n. 1058.
- Coase R.H. (1960), "The problem of social cost", *Journal of Law and Economics*, 3 (1), 1-44.
- Coase R.H. (1988), *The firm, the market and the law*, Chicago: Chicago University Press.
- Collander, R.N., Shaffer, S. (2003), "Local bank office ownership, deposit control, market structure, and economic growth", *Journal of Banking and Finance*, 27 (1), 27-57.
- Cooter R. (1982), "The cost of Coase", *Journal of Legal Studies*, 11 (1), 1-32.
- Cosci, S., Mattesini, F. (1997), "Credito e sviluppo nelle province italiane", in F. Cesarini, G. Ferri e M. Giardino (a cura di), *Credito e sviluppo*, Bologna: il Mulino.
- De Bonis R., R. Manzone e S. Trento (1994), "La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari", *Temi di discussione* n. 238, Banca d'Italia.
- De Bonis R. (2003), "Le concentrazioni bancarie: una sintesi", in M. Messori, R. Tamborini e A. Zazzaro (a cura di), *Il sistema bancario italiano. Le occasioni degli anni Novanta e le sfide dell'euro*, Roma: Carocci editore.
- Di Salvo R. e C. Schena (1998), "Assetti societari e di governo delle Bcc. Quali effetti sulle performance?", *Cooperazione e credito*, n. 160-1, 147-62.
- Dyck A. e L. Zingales (2002), "Private benefits of control: an international comparison", Nber working paper n. 8711.

- Fama E. e M.C. Jensen (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26 (giugno), 301-27.
- Farabullini F. e D.D. Hester (2001), "The performance of some recently privatized Italian banks", *mimeo*, Banca d'Italia.
- Ferri G., D. Masciandaro e M. Messori (2000), "Governano societario ed efficienza delle banche locali di fronte all'unificazione dei mercati finanziari", in P. Alessandrini (a cura di), *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, Bologna: il Mulino.
- Ferri G. e F. Mattesini (1997), "Finance, human capital and infrastructure: an empirical investigation on postwar Italian growth", *Banca d'Italia Temi di discussione*, n. 321.
- Focarelli D., F. Panetta e C. Salleo (2002), "Why do banks merge?", *Journal of Money Credit and Banking*, 34 (4), 1047-66
- Frame W.S., A. Srinivasan e L. Woosley (2001), "The effect of credit scoring on small business lending", *Journal of Money Credit and Banking*, 33 (3), 813-25.
- Giannola A. (2002), *Il credito difficile*, Napoli: L'ancora del mediterraneo.
- Gilo D. (2000), "The anticompetitive effects of passive investment", *Michigan Law Review*, 9, pp. 1-47.
- Gilo D. e Y. Spiegel (2003), "Partial cross ownership and tacit collusion", The Center for the Study of Industrial Organization working paper p n. 38, Northwestern University.
- Hadlock C., J. Houston e M. Ryngaert (1999), "The role of managerial incentives in bank acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, 23 (2-4), 221-49.
- Hsiung B. (1999), "Sailing towards the brave new world of zero transaction costs", *European Journal of Law and Economics*, 8 (2), 153-69.
- Inzerillo U. e M. Messori (2002), "Le privatizzazioni bancarie in Italia", in S. De Nardis (a cura di), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna: il Mulino.

- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2002), “Government ownership of banks”, *Journal of Finance*, 57 (1), 265-301.
- Lang L.H.P. e R.W. So (2002), “Bank ownership structure and economic performance”, *mimeo*, Chinese University of Honk Kong.
- Lucchetti R., L. Papi e A. Zazzaro (2000), “Efficienza del sistema bancario e crescita economica nelle regioni italiane”, in P. Alessandrini (a cura di), *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, Bologna: il Mulino.
- Lucchetti R., L. Papi e A. Zazzaro (2001), “Banks’ inefficiency and economic growth: a micro-macro approach”, *Scottish Journal of Political Economy*, 48, 400-24.
- Messori M. (2002), “La concentrazione del settore bancario: effetti sulla competitività e sugli assetti proprietari”, in C. Schena (a cura di), *Regolamentazione antitrust e strategie delle banche*, Bologna: il Mulino.
- Messori M. e A. Zazzaro (2003), “Aggregazioni bancarie, riassetti proprietari e modelli di governo. Come sono cambiate le banche italiane negli anni Novanta”, in M. Messori, R. Tamborini e A. Zazzaro (a cura di), *Il sistema bancario italiano. Le occasioni degli anni Novanta e le sfide dell’euro*, Roma: Carocci editore.
- Messori M. e R. Tamborini (2003), “Assetti bancari, efficienza operativa ed efficienza economica”, in M. Messori, R. Tamborini e A. Zazzaro (a cura di), *Il sistema bancario italiano. Le occasioni degli anni Novanta e le sfide dell’euro*, Roma: Carocci editore.
- Panetta F. (2003), “Evoluzione del sistema bancario e finanziamento dell’economia del Mezzogiorno”, *Moneta e Credito*, 56 (giugno), 127-60.
- Petersen M.A. e Rajan, R.G. (2002), “Does distance still matter? The information revolution in small business lending ”, *Journal of Finance*, 57 (6), 2533-70.

- Sapienza P. (2002), "The effects of banking mergers on loan contracts", *The Journal of Finance*, 57 (1), 329-67.
- Sapienza P. (2003), "The effects of government ownership on bank lending", *Journal of Financial Economics*, in corso di pubblicazione.
- Spagnolo G. (2003), "Banks as collusive devices", *mimeo*, University of Mannheim.
- Trivieri F. (2004), *Proprietà e controllo nel sistema bancario italiano*, Tesi di dottorato, Università della Calabria.
- Zazzaro A. (1997), "Regional banking systems, credit allocation and regional economic development", *Economie Appliquée*, 50 (1), 51-74.
- Zazzaro A. (2001), "Specificità e modelli di governo delle banche: un'analisi degli assetti proprietari dei gruppi bancari italiani", *Moneta e Credito*, 54 (dicembre), pp. 487-517.
- Zazzaro A. (2002), "The allocation of entrepreneurial talent under imperfect lending decisions", *Rivista Italiana degli Economisti*, 7 (3), 303-30.
- Zazzaro A. (2003), "Il credito nel Mezzogiorno", *La Questione Agraria*, n. 3, 142-51
- Zazzaro A. (2004), "Should courts enforce credit contracts strictly?", *Economic Journal*, in corso di pubblicazione.
- Zerbe R.O. (1980), "The problem of social cost in retrospect", *Research in Law and Economics*, 2, 83-102.

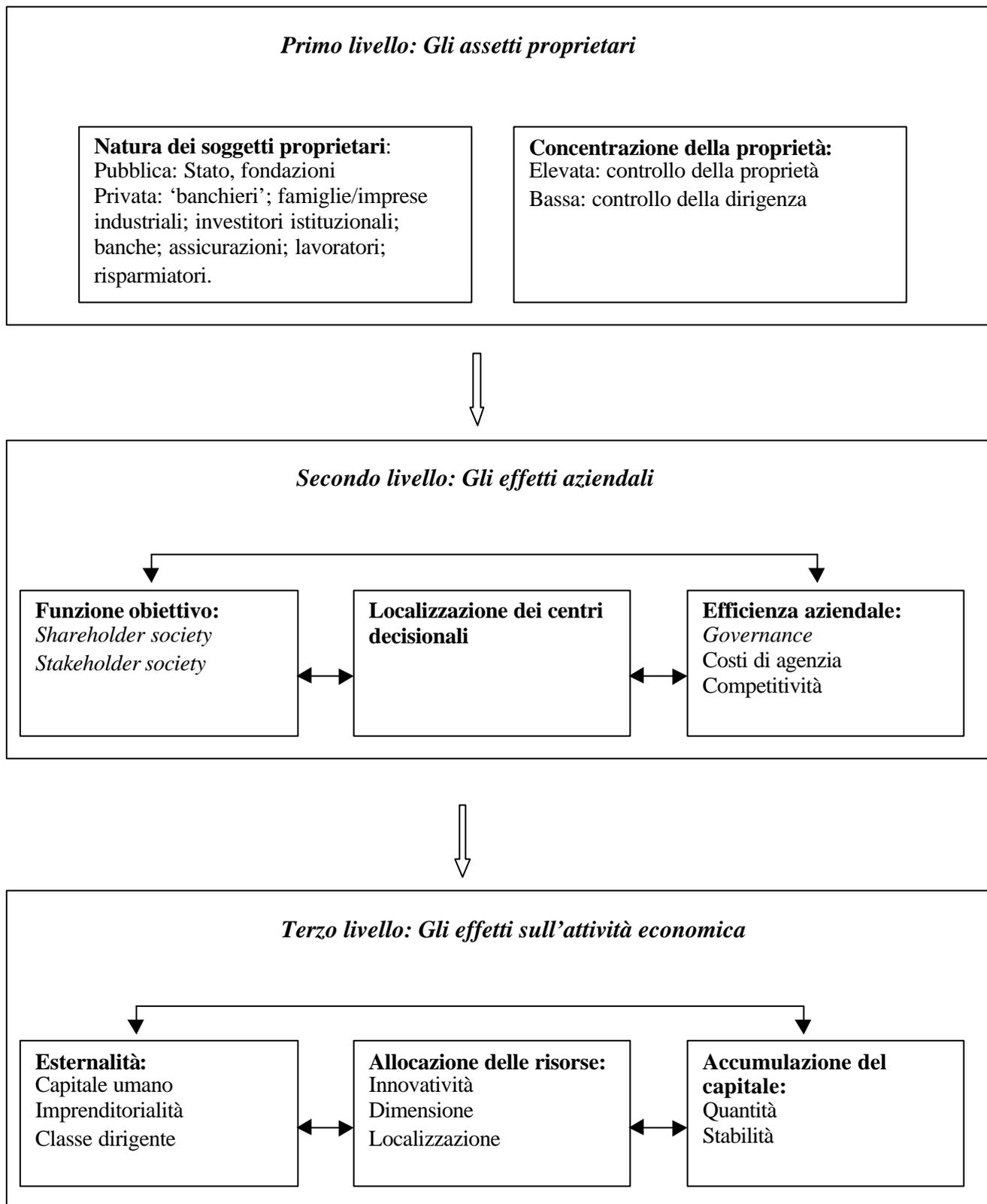


Figura 1: I canali di influenza degli assetti proprietà sulla crescita economica