

IL RISPARMIO REVIEW

2

Anno LIX - n. 2 aprile - giugno 2011

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



**REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA
PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA
IL RISPARMIO REVIEW**

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio Review saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e E-JEL.

IL RISPARMIO

REVIEW

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ACRI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

2

Anno LIX - n. 2 aprile - giugno 2011

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioreview.it
www.acri.it

Autorizzazione
Tribunale di Roma N. 264/2000
del 20 giugno 2000

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

LUIGI PANZONE

L'obiettivo del valore nelle banche commerciali
Objective of the value in commercial banks

5

ROBERTO MALAVASI

I gruppi bancari europei e la crisi finanziaria: un'analisi su dati di bilancio
*European banking groups and the financial crisis:
an analysis on balance sheets*

31

ENZO SCANNELLA

I *credit derivatives* nell'economia dei sistemi finanziari
tra innovazione e criticità
*Credit derivatives in the economy of financial systems:
innovation and issues*

91

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

127

L'OBIETTIVO DEL VALORE NELLE BANCHE COMMERCIALI

OBJECTIVE OF THE VALUE IN COMMERCIAL BANKS

Luigi Panzone

*Professore Associato, Università di Chieti-Pescara,
Dipartimento di Metodi Quantitativi e Teoria Economica*

l.panzone@unich.it

L'esperienza recente ha posto in risalto l'obiettivo del valore nelle banche, inteso come reddito corretto per il rischio disponibile per gli azionisti. Ma la constatazione di mercati finanziari imperfetti rende non del tutto solida e convincente tale impostazione, poiché i ricavi conseguiti possono derivare da prezzi non economici, risultanti da un sensibile vantaggio contrattuale degli intermediari e non connessi alle reali utilità offerte. L'evidenza di condizioni di economicità nelle produzioni bancarie può essere indice segnaletico di un valore in formazione, riflesso su minori prezzi e maggiore qualità; nelle banche commerciali retail, ciò può manifestarsi in un contenuto divario tra le medie dei tassi attivi e passivi negoziati.

PAROLE CHIAVE: REDDITO • RISCHIO • PREZZI • QUALITÀ • ECONOMICITÀ • DIVARIO

Recent experience has highlighted the aim of value for banks, that is the risk-adjusted income for shareholders. The existence of imperfect financial markets makes this approach not quite strong and convincing, since revenues may derive from non-economic prices, resulting from a significant contractual advantage for intermediaries and not related to the actual provided utilities.

The evidence of efficiency conditions in the bank production may be indicative of developing value, reflected on lower prices and higher quality; in retail commercial banks this may occur in a limited gap between the means of negotiated lending and deposit rates.

KEYWORDS: INCOME • RISK • PRICE • QUALITY • EFFICIENCY • GAP

1. La nozione di valore

Nelle moderne economie domina una concezione del valore in azienda connesso essenzialmente all'incremento di ricchezza conseguente allo svolgimento dei processi produttivi; in termini economico-aziendali, tale risultato è misurato dalle variazioni in aumento registrate dal capitale investito (capitale attinto), valutato ai prezzi di mercato. La Dottrina definisce il risultato operativo lordo come la ricchezza che residua per la remunerazione delle risorse finanziarie attinte a qualsiasi titolo (capitale di debito-di proprietà), in guisa che sia

Risultato operativo (R.op) = Re + Of.

Con, Re = reddito di periodo;
 Of = oneri finanziari:

Ed ancora, **ROI (Return on investment) = R.op/ CI**

ROE (Return on equity) = Re/ P

Con, CI = Capitale investito;

P = Patrimonio netto;

i = Saggio medio di onerosità del debito OF/D

D/P = leverage

D = Debito complessivo.

Rileva in tale prospettiva la dimensione del saggio i, poiché se è **ROI - i > 0**, sarà anche **ROI > ROE** : in tal caso, operando l'effetto di leva finanziaria come si desume dalla seguente relazione

$$\mathbf{ROE = ROI + (ROI - i) \cdot D/P,}$$

senza considerare per semplicità la deducibilità fiscale degli oneri per interessi (i) ed i conseguenti vantaggi reddituali¹.

Tale nozione di valore è dunque intesa come incremento del capitale investito nel periodo considerato (ROI) ed è connessa alla relazione costi (prezzi X fattori della produzione)-ricavi (prezzi X gli output conseguiti); il risultato operativo ne rappresenta la misura e nello stesso tempo la quota del reddito disponibile per remunerare i finanziatori (investitori) a qualsiasi titolo.

Dal che una prima conclusione: i prezzi degli input e degli output di processo giocano un ruolo determinante nella configurazione del valore atteso, poiché da essi direttamente discende la consistenza dei costi e dei connessi ricavi. Da ciò derivano alcune importanti conseguenze:

a. importa una ottimizzazione dell'impiego dei fattori produttivi, per una riduzione dei costi unitari di prodotto;

b. i prezzi sui mercati di approvvigionamento (input) e di collocamento (output) devono assumere il connotato di "economici", ovvero essere reale espressione delle utilità economiche contenute in quei beni e servizi. Ciò comporta che i mercati devono soddisfare le regole della perfetta concorrenza in una libera economia di mercato. Se così non fosse (punto b in precedenza), perché i prezzi risentono

1) Modigliani-Miller, The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment, in "American Economic Review", 06/1958 . Luigi Panzone, Profili di criticità di una finanza per le imprese, Libreria dell'Università Editrice, Pescara 2010.

di posizioni dominanti dei produttori o degli acquirenti, il processo di produzione del valore risulterebbe alterato fino ad annullarsi qualora i ricavi risultino inferiori ai costi. Nel caso di imperfezioni nei mercati di approvvigionamento i prezzi dei fattori produttivi risulterebbero superiori alle reali utilità prestate, per cui ciò genererebbe due possibili conseguenze:

1. maggiori prezzi per i prodotti finiti, anch'essi non correlati alle utilità economiche offerte;
2. una riduzione del reddito in formazione sino all'evidenza di perdite (distruzione del valore).

In capo ai produttori degli input si registrerebbe, al contrario, un ampliamento del valore però non connesso ad un incremento delle utilità economiche prodotte.

Da ciò, quindi, non può che derivare una iniqua distribuzione della ricchezza nel sistema economico poiché prevarranno le imperfezioni del mercato che, attraverso l'alterazione del processo di pricing non più connesso alle utilità economiche prodotte, determineranno disequilibri nei flussi di valore in formazione.

In altre parole, il valore in azienda deve essere considerato come incremento delle utilità economiche fornite (e fornibili) dagli input e riflesse negli output di processo che dovranno quindi essere collocati a prezzi remunerativi dei rispettivi costi.

Dunque, due presupposti per un equilibrato processo di creazione del valore, inteso come incremento del capitale investito:

- a. processi produttivi organizzati secondo il principio della economicità che fonda sul criterio di una ottimizzazione della produttività (minimizzazione input unitario di fattore);
- b. prezzi degli input e degli output che riflettono le utilità economiche offerte e quindi negoziati su mercati concorrenziali.

Invero, qualora il produttore si trovi in posizione dominante si possono determinare due principali conseguenze: la prima, in termini di condizioni di inefficienza contrassegnate da palesi diseconomicità traslate su maggiori prezzi, a danno degli utenti che registreranno un peggioramento del rapporto prezzo-qualità; la seconda, in termini di vantaggi contrattuali portatori di prezzi crescenti che registreranno un

incremento dei profitti senza che si evidenzi un maggiore contenuto qualitativo dei beni e servizi offerti. In entrambi i casi, l'incremento del risultato economico della gestione deriva da prezzi disallineati rispetto alle reali utilità da essi rappresentate, con accumulazione di ricchezza prodotta altrove ed a danno di terze economie.

Negli ultimi anni, sia in Dottrina che nella prassi, ha assunto rilevanza l'obiettivo aziendale della massimizzazione del valore per gli azionisti, inteso come reddito disponibile corretto per il rischio. In una prima approssimazione, tale nozione di reddito è coincidente con il Return on equity (ROE = reddito/capitale di proprietà) e, quindi, con quella porzione del risultato operativo "residuale" dopo aver corrisposto il compenso pattuito al capitale di debito (saggio i).

L'obiettivo di una sua massimizzazione comporta un ricorso crescente ai mezzi altrui per il finanziamento dello sviluppo, se risulta presente un positivo effetto di leva finanziaria (ROI - i), con incremento del leverage complessivo (debiti/patrimonio - D/P). Naturalmente, tale politica finanziaria determina un ampliamento del rischio di dissesto che, in parte, compenserà l'incremento del reddito disponibili per gli azionisti, i quali non registreranno vantaggi dalla crescita del leverage nel caso di un sostanziale identico risultato in termini di ROE corretto per il rischio, soggettivamente valutato.

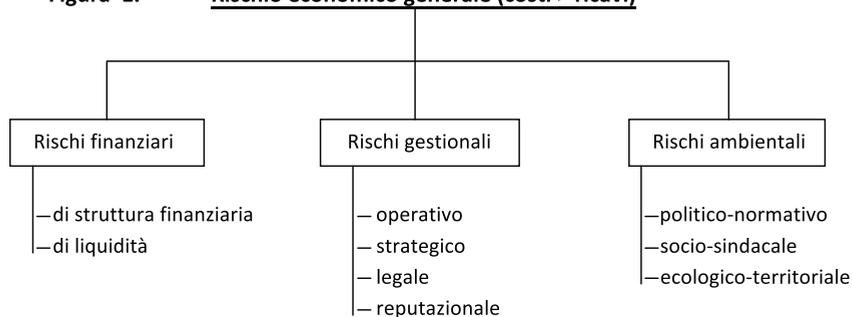
Ciascun investitore giudicherà, quindi, il valore come risultato del binomio reddito-rischio che dunque mostrerà un andamento incrementale in presenza di una riduzione dell'alea dell'investimento a parità di reddito; viceversa, in caso contrario.

Ora, tale impostazione appare solida in presenza di mercati concorrenziali nei quali i prezzi sono rappresentazione reale delle utilità economiche incluse nei prodotti in offerta. In tali scenari, la regolazione dei prezzi-quantità domandate è riflesso dell'utilità marginale dei beni e dei servizi ed il profitto correlato al rischio è fedele rappresentazione del valore in formazione, poiché derivante da dinamiche produttive efficienti (economicità dei processi), da reale incremento delle utilità degli input trasferite negli output e da prezzi equi. La massimizzazione del risultato per gli azionisti può coincidere, allora, con l'interesse degli stake holders e con quello degli utilizzatori del bene

2. Il binomio reddito-rischio come misura del valore.

Nell'analisi sin'ora condotta, si evidenziano allora due principali "value driver" in presenza di mercati realmente concorrenziali: il profitto ed il rischio d'impresa. Importa, quindi, una corretta rappresentazione e quantificazione dell'alea riferita al complesso delle produzioni aziendali, espressa in una prima approssimazione dal rischio economico-generale, vale a dire dalla probabilità che i costi di esercizio non trovino conveniente pareggio nei ricavi di competenza. Nella realtà, l'alea dell'impresa è rappresentata da un sistema di tipici rischi, ciascuno caratterizzato da specifiche dinamiche di manifestazione e connesso ad aspetti della gestione d'azienda. Nella figura che segue viene proposta una rappresentazione sintetica del sistema dei rischi di un'impresa industriale.

Figura 1. Rischio economico generale (costi > ricavi)



La funzione di "Risk management" assume la responsabilità di individuare-misurare-gestire le varie tipologie di rischio riferibili all'impresa, al fine di una loro oggettiva limitazione ed adeguato presidio; e ciò, mediante idonee strategie e politiche aziendali non che tattiche operative e qualità organizzative e procedurali, da una parte, verifica dell'adeguata consistenza delle dotazioni patrimoniali, dall'altra. Il processo descritto può essere così sintetizzato:

1. individuazione delle tipologie di rischio riferibili alla gestione dell'impresa;
2. elaborazione di strategie- politiche e tattiche operative idonee a ridurre la dimensione del rischio in fase di assunzione;
3. misurazione (quantificazione) delle singole tipologie, mediante la

stima della massima perdita (riduzione di reddito) conseguibile per ciascuna di esse sulla base della più alta probabilità di accadimento. Tale minus-valore è definito dalla Dottrina VAR (valore al rischio);

4. Sommatoria dei VAR stimati per ciascun rischio, con individuazione del fabbisogno minimo di capitale (Economic Capital) necessario per il presidio (assorbimento) delle perdite conseguibili in caso di manifestazione delle stesse;

5. verifica dell'adeguatezza del patrimonio netto disponibile (available capital) per presidiare il rischio incombente: $\text{Available Capital} > \text{Economic Capital} = \text{Taking} - \text{Risk Capacity}$.

Nella prassi, taluni rischi (perdite potenziali) vengono trasferiti sui prezzi alla stregua di maggiori oneri, dando origine alla formazione di riserve nella forma di accantonamenti; il VAR che residua dovrà trovare pareggio nell'Economic Capital.

In mercati concorrenziali, ciò si renderà possibile se l'incremento dei prezzi sarà giudicato compatibile con le utilità economiche espresse dai beni e servizi offerti. In caso contrario, si potrebbe registrare una riduzione della quantità dei prodotti collocati, costante la struttura del piano di utilità marginale degli acquirenti.

È evidente che la "taking-risk capacity" dell'impresa si rifletterà sul rischio di dissesto della stessa, nel senso che aumenteranno le probabilità di fallimento in presenza di una riduzione della disuguaglianza $\text{available capital} > \text{economic capital}$.

Nella norma, gli investitori-azionisti si trovano in una condizione di sensibile asimmetria dell'informazione che non consente loro una oggettiva definizione del rischio d'impresa e, quindi, dell'alea a cui è sottoposto il proprio investimento; a meno che non assumono il ruolo di soggetti economici dell'impresa, ovvero partecipino ed influenzino in una qualche misura i destini dell'azienda. Ad ogni buon conto, una corretta valutazione dei risultati derivanti dal possesso delle azioni non può prescindere da un giudizio di congruità sulla relazione reddito-rischio ad esse (azioni) riferibile. Presupponendo che l'azionista mostri un profilo di razionalità economica e che si trovi in una situazione di contenute asimmetrie informative, l'analisi della performance potrebbe così determinarsi:

- stima del capitale a rischio (Economic capital) dell'impresa;

- calcolo del RAROC atteso (Risk-Adjusted Return on Capital) in riferimento al capitale al rischio (EC), pari al Reddito atteso/ Economic capital;
- calcolo del Free capital = Available capital – Economic capital;
- determinazione del reddito atteso per il Free capital in termini di “Free- Risk Interest”;
- sommatoria del reddito atteso per l’Economic capital (RAROC atteso X capitale al rischio) con il reddito atteso per il Free capital (Free-Risk interest X Free capital);
- confronto del reddito atteso con quello effettivamente conseguito (risultato economico di periodo), in guisa che sia Reddito atteso < Reddito disponibile.

Tale ultimo risultato potrà soddisfare le attese degli azionisti in termini di massimizzazione del reddito corretto per il rischio.

In sintesi e per simboli potrebbe essere:

(RAROC atteso X EC) + (FR Interest X FC) = Reddito atteso corretto per il rischio (raro)

Con EC = Economic Capital;

FC = Free Capital;

FR Interest = Free Risk Interest (FRI);

dove FR Interest = Rendimento medio BTP decennali;

RAROC atteso = Redditività soddisfacente per il rischio d’impresa (rapportato al capitale al rischio o Economic Capital)

E dunque, l’azionista massimizzerà il proprio risultato se sarà:

RAROI (Risk- Adjusted Return on Investment) < ROE,

con $RAROI = \frac{\text{raro}}{\text{Available Capital (Patrimonio netto)}}$

$ROE = \frac{\text{Reddito disponibile}}{\text{Patrimonio netto (AC)}}$

Tale funzione obiettivo si mostra solida ed aderente alla pluralità degli interessi degli *stake holders* in un mercato realmente concorrenziale, dove i prezzi riflettono le utilità economiche contenute nei beni e servizi. Diversamente, in presenza di sensibili imperfezioni nei processi di pricing il raggiungimento di un simile target può rappresentare il sacrificio degli interessi di una pluralità di soggetti confluenti nelle produzioni d'impresa, i quali potranno ricevere remunerazioni (prezzi) non congrue per le risorse apportate ovvero utilità non correlate ai prezzi pagati, subendo nei fatti una sottrazione di valore a vantaggio dei soli azionisti. In questi casi, il valore dovrà essere giudicato come un sistema di performance-obiettivi contestualmente soddisfatti, del quale il RAROI non è che uno solo dell'insieme di target: prezzi-qualità-congruo reddito, in una rappresentazione sintetica degli stessi. Allora, il risultato per gli azionisti potrebbe essere giudicato soddisfacente nel caso sia $RARO I = ROE$, trasferendo al mercato il sovrareddito ($ROE - RARO I > 0$) in termini di minori prezzi e/o maggiore qualità. Nella figura che segue rappresentiamo figurativamente il paradigma del valore d'impresa.

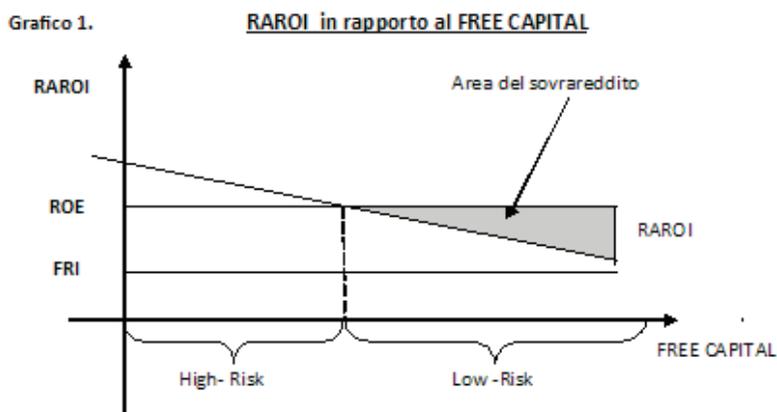
Figura 2.**Paradigma del valore**

MERCATO IMPERFETTO	MERCATO CONCORRENZIALE
Max. Reddito	Congruo Reddito
Max. Prezzi	Min. Prezzi
Min. Economicità	Max. Economicità
Low Quality	High Quality
AZIONISTI	STAKE HOLDERS

D'altra parte, anche in presenza di mercati concorrenziali l'obiettivo della massimizzazione del risultato per gli azionisti potrebbe essere sostituito dal target del "congruo reddito" ($ROE = RARO I$ piuttosto che $ROE > RARO I$), poiché le condizioni di trasparenza e l'accentuata competitività potranno essere fattori che porranno le basi per il trasferimento del sovrareddito al mercato.

In un ulteriore approfondimento, posto costante il ROE (Return on

equity) e dunque la redditività netta (nominale) della gestione in rapporto al patrimonio, un'efficiente attività di risk management può contribuire ad una riduzione dell'alea complessiva della gestione, principalmente mitigando il rischio in fase di assunzione; ciò determinerà un contenimento del capitale al rischio (EC), coeteris paribus, con ampliamento del Free Capital (FC): ne consegue una riduzione del RAROI (Risk – Adjusted Return on Investment), ovvero della redditività giudicata soddisfacente dagli azionisti. Il sovrareddito che si può evidenziare potrebbe essere utilizzato per il processo di autopotenziamento (autofinanziamento) ovvero per un rafforzamento del rapporto prezzo-qualità degli output. Nel grafico che segue si propone una rappresentazione sintetica del processo descritto.



Nel grafico, sono evidenziati gli effetti del rischio sulla redditività soddisfacente per gli azionisti, da noi definita in questo articolo RAROI (Risk-Adjusted Return on Investment): una riduzione dell'alea di gestione espande il Free Capital e ciò evidenzia un decremento del RAROI. Nel punto in cui lo stesso interseca la retta del Return on equity (ROE), la redditività nominale coincide con quella ritenuta soddisfacente dagli azionisti. In situazioni di Low-risk, il RAROI si riduce oltre il ROE evidenziando un sovrareddito.

Dunque, il rischio assume il ruolo di “value driver” di assoluto rilievo, incidendo sulla capacità di attrazione del capitale dell'impresa e quindi sulle condizioni di sviluppo.

La presenza di un sovrareddito, inoltre, è circostanza propizia per operazioni di “Private Equity” ovvero per quelle di Leverage Buy Out, poiché consente il sostenimento di maggiori gradi di leverage in vista di ambiti traguardi di sviluppo.

3. Il paradigma banche-mercati.

I moderni mercati finanziari sono caratterizzati da sensibili imperfezioni, variamente accentuate per ogni specifico contesto, essenzialmente riconducibili ad alcuni fondamentali parametri:

- a. la qualità del processo di distribuzione delle informazioni;
- b. le condizioni di trasparenza;
- c. le modalità di funzionamento, quanto a presenza di posizioni dominanti e di atteggiamenti di razionalità economica;
- d. la qualità del pricing.

a. È ben noto che gli odierni mercati sono caratterizzati da vistose asimmetrie informative, riconducibili ad una insufficiente attività comunicazionale da parte dei prenditori finali dei fondi ed alla tendenza degli intermediari a “catturare” i dati e le notizie evitando, se possibile, una loro puntuale divulgazione, nella convinzione che ciò generi vantaggio competitivo. Ed in effetti, la capacità conoscitiva si mostra rilevante fattore critico di successo per gli operatori finanziari che in essa possono cogliere opportunità di elaborare politiche di investimento (acquisto-vendita) a prezzi di maggior convenienza, poiché avvantaggiati dal migliore apprezzamento delle realtà economiche sottostanti. A dire il vero, tale situazione è per una certa misura nell'ordine delle cose giacché l'impresa finanziaria è competitiva anche in virtù di vantaggi informativi. Ma si può affermare che in un mercato efficiente tale “surplus” di notizie e dati rispetto ai concorrenti è in “tempo reale”, vale a dire che esso è destinato ad essere eliminato in un breve intervallo, poiché l'informazione tenderà a distribuirsi equamente con un modesto ritardo temporale. In queste circostanze, assume rilievo la “velocità” decisionale dell'operatore che consentirà posizioni di mercato moderatamente di vantaggio sui prezzi, destinate ad annullarsi (le differenze nei valori in quotazione) piuttosto rapidamente.

Non così su mercati imperfetti, come gli odierni, dove il vantaggio

informativo di solito non muta in proporzione al tempo ed in cui la comunicazione dagli emittenti agli investitori-intermediari è di norma insufficiente e per intervalli temporali discontinui.

I soggetti deboli sono, in questi casi, rappresentati dagli investitori privati ancor più se di modeste capacità di risparmio e dagli intermediari di più contenute dimensioni ed operanti in contesti periferici.

b. È chiaro che tali circostanze riducono sensibilmente la trasparenza del mercato, sia avuto riguardo alle caratteristiche di svolgimento della gestione dei prenditori dei fondi (redditività-rischio) che alla natura dei contratti conclusi ed al loro contenuto reale in termini di prezzi-costi.

E ciò è assai accentuato per quelle transazioni che si svolgono su mercati “over the counter” e, quindi, senza ufficialità dei prezzi negoziati. D'altra parte, anche in queste ultime circostanze, sono più frequenti i casi di assenza delle condizioni utili all'elaborazione di un congruo giudizio sul pricing in atto.

c. Di poi, la presenza di posizioni dominanti, vale a dire riferibili ad operatori di rilevanti dimensioni che possono influenzare il processo di formazione del pricing, rende ancora più incerto il valore segnale dei prezzi ufficiali; tale ridotta capacità informativa delle quotazioni si accentua in presenza di volatilità del mercato, nei tempi recenti sempre più vistosa. Si aggiunge, ancora, una diffusa presenza di atteggiamenti di non razionalità economica: presso gli investitori privati ma non di rado anche in capo agli operatori professionali. Ne è dimostrazione l'altalenante andamento delle quotazioni, che non è di certo correlabile a politiche di asset dei portafogli stabili e coerenti con le analisi effettuate. Purtroppo, queste ultime sono assai fondate su metodologie tecniche che mirano ad osservare le dinamiche del mercato come funzioni di algoritmi matematici o statistici che nulla hanno a vedere con le realtà economiche sottostanti ai valori finanziari, indagati con la cosiddetta analisi fondamentale.

Tale stato dei fatti incentiva l'adozione di politiche di investimento con prospettive di breve termine (trading), provocando un'accentuazione della volatilità del mercato.

d. Ne risulta un inefficace pricing, dovuto ad un sensibile disallineamento dei prezzi dai valori economici in essi contenuti. Le quotazioni ufficiali, allora, non sono rappresentative dell'andamento dell'economia reale scoraggiando gli investitori dall'acquisto dei valori mobiliari di mercato poiché giudicati "rischiosi" e le stesse imprese a collocare i propri passivi per sostenere il processo di investimento e sviluppo.

In tali scenari, diventa centrale il processo di intermediazione bancaria, vuoi per la predilezione del pubblico verso i prodotti della raccolta tradizionale, tipicamente depositi, perché giudicati a basso rischio ed alta liquidità (*good credence*); vuoi per un atteggiamento delle stesse imprese orientato verso rapporti finanziari incentrati sulla "soft-information" (informazioni dirette e riservate) e quindi di credito bancario. Le banche, però, si avvantaggiano di questa situazione per alcune principali circostanze, quali:

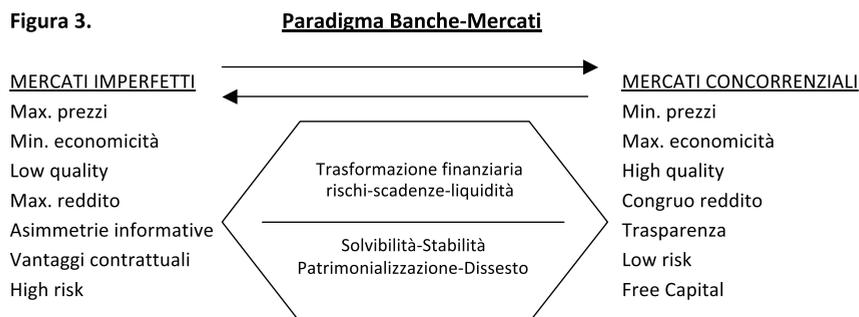
- vantaggi informativi rispetto alle famiglie ed alle imprese che determinano: verso le prime, un'offerta di passivi finanziari a condizioni di tasso non del tutto correlati alle reali situazioni di rischio della propria gestione, ovvero di servizi dell'intermediazione mobiliare (negoziazione-gestione patrimoni-consulenza) a prezzi esosi e caratterizzati da contenuti *low-quality*; verso le imprese, un'erogazione dei prestiti non sempre nella forma tecnica più idonea per correlarsi alla struttura del fabbisogno di capitale e con tassi maggiormente onerosi rispetto alla classe di rating di appartenenza, il più delle volte assistiti da esose garanzie collaterali;
- posizioni di mercato sostanzialmente dominanti che generano prezzi esosi e condizioni di contratto inique, anche con riferimento ai tipici servizi di regolamento monetario;
- centralità nel veicolare la liquidità del mercato, con possibili crisi di credit-crunch se si registra un'accentuazione delle attività di investment bank in proprio.

In queste circostanze, il mercato del credito si mostra sensibilmente imperfetto accentuando la distanza dell'intero sistema finanziario dalle condizioni di funzionamento prossime alla perfetta concorrenza. Il primo indesiderabile effetto di tale contingenza è che la presenza di diseconomie di costo in seno ai processi produttivi condotti dalle ban-

che viene riflessa nei prezzi negoziati per i prodotti e servizi, in talune circostanze offerti in condizioni di quasi-oligopolio. La seconda conseguenza di rilievo è quella di un processo di “adverse selection” dei prestiti erogati che tradisce l’obiettivo dell’ottima allocazione delle risorse. Quest’ultima circostanza penalizza lo sviluppo delle imprese e dell’economia nella sua interezza nonché la stessa banca che registrerà una riduzione della qualità degli attivi con ampliamento dell’alea di gestione. A parità di circostanze, ciò comporterà una crescita della misura del capitale al rischio (Economic Capital) con riduzione del Free Capital. Infine si potrebbe determinare, con ulteriore effetto non desiderabile, un orientamento strategico volto a massimizzare il risultato per gli azionisti, incoraggiati in questa direzione dal dominio delle informazioni e del mercato, con vantaggi contrattuali conseguenti che si appalesano principalmente in prezzi maggiori ed il più delle volte iniqui (non economici) ovverosia non correlati alla qualità (utilità economica) dei servizi e/o alla classe di rating (tassi) degli affidati.

Dunque, ne risulta un processo produttivo caratterizzato da una trasformazione dei rischi-rendimenti solo in apparenza favorevole alla banca, poiché un pricing non correlato al reale merito creditizio produce redditi solo nominali giacché incrementa l’alea della gestione. Ed invero, le imprese risultano affannate da inique prestazioni delle banche registrando un incremento del rischio di dissesto.

Nella figura che segue viene rappresentato il paradigma banche-mercati.



Dunque, in mercati imperfetti come gli odierni, gli intermediari bancari non trovano sufficiente stimolo al recupero di migliori condizioni di economicità, riuscendo il più delle volte a trasferire le diseconomie su maggiori prezzi e conservando inalterato il profilo reddituale della gestione, almeno nell'aspetto nominale. Va, invero, indagato un possibile incremento del rischio complessivo assunto, con riflessi sulla misura del reddito corretto per il rischio disponibile per gli azionisti. D'altra parte, un mercato non trasparente riflette le conseguenze di un pricing inadeguato sulla qualità degli attivi bancari e, contribuendo ad un aumento della loro volatilità, determinerà ampliamenti nell'alea di gestione con decremento del Free Capital.

4. La formazione del valore nelle banche

Come per ogni altra impresa la banca si pone l'obiettivo del valore che, coerentemente con quanto esposto nel paragrafo 1, trova evidenza nella produzione di utilità economiche in forma di output (prodotti e servizi) di natura immateriale ed il cui contenuto è contrassegnato da un forte input informativo e tecnologico (Information and Communication Technology).

Ne consegue che il valore si sostanzia in un incremento delle utilità economiche dei fattori della produzione, trasferite negli output; dal che il significato segnaletico dei rispettivi prezzi di riferimento, inteso come capacità degli stessi di rappresentare le utilità incluse nei beni e servizi (input-output). È logica ed intuitiva l'affermazione secondo la quale tale ruolo discriminante è svolto dei prezzi in mercati perfetti, dove il pricing è il risultato dell'incontro offerta-domanda, quest'ultima espressione del piano di utilità degli acquirenti (produttori-consumatori).

L'effetto è quello di una domanda tendenzialmente elastica e cioè sensibile all'andamento dei prezzi, entro certi limiti ed in una prima ipotesi semplificatrice. Ed invero, in taluni casi, alcuni beni assumono una funzione essenziale e non sostituibile, com'è nel caso dei finanziamenti bancari in un sistema banco-centrico (bank-based). È assai probabile, allora, che la quantità di credito erogato mostri una ridotta sensibilità agli aumenti registrati nei tassi attivi negoziati dalle banche.

Ed è così anche per i servizi di regolamento monetario, posto che la moneta bancaria non è agevolmente sostituibile da quella legale, se non per una modesta quota delle transazioni di mercato.

Nella realtà, il sistema finanziario è contrassegnato da sensibili imperfezioni che si trasformano nella norma in vantaggi per i prenditori dei fondi (imprese-Pubblica Amministrazione) e per gli intermediari, fra questi le banche. Ciò evidenzia un processo di pricing alterato ed, in casi non rari, non correlato alle utilità economiche sottostanti bensì espressione di significative diseconomicità nei processi bancari che trovano possibilità di un trasferimento nei prezzi, in virtù dei vantaggi contrattuali degli intermediari.

Ora va detto che l'evidenza del valore postula condizioni di efficienza economica nell'impresa, in termini di produttività e di economie di costi: solo in tal modo le utilità incluse negli input di processo possono essere trasferite e diventano incrementali negli output; diversamente, si realizza una distruzione di valore prodotto altrove. In queste circostanze, il profitto può derivare da prezzi non economici, e dunque iniqui, che trasferiscono flussi di ricchezza dagli operatori efficienti economicamente a quelli incapaci di una virtuosa organizzazione delle operazioni della gestione.

È così nelle banche, ogni qual volta che i prezzi negoziati sono il risultato dei maggiori ed inoperosi costi sostenuti per l'ottenimento degli output. In termini pratici, ciò evidenzia una serie di indesiderabili circostanze, quali:

- la negoziazione dei tassi sui prestiti e sui depositi non sempre correlata alla classe di rating degli affidati e della banca stessa;
- la richiesta di prezzi esosi per la prestazione dei servizi tipici della funzione di regolamento monetario delle transazioni;
- una crescente rischiosità degli attivi, da una parte, per un declassamento della qualità dei prenditori dei fondi poiché le imprese più meritevoli ricercano le migliori condizioni sul mercato; dall'altra, giacché gli affidati soffrono l'evidenza di tassi più onerosi e per finanziamenti non correlati alla struttura del fabbisogno di capitale, con l'incremento del rischio di dissesto;
- un ampliamento, coeteris paribus, dell'alea complessiva della gestione bancaria con riduzione del Free Capital ed incremento del RARO (reddività soddisfacente corretta per il rischio);
- un aumento generalizzato dei prezzi connessi ai servizi tipici dell'intermediazione mobiliare (investment banking).

In tali circostanze, sono leciti i dubbi sulla reale “quantità” di valore in formazione presso la banca, poiché i ricavi non sono diretta espressione delle utilità vendute bensì dei vantaggi contrattuali che in un mercato concorrenziale tendono a ridursi fino ad annullarsi.

Questi scenari si oppongono all’opportunità dell’elaborazione di strategie aventi come obiettivo la massimizzazione del valore per gli azionisti (inteso come reddito corretto per il rischio), giacché il raggiungimento del target postula sensibili alterazioni nel processo di distribuzione della ricchezza, secondo il paradigma banche-mercati.

Sarebbe meglio, al contrario, considerare la formulazione di funzioni obiettivo composite, dove lo scopo è quello di una soddisfazione contestuale di un sistema di performance, ciascuna rappresentatrice di “value driver” di rilievo nell’ambito della complessa economia dell’intermediario bancario. La nostra proposta, allora, è quella di considerare un target strategico rappresentato da un sistema di performance del tipo seguente:

- minimo divario tra i tassi bancari;
- minimo rischio;
- congruo reddito.

A ben guardare, tali parametri sono indicatori di virtuosi processi aziendali poiché la gestione si svolge in condizioni di massima economicità (minimo divario), contenuto rischio ed adeguata remunerazione corrisposta al capitale di proprietà (congruo reddito).

- In merito al primo obiettivo (value driver), è noto che la differenza tra le medie dei tassi attivi e passivi negoziati dalle banche dipende dalla qualità della struttura economica e finanziaria e che la stessa (divario) può essere espressa sinteticamente dalla seguente relazione².

$$Ia - ip = \frac{Csf - Rnc}{Po} + \frac{Re}{Po} - \left(\frac{Ia \cdot MS}{Po} \right)$$

Con ia = tasso attivo medio;

ip = tasso passivo medio;

Csf = costi di struttura e funzionamento;

2) La relazione sopra esposta deriva da una rappresentazione sintetica della struttura finanziaria ed economica della banca così espressa:
 AF (attivi fruttiferi) + ANF (attivi non fruttiferi) = PO (passivi onerosi) + PNO (passivi non onerosi) + P (patrimonio netto); $Ip + Csf + Re = Ia + Rnc$; ponendo $Ip/PO = ip$ e $Ia / AF = ia$.

Rnc = ricavi diversi (commissioni e provvigioni);

Po = passivi onerosi (consistenza media);

Re = reddito di periodo;

Ms = margine di struttura patrimoniale. ($P + PNO - ANF > 0$)

con ANF = attivi non fruttiferi;
PNO = passivi non onerosi;
P = patrimonio netto.

Pertanto, appare evidente l'incidenza della struttura economica, in particolare con la differenza ($Csf - Rnc$) che è un diretto riflesso dell'economicità della gestione. Così come una solida struttura finanziaria, segnalata da un margine di struttura positivo ($Ms > 0$), contribuisce ad una attenuazione del divario tra i tassi apportando un effetto di sostegno allo svolgimento della gestione economica.

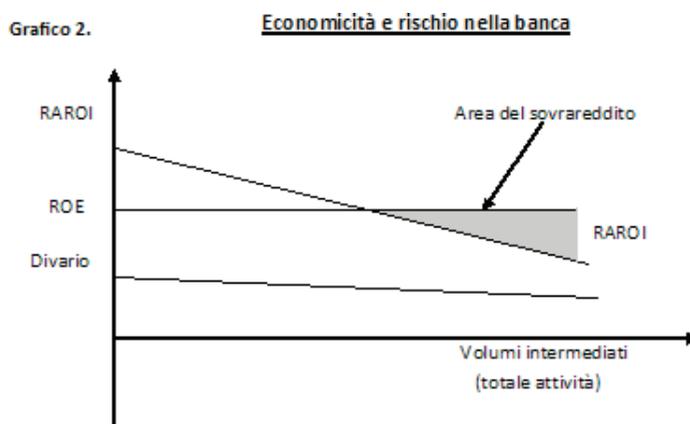
Il contenimento del rischio complessivo dell'impresa segnala un incremento del Free capital, determinando una riduzione del RAROI (la redditività giudicata soddisfacente dagli azionisti). E dunque, a parità di condizioni, migliora il risultato offerto agli share holders.

D'altra parte, una maggiore autonomia nella negoziazione dei tassi, segnalata da un minor divario, indica saggi d'interesse meglio correlati al rating dei prenditori dei fondi così come a quello della banca; ciò genera una migliore soddisfazione dei risparmiatori-investitori, in qualità di finanziatori delle banche (depositi), per il lucro di tassi maggiormente in linea con le reali condizioni di rischio-liquidità dei passivi bancari. Ciò determina l'ulteriore vantaggio di un possibile consolidamento della struttura finanziaria dell'intermediario, per l'aumento delle emissioni di certificati di deposito ed obbligazioni che richiedono di norma tassi di remunerazione più alti; ne consegue una riduzione del rischio di dissesto, coeteris paribus.

L'ottenimento di un congruo reddito si correla a quella misura dello stesso che misura la soddisfazione degli azionisti. Tale tasso è, nella nostra analisi, individuato dal RAROI (Risk-Adjusted Return on Investment) e soddisfa alla seguente relazione **ROE = RAROI**. Dunque, non si ricerca un risultato di sovrareddito per il capitale di rischio

(**ROE > RAROI**) bensì una equa soddisfazione dei portatori delle risorse di diretta pertinenza che può significare un ulteriore rafforzamento del rapporto prezzi-qualità.

Possiamo, ora, sintetizzare quanto affermato in precedenza con l'aiuto della grafica:



Il grafico è elaborato sulla base delle seguenti ipotesi:

- il divario, inteso come indicatore di economicità, può segnalare una diminuzione in presenza di uno sviluppo dei volumi, poiché una gestione virtuosa ricerca produttività ed economie di costo crescenti;
- il ROE è considerato costante per semplificazione;
- il RAROI segnala un decremento, giacché l'ipotesi (logica ed intuitiva) afferma che il minor divario contribuisce ad una riduzione della rischiosità degli attivi ma anche dei passivi, con rafforzamento della struttura finanziaria (rischio di dissesto); naturalmente, ciò postula un incremento del Free Capital;
- ne risulta un sovrareddito che può essere destinato ad una ulteriore riduzione del divario ovvero ad un auto-potenziamento (autofinanziamento) dell'azienda.

Una funzione obiettivo articolata in un sistema di “value driver” del tipo descritto appare congeniale ad un mercato finanziario segnato da sensibili imperfezioni, com'è quello attuale nella più parte dell'economia globalizzata; l'adozione di un siffatto target dimostra con maggiore trasparenza la capacità della banca di generare valore ed elimina le distorsioni che possono ingenerarsi sul sistema, in relazione ad un pricing inefficace e di norma a vantaggio degli intermediari bancari.

5. La funzione obiettivo delle banche in mercati imperfetti

Dunque, la ricerca del massimo risultato per gli azionisti nella gestione delle banche non sembra raccogliere il pieno apprezzamento in mercati condizionati da sensibili imperfezioni, dove i prezzi troppo spesso non rappresentano le reali utilità (qualità) dei prodotti e servizi prestati. Ma vi sono altri considerazioni che si oppongono a tale opzione strategica, quali:

- il contenuto grado di patrimonializzazione delle banche;
- la forte inerenza di pubblico interesse nello svolgimento della loro attività.

È noto che la struttura finanziaria bancaria è principalmente caratterizzata dalla forte prevalenza dei mezzi altrui (tipicamente depositi) e ciò, da una parte, per il consistente processo di autogenesi del credito che alimenta una continua espansione dei prestiti-depositi, connesso al prevalente uso della moneta scritturale(bancaria) nel regolamento degli scambi; dall'altra, alla preferenza riferita dagli investitori privati ai passivi delle banche nella composizione dei propri portafogli, dalla quale scaturisce una forte centralità di tale categoria di intermediari nel sistema finanziario. Ne consegue, un continuo incremento dei volumi intermediati connesso all'espansione della circolazione monetaria (depositi) e dei valori finanziari in genere. I flussi di autofinanziamento si mostrano nella norma insufficienti a consentire un adeguamento dei mezzi di diretta pertinenza, mentre le operazioni di aumento per apporti esterni rivestono il carattere di eccezionalità ed a volte incontrano serie limitazioni nella natura giuridica dell'intermediario (banche popolari e di credito cooperativo). Resta il fatto che le consistenze patrimoniali

si mostrano in genere assai contenute, in termini relativi, e per valori prossimi al 10% dei totali asset. E ciò, riferendoci alla nozione di capitale netto aziendale e non a quella di patrimonio di vigilanza, anche se la considerazione di tale ultima dimensione del capitale non comporta una sostanziale variazione del grado patrimonializzazione; poiché i coefficienti minimi previsti in sede regolamentare si riferiscono al valore dell'8% dell'attivo ponderato al rischio, di cui il "common equity" è al momento pari a valori mediamente inferiori al 4%.

Va inoltre considerato che l'intermediazione bancaria determina un forte impatto sul funzionamento dell'economia nel suo complesso, sostanzialmente per lo svolgimento di una funzione monetaria (stabilità sistema dei pagamenti), creditizia e di investimento che postula la mobilitazione del risparmio verso il pareggio del deficit in capo ai produttori e/o alla Pubblica Amministrazione; condizionando, quindi, i destini dello sviluppo economico, del reddito e dell'occupazione in termini di capacità di allocazione delle risorse intermedie.

Tali brevi argomentazioni appaiono sufficienti per assegnare il dovuto rilievo agli interessi di stake holders diversi dagli azionisti che, in tale scenario, appaiono a dire il vero di minore rilevanza. Intendiamo riferirci ai detentori dei depositi e di ogni altro strumento di raccolta bancaria; alle imprese che mostrano una naturale carenza di capitali per realizzare i piani di investimento; alla Pubblica Amministrazione che ricerca agevoli soluzioni di pareggio del proprio deficit; alle Autorità monetarie che provvedono a guidare le sorti del sistema finanziario assegnando priorità alla difesa del valore della moneta, poiché le banche rappresentano i principali veicoli di trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

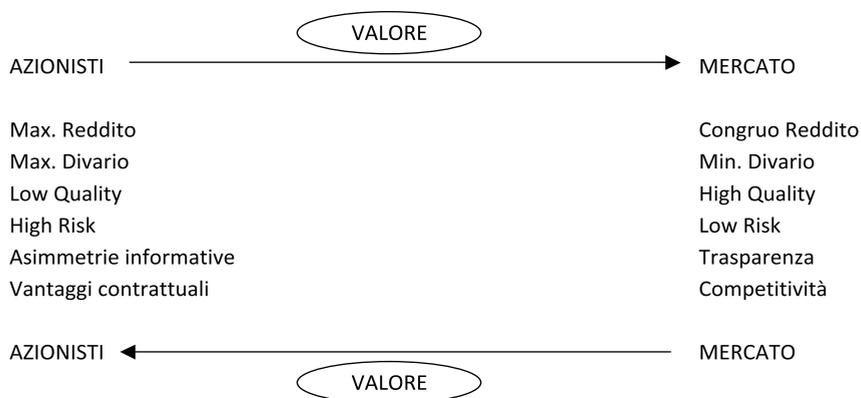
Crediamo che le ultime considerazioni, unitamente alla constatazione che il pricing dei mercati finanziari è contrassegnato da significative imperfezioni, dimostrano con buona ragionevolezza che la ricerca del massimo profitto per gli azionisti contrasta con le reali dimensioni del processo produttivo bancario. È vero, però, che il capitale proprio va considerato alla stregua di ogni altro fattore della produzione e, quindi, equamente e congruamente remunerato; e ciò è irrinunciabile risultato, in ragione del ruolo primario svolto in

termini di presidio al rischio e rafforzamento della struttura finanziaria ed economica, con effetti riduttivi sulle probabilità di dissesto degli intermediari. La qual cosa è da scongiurare, per le gravi esternalità negative, con impatto sull'economia reale proporzionale alla dimensione della banca.

In tale prospettiva, le opzioni strategiche possono essere di contenuto diametralmente opposto: valore orientato agli azionisti ovvero al mercato.

Nella figura che segue si sintetizza e rappresenta il concetto espresso.

Figura 4. Il paradigma del valore nelle banche



Se prevale l'opzione strategica del massimo risultato in termini di reddito, l'effetto può essere quello di un'esasperazione della ricerca del profitto nel breve periodo, ancor più se sostenuto da incentivi economici ad esso collegati per il top management.

Ciò può comportare alcuni indesiderati effetti tra i quali:

- una massimizzazione del divario, con penalizzazione delle imprese e delle famiglie;
- un incremento della rischiosità degli attivi e passivi con indebolimento della struttura finanziaria;
- l'accentuazione di una condizione di asimmetriche informazioni, per godere dei vantaggi contrattuali portatori di maggiori prezzi, di norma iniqui;
- la ricerca di "facili" profitti da attività di trading (speculazione) sui

mercati mobiliari, con l'assorbimento di risorse dalla funzione di intermediazione creditizia;

- ne può conseguire un'accentuazione del rischio complessivo della gestione con riduzione del Free Capital, fino ad un esubero dell'Economic Capital sul patrimonio di vigilanza, con effetto di *credit crunch*.

Dunque, tale scelta strategica può esternalizzare negativi impatti sullo scenario economico generale che "paga" le conseguenze di atteggiamenti temerari (*moral hazard*) da parte delle principali banche, le quali al contrario godono di profitti crescenti ma solo in apparenza poiché l'incremento del rischio di dissesto pareggia fino ad eccedere i benefici conseguiti in termini di maggiori redditi nominali.

Del tutto contrario si mostra lo scenario di un valore orientato al mercato. Ciò determina l'instaurarsi di virtuosi processi gestionali, giacché le banche si occupano di conferire economicità alle produzioni e qualità ai prodotti e servizi offerti. Gli effetti sono quelli di una riduzione del divario, della rischiosità complessiva e di una maggiore stabilità. L'evidenza di un più consistente Free Capital allontana, poi, il fantasma del rischio di dissesto dimostrandosi il reddito conseguito congruo, poiché correlato al minore rischio. Ne beneficia l'intera economia poiché si fa meno probabile l'ipotesi di situazioni di *credit crunch*, con incremento dello stock di credito disponibile per il finanziamento delle produzioni.

Le cose dette portano ad una riflessione sulla necessità di rimeditare gli assetti strategici prevalenti attualmente nelle principali banche, giacché esse si mostrano più incisive nel determinare i destini dell'economia delle nazioni, in termini di stabilità e sviluppo. Nel contempo, si ribadisce l'importanza del ruolo centrale svolto dalle banche locali, ancor più se nella forma delle cooperative, che mostrano un maggior orientamento all'economia del territorio di riferimento ed allo "scambio" di valore con il tessuto produttivo locale, confermando la validità di un'opzione strategica orientata al mercato.

Riferimenti bibliografici

- Beccalli E., *Does it investments improve bank of performance? Evidence from Europe*, in “Journal of Banking and Finance”, 2007.
- Berger A.N., *The Integration of the Financial Services Industry: where are the efficiencies?*, in “North America Actuarial Journal”, 4/2000.
- Bianchi T., *La Banca. L'economia delle aziende di credito in mercati finanziari integrati*, UTET.
- Carletti-Hartmann-Spagnola, *Bank Mergers, Competition and Financial Stability*, Basilea, BIS, 2002.
- Chiosini – Foglia –Marullo-Reedtz, *Bank Mergers. Diversification and Risk Preliminary Draft*, Banca d'Italia, 2003.
- Copeland T.E. - Koller T. – Murrin J. *Il valore dell'impresa, strategie di valutazione e gestione*. Edizioni IL Sole 24 ore.
- Gallati R., *Risk Management and Capital Adequacy*, New York, Mc Graw-Hill.
- Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea.
- Hichs J., *Value and Capital*, Oxford.
- Hughes-Mester, *Efficiency in Banking: Theory Practice and Evidence*, Working Paper, 08/2001, Research Department Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2008.
- Malevergne-Sornette, *Extreme Financial Risk. From Dependence to Risk Management*, Berlino, Springer Verlag, 2006.
- Modigliani F.- Miller M.H., *The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment* in “American Economic Review”, 06/1958.
- Panzone L., *Profili di criticità di una finanza per le imprese*, Libreria dell'Università Editrice, Pescara 2010.
- Resti. A – Sironi A., *Rischio e valore nelle banche*, Egea.
- Saita F., *Il risk management in banca – Performance corrette per il rischio e allocazione del capitale*. Egea.
- Stein J.C, *Information Production and Capital allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms*, in “Journal of Finance”, 3/2002.

**I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA:
UN'ANALISI SU DATI DI BILANCIO**

*EUROPEAN BANKING GROUPS AND THE FINANCIAL CRISIS:
AN ANALYSIS ON BALANCE SHEETS*

Roberto Malavasi

*Dipartimento di Scienze Economiche ed Aziendali
Università degli Studi di Cagliari*

*Department of Economics and Business Administration
University of Cagliari*

malavasi@unica.it

A seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2007, e ancora perdurante, è divenuto di fondamentale interesse per tutti i partecipanti al sistema finanziario internazionale verificare le condizioni strutturali dei singoli sistemi paese e degli operatori a ciascuno di essi aderenti. Capire le condizioni di ognuno degli intermediari, e le dinamiche da esso sviluppate per il superamento della crisi, diviene infatti di irrinunciabile importanza per approfondire i meccanismi attraverso i quali passano comportamenti più o meno virtuosi, da salvaguardare e incentivare.

Scopo del presente lavoro vuole proprio essere quello di indagare le principali caratterizzazioni gestionali di un importante numero di gruppi bancari europei, valutandone gli aspetti evolutivi, sia positivi che negativi, verificatisi in un arco temporale – gli anni 2006, 2008, 2009 – che permetta l'individuazione di differenziali capacità degli intermediari di affrontare e superare le peculiari criticità derivanti da una crisi di tipo sistemico.

PAROLE CHIAVE: GRUPPI BANCARI EUROPEI • LA CRISI FINANZIARIA 2007-2009 • REGOLAMENTAZIONE

Following the on-going financial crisis that began in 2007, it has become of fundamental interest to the participants in the international financial system to verify the structural conditions of each single country and those into operate there. It is essential to understand the conditions of each intermediary as well as the dynamics which have developed to overcome the crisis. This has become of irremissible importance in order to comprehend better the mechanisms by which modes of conduct are filtered.

The aim of this article is to investigate the principal managerial characteristics of a significant number of European Banking groups, evaluating both the positive and negative evolutionary aspects that took place in 2006, 2008 and 2009, so as to be able to identify the differing capabilities of the intermediaries in confronting and overcoming the particular problematics deriving from a systemic crisis.

KEYWORDS: EUROPEAN BANKING GROUPS • THE FINANCIAL CRISIS 2007-2009 • REGULATION

Introduzione

A seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2007, e ancora perdurante, è divenuto di fondamentale interesse per tutti i partecipanti al sistema finanziario internazionale verificare le condizioni strutturali dei singoli sistemi paese e degli operatori a ciascuno di essi aderenti. Non a caso le autorità centrali e gli organismi nazionali ed internazionali di coordinamento e regolamentazione pongono tanto impegno nell'accertamento delle condizioni di stress, sia a livello macro che micro, in ciascuno degli ambiti di specifico riferimento. Capire le condizioni di ognuno degli intermediari, e le dinamiche da esso sviluppate per il superamento della crisi, diviene infatti di irrinunciabile importanza non solo per approfondire i meccanismi attraverso i quali passano comportamenti più o meno virtuosi, da salvaguardare e incentivare, ma anche per valutare la congruenza dei diffusi interventi di sostegno e salvataggio posti in campo da molti stati, che hanno utilizzato ingenti risorse finanziarie pubbliche nell'intento di evitare maggiori e più intensi fenomeni di contagio e, quindi, ancora più forti ricadute sulle economie reali.

Scopo del presente lavoro vuole proprio essere quello di indagare le principali caratterizzazioni gestionali di un importante numero di gruppi bancari europei, valutandone gli aspetti evolutivi, sia positivi che negativi, verificatisi in un arco temporale – gli anni 2006, 2008, 2009 – che permetta l'individuazione di differenziali capacità degli intermediari di affrontare e superare le peculiari criticità derivanti da una crisi di tipo sistemico.

La scelta di analizzare le caratterizzazioni gestionali relative ai gruppi bancari europei con più rilevanti dimensioni assolute vuole rappresentare, in primo luogo, un tentativo di verifica di alcuni aspetti critici evidenziati nei modelli di business da loro adottati, relativamente ai quali appare oggi di specifica rilevanza il processo di adeguamento del quadro complessivo della regolamentazione. Comportamenti quali la “morbosa predilezione” per la crescita dimensionale, anche in carenza di una puntuale valutazione degli effetti benefici dei processi di aggregazione e fusione, la commistione ampiamente realizzata tra attività in proprio sui mercati finanziari e servizi di banca commerciale, e gli eccessi nel grado di indebitamento e nel *mismatching* delle scadenze, attivato per sostenere tali attività di trading su titoli (peraltro sempre più collegati a processi di cartolarizzazione), ne sarebbero prova evidente.

Inoltre, il fatto di poter disporre di un campione composto da intermediari aventi collocazioni geografiche di appartenenza ed ambiti di riferimento operativo specifici può permettere di ricercare conferme sulla diversità dei modelli di business seguiti dalle banche nei vari paesi europei, nonché sulla loro precipua attitudine a introdurre margini di flessibilità rispetto al manifestarsi di situazioni di crisi. Indicazioni ulteriori possono infine essere ricercate in merito al grado di complessità raggiunto da ciascun operatore nei diversi ambiti operativi, al livello di interdipendenza sistemica realizzato, ed agli specifici orizzonti temporali di riferimento dei propri obiettivi di redditività.

Ecco che allora, partendo dai dati di bilancio di un campione costituito dai primi 120 gruppi bancari europei, per dimensione assoluta di attivo, si sono individuati alcuni specifici profili di gestione congruenti con i profili di criticità sopra indicati, per ognuno dei quali sono stati calcolati indicatori significativi di sintesi, da utilizzare per un'indagine esplorativa multidimensionale, capace di individuare tipologie di comportamenti e caratterizzazioni proprie a ciascuno di essi. L'approccio prescelto è di tipo *data driven*, tale cioè da non imporre un modello strutturale definito a priori, in modo da ottenere risultati scevri da ogni condizionamento preventivo, ma determinati solo sulla base della fissazione del numero dei gruppi che si intende distinguere. La partizione che ne deriva risulta così essere quella che meglio risponde ai concetti di omogeneità interna ai gruppi e di eterogeneità tra gli stessi. Lo specifico vantaggio connesso all'utilizzo di questa "cluster non gerarchica" risiede nella possibilità di poter sottoporre a posteriori le indicazioni dell'indagine quantitativa alla validazione della loro congruenza rispetto agli schemi di comportamento giustificabili sulla base di modelli gestionali teorici propri dell'economia delle aziende di credito, tanto da poter distinguere gruppi di intermediari caratterizzati da modelli di business comuni, più o meno "virtuosi" sotto il profilo della loro attitudine alla stabilità strutturale. Al fine di ottenere ulteriori conferme in quest'ultimo senso vengono successivamente introdotte alcune variabili di controllo riguardanti, in particolare, il processo di formazione del reddito aziendale e l'incidenza della raccolta da clientela ordinaria rispetto al totale.

La metodologia utilizzata

La base informativa è rappresentata dai dati di bilancio disponibili su Bankscope. L'indagine è stata limitata ai primi 120 gruppi bancari europei per dimensione di attivo, con la successiva esclusione dal campione di quelle realtà non direttamente operative e che controllano integralmente altri intermediari già ricompresi nell'elenco, evitando ridondanze non utili ai fini della qualificazione delle analisi. Per prevenire infine distorsioni collegabili alla mancanza di un qualche dato per tutti e tre gli anni indagati (2006-2008-2009) l'osservazione è stata limitata ai 106 gruppi per i quali si dispone di tutta l'informazione necessaria. La scelta degli anni è stata infine motivata dall'intento di ottenere conferme sulle caratterizzazioni strutturali esistenti immediatamente prima della crisi, e quindi, negli anni successivi, così da poterne verificare i diversi gradi di reattività.

Le sei variabili utilizzate per la cluster non gerarchica¹ sono:

- 1) Gli algoritmi di tipo non gerarchico mirano a classificare direttamente le n unità osservate in un numero G di gruppi generando una sola partizione. Supposto che sia stato fissato a priori il numero G dei gruppi nel quale si vuole ripartire il collettivo di partenza, le procedure non gerarchiche si articolano sostanzialmente nelle due fasi seguenti:
determinazione di una partizione iniziale degli N individui in G gruppi;
spostamento successivo delle unità tra i G gruppi, in modo da ottenere la partizione che meglio risponde ai concetti di omogeneità interna ai gruppi e di eterogeneità tra gli stessi. A rigore, l'individuazione della partizione ottimale comporterebbe l'esame di tutte le possibili N/G assegnazioni, ma dal momento che un'operazione di questo genere determina una grande quantità di calcoli, le procedure non gerarchiche tentano di risolvere il problema attraverso una strategia di raggruppamento che richiede la valutazione solo di un numero ragionevole di possibili partizioni alternative. In pratica, una volta scelta la partizione iniziale si procede a riallocare le unità tra i diversi gruppi in modo da ottimizzare la prefissata funzione obiettivo. Con riferimento alla relazione matriciale $T=W+B$ (dove T , W e B indicano le matrici delle varianze e covarianze rispettivamente totali, entro e tra i gruppi), l'obiettivo di rendere massima la varianza tra i gruppi corrisponde a quello di massimizzare la traccia (cioè la somma degli elementi che compaiono lungo la diagonale principale) della matrice B , ovvero a quello di minimizzare la traccia della matrice W , dal momento che la traccia T è invariante rispetto a qualunque suddivisione delle unità in gruppi. In questo modo non si tiene evidentemente alcun conto delle covarianze delle variabili che caratterizzano gli elementi in esame, per cui un criterio alternativo consiste nel rendere minimo il determinante della matrice, ovvero il rapporto tra i determinanti delle matrici W e T (anche il determinante di T è invariante, qualunque sia la partizione considerata). Un algoritmo di tipo non gerarchico quale quello di McQueen (detto anche delle "K-means") procede, data una prima partizione ottenuta a priori, a riallocare le unità al gruppo con centroide più vicino, fino a che per nessuna unità si verifica che sia minima la distanza rispetto al centroide di un gruppo diverso da quello a cui essa appartiene. Tale procedura minimizza implicitamente la devianza entro i gruppi relativamente alle p variabili. Poiché l'applicazione di questi metodi presuppone l'individuazione a

- grado di indebitamento;
- redditività (ROAA);
- operatività sull'interbancario;
- liquidità aziendale;
- investimenti in attività finanziarie;
- portafoglio prestiti².

La prima variabile individua il differenziale utilizzo della leva finanziaria da parte di ciascun intermediario, per ottenere utili indicazioni anche sul livello di rischio e di rigidità delle gestioni osservate. La seconda variabile esprime il flusso di reddito medio prodotto nei diversi anni dalla gestione rispetto al capitale complessivamente investito in attività: il dato relativo a ciascun anno è così in grado di approssimare il livello di efficienza con cui è governato il capitale impiegato annualmente nell'impresa, mentre una lettura dell'andamento dell'indicatore sui tre anni può esprimere qualificazioni accettabili anche sul fronte dell'orientamento temporale del processo di creazione del reddito. La terza variabile considera il ricorso di ciascuna realtà aziendale ai rapporti sul circuito interbancario, sia sul fronte dell'impiego che dell'approvvigionamento di fondi, per cui appare *proxy* efficace nell'esprimere il grado di apertura attivato nei confronti di tali mercati e, di conseguenza, il potenziale livello di interconnessione sistemica realizzato. Il quarto indicatore utilizzato ricerca conferme sull'orientamento alla liquidità dell'operatore in funzione delle scelte di investimento operate. Le successive due variabili vogliono appunto indagare le differenze strutturali dell'intermediario quanto ad utilizzo delle risorse disponibili tra attività finanziarie e tradizionali servizi di banca commerciale.

In una prima fase, la scelta naturale è stata quella di utilizzare le va-

priori di una partizione iniziale, è evidente che la soluzione trovata risulta in qualche misura subordinata a tale scelta e può quindi essere considerata alla stregua di un punto di ottimo locale. E' pertanto buona norma di comportamento replicare l'applicazione dell'algoritmo utilizzato con diverse partizioni iniziali e scegliere la migliore secondo la regola di ottimizzazione adottata.

- 2) Gli indicatori sono ottenuti nell'ordine dai seguenti rapporti: total liabilities / equity; net income / average assets; (loans and advances to bank + deposits to bank) / total assets; cash and due from banks / earning assets; total securities / earning assets; loans / earning assets.

riabili di cui sopra per determinare due soli gruppi, così da realizzare una netta divisione del campione massimizzando l'eterogeneità tra le aggregazioni ricercate. Questo ha permesso di individuare le variabili maggiormente discriminanti l'intero collettivo (che, per ordine di importanza, sono risultate la leva e il ROAA), ottenendo allo stesso tempo la massima condizione di omogeneità espressa dall'insieme degli indicatori utilizzati, tale da evidenziare i tratti distintivi fondamentali dei modelli latenti nel campione. L'individuazione delle variabili maggiormente discriminanti, cioè quelle che in buona sostanza determinano la composizione dei gruppi, è peraltro in grado di evidenziare le linee di intervento gestionale più idonee per ottenere significativi aggiustamenti nella capacità strutturale delle aziende di affrontare dinamiche di mercato negative. Trattandosi infatti delle leve più sensibili ai fini della realizzazione di modelli di comportamento più virtuosi, limitati interventi sulle stesse sono in grado di indurre importanti riequilibri. Come dire che azioni sulle altre variabili produrrebbero, in alternativa, effetti complessivi di molto inferiori rispetto alla qualificazione di strutture operative dinamicamente più accettabili.

Un'analisi più squisitamente qualitativa ed aziendale, realizzata prendendo in considerazione i legami emersi tra singoli indicatori ed il significato gestionale da essi espresso, ha poi evidenziato come un gruppo possa essere definito degli "operatori più virtuosi" e l'altro degli "operatori meno virtuosi". I primi si caratterizzano nell'insieme per avere contemporaneamente più contenuti livelli dell'indebitamento, più elevati valori di redditività, un minor ricorso all'operatività sui mercati interbancari, maggiori consistenze di attività liquide, una più bassa presenza di attività finanziarie nell'attivo, in favore di una maggiore estensione del portafoglio prestiti. Le aziende "non virtuose", dal canto loro, indicano un sistema di relazioni esattamente opposto a quello appena indicato, evidenziando appunto un insieme contraddistinto da criticità strutturali.

Considerato poi che una visione dicotomica di qualsiasi fenomeno complesso può portare a delle semplificazioni che non sempre trovano riscontro nella realtà e che possono risultare troppo stringenti per una loro interpretazione più propriamente aziendale si è successivamente provato ad individuare una divisione in un maggior numero di gruppi, sempre tenendo conto dell'obiettivo della massima omoge-

neità interna ad essi e della massima eterogeneità tra gli stessi. Nella piena consapevolezza di realizzare per questa via una condizione di compromesso ne è così risultata una “migliore suddivisione” del collettivo in cinque gruppi³. Su questa partizione più fine è stata poi ripetuta l’analisi qualitativa basata sull’interpretazione aziendale dei legami emersi tra gli indicatori ottenendo in questo modo una serie di comportamenti distinti per caratterizzazione dei profili gestionali espressi dall’insieme degli indicatori. Gli stessi, sinteticamente, seguendo un ordine di accettabilità strutturale, sono stati evidenziati come propri delle gestioni “migliori, vicine alle migliori, mediocri, non virtuose e problematiche”.

Al fine di rendere robusta l’analisi quantitativa la procedura indicata è stata infine reiterata per i tre anni indagati, verificando nel tempo le migrazioni degli operatori tra i diversi gruppi.

I risultati del modello

I risultati della cluster analysis realizzata per l’anno 2006 a 5 gruppi sono rappresentati nella Tabella 1. Dalla stessa si rileva come gli operatori definiti “problematici”, perché valutati in condizioni di peculiare vulnerabilità strutturale, che risultano essere solo 7, si caratterizzano per un valore mediano del grado di indebitamento particolarmente elevato, quasi triplo rispetto a quello mediano dell’intero campione, e per una pari indicazione del ROAA che, viceversa, è in assoluto la più bassa, di quasi tre volte inferiore al valore medio. Importanti pure le differenze sulla variabile indicativa del profilo di liquidità, in senso

-
- 3) Nel presente lavoro sono due, in particolare, le variabili che hanno un peso importante nella formazione dei cinque gruppi presi in considerazione: la leva e il ROAA. Confrontando le variabili presenti nell’analisi è possibile osservare come gli indicatori utilizzati portino i vari gruppi bancari ad aggregarsi tra loro in maniera da ottenere unità statistiche che abbiano un ROAA o una leva mediana che differiscano sensibilmente rispetto ai valori mediani dei 106 intermediari complessivamente considerati. In tale ottica anche gli altri indicatori presenti nel modello danno il loro contributo permettendo nel complesso di disporre ipoteticamente su una scala i cluster dal più al meno virtuoso in base alle caratteristiche gestionali dei vari gruppi risultanti. Da tale analisi scaturisce la decisione di considerare la “K-means” a cinque gruppi: tale classificazione meglio caratterizza le sfumature dei cluster rispetto a tali caratterizzazioni gestionali (cluster delle banche più virtuose, di quelle meno virtuose e i livelli intermedi) per tutti gli anni indagati.
Per una conferma circa il diverso peso che le singole variabili esercitano sulla cluster analysis si veda l’Appendice statistica.

marcatamente negativo, e di quella espressiva della preferenza all'investimento in attività finanziarie, che raggiunge in questo caso un valore quasi doppio rispetto al valore mediano dell'intero campione.

Tabella 1 – Cluster analysis non gerarchica: tabella dei valori mediani per l'anno 2006

Variabili	Campione completo	Partizione a 5 gruppi				
		Problematiche	Non virtuose	Medioci	Vicine alle migliori	Migliori
Numero gruppi bancari	106 (100%)	7 (6,6%)	31 (29,2%)	23 (21,7%)	27 (25,5%)	18 (17,0%)
Grado di indebitamento	18,002	46,530	29,730	18,150	13,810	8,607
Redditività (ROAA)	0,694	0,276	0,453	0,669	0,979	1,050
Operatività sull'interbancario	0,222	0,299	0,314	0,175	0,185	0,161
Liquidità aziendale	0,010	0,003	0,006	0,012	0,019	0,010
Investimenti in attività finanziarie	0,226	0,418	0,355	0,234	0,185	0,172
Portafoglio prestiti	0,635	0,457	0,441	0,650	0,700	0,708

Il raggruppamento più prossimo per livelli di difficoltà, quello degli operatori “non virtuosi”, ricomprende il numero in assoluto più numeroso di aziende, 31. Anche in questo caso il ricorso alla leva risulta molto elevato, seppure significativamente inferiore ai livelli raggiunti dal gruppo precedente, così come appare molto contenuta la redditività e bassissima la presenza di attività liquide, essendo sempre importante l'attenzione all'investimento in attività finanziarie.

Seguono con situazioni che appaiono via via strutturalmente migliori il gruppo delle aziende “medioci”, 23, e quelle delle banche “vicine alle migliori”, 27, con valori della leva che per queste ultime diventano inferiori al valore mediano dell'intero campione, indicazioni sul ROAA superiori a quelle medie e condizioni di liquidità particolar-

mente elevate. In queste banche si riduce sensibilmente, e scende al di sotto del valore mediano del campione, anche il peso delle attività finanziarie sul totale dell'attivo fruttifero.

Gli operatori qualificati come "migliori", 18, a loro volta si caratterizzano per il minimo livello di indebitamento, inferiore alla metà di quello mediano calcolato sull'intero campione, pari peraltro un quinto di quello ottenuto per il raggruppamento in posizione opposta, quello cioè delle aziende "problematiche", e per un valore del ROAA quasi doppio rispetto quello medio. In questo caso la propensione all'investimento in attività finanziarie diviene minimo e massima la presenza di prestiti sul totale delle attività fruttifere, ad indicare un modello di composizione degli attivi fortemente centrato sull'intermediazione creditizia.

La stessa analisi effettuata per l'anno 2008 (Tabella 2) indica una crescita del numero delle aziende "migliori", ora 22 (+ 4 unità), ed una riduzione esattamente equivalente del numero di quelle "problematiche", ora solo 3 (- 4 unità). Il raggruppamento che registra la maggior crescita numerica è quello delle banche "vicine alle migliori", ora 39 (+ 12 unità), mentre quello che si riduce di più risulta il gruppo degli operatori "non virtuosi", ora 13 (- 18 unità).

Tabella 2 – Cluster analysis non gerarchica: tabella dei valori mediani per l'anno 2008

Variabili	Campione completo	Partizione a 5 gruppi				
		Problematiche	Non virtuose	Mediocri	Vicine alle migliori	Migliori
Numero gruppi bancari	106 (100%)	3 (2,8%)	13 (12,3%)	29 (27,4%)	39 (36,8%)	22 (20,7%)
Grado di indebitamento	19,213	114,800	45,370	28,590	16,910	10,799
Redditività (ROAA)	0,282	- 1,290	0,005	0,082	0,495	0,606
Operatività sull'interbancario	0,190	0,405	0,304	0,232	0,159	0,169
Liquidità aziendale	0,014	0,004	0,009	0,014	0,019	0,010
Investimenti in attività finanziarie	0,229	0,318	0,433	0,314	0,175	0,141
Portafoglio prestiti	0,680	0,584	0,396	0,580	0,720	0,753

Nell'insieme appare significativo il complessivo slittamento dell'intero campione verso raggruppamenti che appaiono caratterizzati da situazioni strutturali indicate come meno negative, e questo anche se i valori espressi sulle singole variabili subiscono tutti un deciso peggioramento rispetto al 2006. Peggioramento degli indicatori che, peraltro, pur riscontrabile sui dati dell'intero campione, emerge, tuttavia, con particolare rilevanza per i gruppi contraddistinti da elevati livelli di problematicità. Come dire che il gruppo delle banche peggiori (problematiche e non virtuose), anche se numericamente ridotto, si caratterizza ora per livelli sempre più forti di indebitamento, rispetto al 2006, e per condizioni di liquidità sempre più ridotte. Significativa appare in questo caso anche la riduzione del valore riguardante l'investimento in attività finanziarie che, peraltro, risulta una tendenza diffusa a tutti i raggruppamenti considerati, così come appare pesante e generalizzata la riduzione del valore del ROAA, con incidenze, tut-

tavia, affatto eguali tra migliori e peggiori aziende, a tutto svantaggio di queste ultime. E questo a conferma della diversa velocità con cui gli attivi finanziari riversano i loro effetti sul conto economico. L'esame delle indicazioni ottenute per l'anno 2009 (Tabella 3) conferma la tendenziale crescita numerica del raggruppamento delle banche "migliori", ora 27 (+ 5 unità rispetto al 2008 e + 9 rispetto al 2006, + 50%). Pressoché invariata risulta invece la numerosità del gruppo delle banche "problematiche", solo 4 unità (+ 1), già ridottosi significativamente nel 2008, mentre si contrae di 4 unità la presenza nel raggruppamento delle "vicine alle migliori", ora 35, che, comunque, rispetto all'anno 2006 si è complessivamente inspessito.

Tabella 3 – Cluster analysis non gerarchica: tabella dei valori mediani per l'anno 2009

Variabili	Campione completo	Partizione a 5 gruppi				
		Problematiche	Non virtuose	Medioci	Vicine alle migliori	Migliori
Numero gruppi bancari	106 (100%)	4 (3,8%)	14 (13,2%)	26 (24,5%)	35 (33,0%)	27 (25,5%)
Grado di indebitamento	17,793	70,330	38,000	24,42	15,810	10,538
Redditività (ROAA)	0,265	- 0,244	0,055	0,097	0,328	0,466
Operatività sull'interbancario	0,183	0,411	0,303	0,186	0,143	0,148
Liquidità aziendale	0,020	0,024	0,005	0,024	0,023	0,020
Investimenti in attività finanziarie	0,242	0,374	0,363	0,288	0,222	0,198
Portafoglio prestiti	0,653	0,602	0,497	0,537	0,677	0,716

In tutti i gruppi appare significativa una complessiva riduzione dei valori espressi sulla variabile relativa alla leva finanziaria, anche se la tendenza risulta particolarmente elevata per i raggruppamenti che

nell'anno 2008 registravano i valori più elevati, così come appare evidente la generalizzata riduzione, peraltro modesta rispetto a quanto verificatosi nel 2008, dei valori relativi al ROAA, ed il diffuso miglioramento dell'indicatore di liquidità. Come dire che in tutti i gruppi, ma in modo particolare in quelli caratterizzati da più elevati livelli di criticità per i quali l'aggiustamento assume dimensioni peculiari, si osserva un tendenziale riequilibrio strutturale, centrato su una importante riduzione dei livelli di indebitamento, che tuttavia rimangono su livelli più elevati di quelli registrati nel 2006, dell'operatività realizzata sul canale interbancario, su un inspessimento della condizione di liquidità ed un progressivo recupero di attività sul mercato dei prestiti. Discorso a parte per l'andamento del ROAA che ancora si riduce anche nei raggruppamenti di aziende "migliori" e "vicine alle migliori".

Passando a considerare le diverse presenze nazionali all'interno dei singoli raggruppamenti si osserva come nel 2006 in quello delle banche qualificate come "migliori" sia particolare la presenza di operatori italiani, 8 su un totale di 18, mentre gli altri paesi europei compaiono al massimo solo 2 volte, Francia e Spagna, oppure una sola volta, Germania, Austria, Gran Bretagna, Finlandia, Olanda e Cipro. Delle 27 banche aggregate nel gruppo delle "vicine alle migliori" le nazioni più rappresentate sono la Spagna, con 9 operatori, la Grecia, con 4, e l'Austria, con 3. Molto articolata appare la presenza di banche dei diversi paesi nel raggruppamento delle "mediocri", mentre in quello degli operatori "non virtuosi" importante risulta la concentrazione di operatori tedeschi, 13 su un totale di 31. Delle 7 banche appartenenti al raggruppamento delle aziende "problematiche" ben 5 risultano, infine, essere tedesche.

L'ulteriore esercizio consistente nella verifica della stabilità delle presenze delle singole banche nello stesso raggruppamento per tutti e tre gli anni considerati (Tabella 4) fornisce indicazioni convergenti nel senso appena sopra indicato: delle 44 aziende che costantemente appartengono allo stesso gruppo le italiane, e in misura minore le spagnole, si confermano invariabilmente nei raggruppamenti indicati come più virtuosi, mentre quelle tedesche, francesi e inglesi, salvo poche eccezioni, risultano durevolmente in posizione opposta.

Tabella 4 – Gruppi bancari che appartengono allo stesso cluster nei tre anni oggetto di analisi

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
IRL	Allied Irish Banks plc	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
I	Banca Carige SpA	Migliori	Migliori	Migliori
I	Banca popolare dell'Emilia Romagna	Migliori	Migliori	Migliori
I	Banca Popolare di Milano SCaRL	Migliori	Migliori	Migliori
I	Banca Popolare di Vicenza Societa cooperativa per azioni	Migliori	Migliori	Migliori
E	Banco de Sabadell SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Banco Pastor SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
I	Banco Popolare	Migliori	Migliori	Migliori
E	Banco Popular Espanol SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
N	Bank Nederlandse Gemeenten NV, BNG	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
CY	Bank of Cyprus Group-Bank of Cyprus Public Company Limited	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
F	Caisse d'épargne et de prévoyance Ile-de-France Paris	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caja de Ahorros de Galicia - Caixa Galicia	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante BANCAJA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caja de Ahorros del Mediterraneo CAM	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragon y Rioja - Ibercaja	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caja Madrid-Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
D	Co-operative Bank Plc (The)	Mediocri	Mediocri	Mediocri
F	Crédit Agricole d'Ile-de-France-Caisse régionale de crédit agricole mutuel de Paris et d'Ile-de-France	Migliori	Migliori	Migliori
F	Crédit Agricole Group-Crédit Agricole	Mediocri	Mediocri	Mediocri
F	Crédit Immobilier de France Développement - CIFD	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
D	DekaBank Deutsche Girozentrale	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
D	Deutsche Postbank AG	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
F	Groupe Caisse des Dépôts-Caisse des Dépôts et Consignations	Migliori	Migliori	Migliori
I	Intesa Sanpaolo	Migliori	Migliori	Migliori
D	KfW Group-KfW Bankengruppe	Mediocri	Mediocri	Mediocri
D	Landesbank Baden-Wuerttemberg	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
D	Landwirtschaftliche Rentenbank	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
CY	Marfin Popular Bank Public Co Ltd	Migliori	Migliori	Migliori
I	Mediobanca SpA	Migliori	Migliori	Migliori
GR	National Bank of Greece SA	Migliori	Migliori	Migliori
D	Norddeutsche Landesbank Girozentrale NORD/LB	Non virtuose	Non virtuose	Non virtuose
S	Nordea Bank AB (publ)	Mediocri	Mediocri	Mediocri
A	Oesterreichische Volksbanken AG	Mediocri	Mediocri	Mediocri
FIN	OP-Pohjola Group	Migliori	Migliori	Migliori
H	OTP Bank Plc	Migliori	Migliori	Migliori
GR	Piraeus Bank SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
FIN	Pohjola Pankki Oyj-Pohjola Bank plc	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
A	Raiffeisen-Holding Niederösterreich-Wien reg.Gen.mBH	Migliori	Migliori	Migliori
N	SNS Reaal NV	Medioci	Medioci	Medioci
UK	Standard Chartered Plc	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
I	UBI Banca-Unione di Banche Italiane Sepa	Migliori	Migliori	Migliori
E	Unicaja - Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cadiz, Almeria, Malaga, Antequera y Jaen	Migliori	Migliori	Migliori
D	Volkswagen Financial Services AG	Migliori	Migliori	Migliori

Nella Tabella 5 si considerano, invece, le banche che migrano nei tre anni considerati da un raggruppamento ad un altro: come può osservarsi, la tendenza di fondo è quella di un diffuso spostamento verso gruppi tendenzialmente migliori, per un passaggio da un aggregato a quello immediatamente più prossimo, e questo anche se i valori espressi sugli indicatori definiscono un quadro di generale peggioramento esteso a tutti i gruppi risultanti dall'analisi. Resta peraltro fermo il fatto che le banche dei raggruppamenti caratterizzati da importanti condizioni di criticità (non virtuose e mediocri) appaiono quelle che tendono maggiormente a spostarsi negli anni, con la sola eccezione rappresentata dal gruppo delle banche problematiche al 2006 per le quali non si registra alcuna modifica del posizionamento complessivo.

Tabella 5 – Gruppi bancari che migrano di cluster nei tre anni oggetto di analisi

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
D	Aareal Bank AG	Non virtuose	Mediocri	Vicine alle migliori
GR	Agricultural Bank of Greece	Vicine alle migliori	Mediocri	Mediocri
GR	Alpha Bank AE	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Migliori
IRL	Anglo Irish Bank Corporation Limited	Non virtuose	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
P	Banco BPI SA	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
P	Banco Espirito Santo SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Migliori
E	Banco Santander SA	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
IRL	Bank of Ireland	Non virtuose	Mediocri	Mediocri
E	Bankinter SA	Non virtuose	Mediocri	Vicine alle migliori
UK	Barclays Plc	Non virtuose	Non virtuose	Mediocri
D	Bayerische Landesbank	Non virtuose	Mediocri	Mediocri
F	BNP Paribas	Non virtuose	Mediocri	Mediocri
F	BRED Banque Populaire	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caixa d'Estalvis de Catalunya-Caja de Ahorros de Cataluña	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
P	Caixa Geral de Depositos	Mediocri	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
E	Caixanova-Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra	Migliori	Vicine a migliori	Vicine alle migliori

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
E	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, LA CAIXA	Vicine alle migliori	Migliori	Migliori
UK	Commerzbank AG	Non virtuose	Vicine a migliori	Medioci
F	Crédit Agricole S.A.	Non virtuose	Medioci	Medioci
F	Crédit Industriel et Commercial - CIC	Non virtuose	Medioci	Medioci
F	Credit Mutuel Arkea	Medioci	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
F	Credit Mutuel Centre Est Europe	Medioci	Medioci	Vicine alle migliori
DK	Danske Bank A/S	Non virtuose	Non virtuose	Medioci
D	Deutsche Bank AG	Problematiche	Non virtuose	Non virtuose
D	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank-DZ Bank AG	Non virtuose	Problematiche	Non virtuose
B	Dexia	Non virtuose	Vicine a migliori	Non virtuose
GR	EFG Eurobank Ergasias SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Migliori
A	Erste Group Bank AG	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Migliori
L	Espirito Santo Financial Group S.A.	Vicine alle migliori	Medioci	Migliori
I	Gruppo Monte dei Paschi di Siena-Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	Medioci	Migliori	Migliori
D	HASPA Finanzholding	Vicine alle migliori	Migliori	Migliori
UK	HSBC Holdings Plc	Vicine alle migliori	Medioci	Vicine alle migliori
D	HSH Nordbank AG	Problematiche	Problematiche	Non virtuose
A	Hypo Alpe-Adria-Group-Hypo Alpe-Adria Bank International AG	Non virtuose	Vicine a migliori	Vicine alle migliori

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
D	Hypo Real Estate Holding AG	Problematiche	Vicine a migliori	Problematiche
D	IKB Deutsche Industriebank AG	Problematiche	Medioci	Non virtuose
N	ING Groep NV	Non virtuose	Non virtuose	Medioci
E	Instituto de Crédito Oficial	Medioci	Vicine a migliori	Medioci
IRL	Irish Life & Permanent Plc	Non virtuose	Medioci	Non virtuose
B	KBC Group-KBC Groep NV/ KBC Groupe SA	Medioci	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
D	Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale - HELABA	Non virtuose	Medioci	Non virtuose
UK	Lloyds Banking Group Plc	Non virtuose	Non virtuose	Medioci
P	Millennium bcp-Banco Comercial Português, SA	Vicine alle migliori	Vicine a migliori	Migliori
UK	Morgan Stanley & Co. International Plc	Problematiche	Non virtuose	Problematiche
UK	Nationwide Building Society	Medioci	Medioci	Non virtuose
UK	Northern Rock (Asset Management) Plc	Non virtuose	Problematiche	Problematiche
DK	Nykredit Realkredit A/S	Medioci	Vicine a migliori	Medioci
N	Rabobank Group-Rabobank Nederland	Medioci	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
A	Raiffeisen International Bank-Holding AG	Vicine alle migliori	Migliori	Migliori
A	Raiffeisenlandesbank Oberösterreich AG	Vicine alle migliori	Migliori	Vicine alle migliori
UK	Royal Bank of Scotland Group Plc (The)	Medioci	Medioci	Vicine alle migliori
D	Sachsen-Finanzgruppe	Non virtuose	Medioci	Medioci
S	Skandinaviska Enskilda Banken AB	Non virtuose	Medioci	Medioci

Nazione	Banca	Anno 2006	Anno 2008	Anno 2009
F	Société Générale	Non virtuose	Medioci	Medioci
S	Svenska Handelsbanken	Non virtuose	Medioci	Medioci
S	Swedbank AB	Medioci	Vicine a migliori	Vicine alle migliori
S	Swedish Export Credit Corporation-AB Svensk Exportkredit	Problematiche	Medioci	Medioci
I	UniCredit SpA	Medioci	Vicine a migliori	Vicine alle migliori

L'ulteriore evidenza che si può trarre dall'esame dei risultati è infine rappresentata dalla diversa capacità di recupero dei gruppi e dall'intensità degli sforzi necessari per ottenere un qualche riaggiustamento da parte di ciascuno di essi: nel caso dei raggruppamenti che al 2006, prima della crisi, si caratterizzavano per elevati livelli di interconnessione, di dipendenza dal debito e di operatività su strumenti finanziari, pur rilevandosi notevolissimi interventi su ognuna delle variabili indicate (massimi sull'intero campione), i risultati appaiono scarsi e del tutto insoddisfacenti, a significare nell'insieme un modello più vulnerabile e meno reattivo.

Un'estensione dell'analisi

Al fine di acquisire ulteriori indicazioni sulla qualificazione dei modelli di business emersi dalla precedente analisi di raggruppamento, in modo da meglio approssimare l'insieme delle condizioni che paiono definire nei gruppi bancari differenziali capacità di risposta alle crisi di tipo sistemico, viene ora utilizzato un secondo blocco di parametri elementari. Si tratta, in particolare, di due variabili (non interest income / gross revenues e net fees and commission / operating profit) che esplorano il processo di formazione del reddito, tentando di cogliere l'importanza dei percorsi di diversificazione produttiva attuati, e di una variabile (customer deposit / total funding) che esprimendo il peso assegnato in ciascuna banca alla raccolta del risparmio tra il pub-

blico, può fornire accettabili interpretazioni sugli orientamenti seguiti in termini di politiche di articolazione territoriale. Dapprima si cercherà di capire se per ciascun indicatore possano rilevarsi caratterizzazioni tipiche ad ognuno dei 5 gruppi ottenuti con la cluster analysis, anche valutandone l'andamento nei tre anni, quindi si proverà a relazionare i risultati alla variabile dimensionale utilizzata (total assets). Infine si procederà ad una lettura integrata di queste informazioni aggiuntive con le prime evidenze fornite dalla precedente analisi, al fine di meglio definire i differenziali gradi di reattività aziendale ed il loro legame con i diversi modelli di business già emersi. Per ciascun raggruppamento viene pertanto calcolato il valore medio e mediano della variabile indagata e della dimensione, da porre a confronto con i corrispondenti valori riferiti all'intero campione di banche.

I risultati relativi a ciascun raggruppamento ottenuto con la cluster analysis per l'anno 2006 sono riportati nella Tabella 6, mentre in Appendice si indicano i valori espressi da ciascuna banca ricompresa in ognuna delle aggregazioni indicate.

Per il gruppo delle banche "migliori" l'indicatore non interest / gross revenues evidenzia una mediana di gruppo significativamente inferiore a quella generale, ad indicare uno scarso contributo dei ricavi diversi dagli interessi al processo di formazione dell'utile. Allo stesso tempo si ha modo di constatare la particolare importanza delle commissioni e provvigioni sul reddito operativo e la peculiare rilevanza della raccolta realizzata da clientela ordinaria, da cui una possibile lettura dei dati nel senso di una forte qualificazione dell'operatività in processi di intermediazione tradizionale, in grado di produrre notevoli consistenze di ricavo strettamente relazionate alla stessa. La dimensione di queste banche appare notevolmente più contenuta di quella media dell'intero campione, anche se fanno parte del gruppo, con risultati particolarmente positivi su tutte le variabili, alcune grandi banche (come Intesa San Paolo e le Casse di Deposito francesi), a conferma di una specializzazione operativa che nella sostanza non appare strettamente dipendente dal livello dimensionale raggiunto.

Il gruppo delle banche "vicine alle migliori" si caratterizza, rispetto ai risultati appena indicati, per una crescita del valore della mediana sull'indicatore dei ricavi non da interesse, una riduzione dello stesso valore per commissioni e provvigioni e per raccolta dal pubblico.

E questo mentre la dimensione risulta in media più elevata di quella riscontrata relativamente al gruppo precedente. Anche in questo caso importanti appaiono le eccezioni rappresentate da banche che pur con dimensioni particolarmente elevate ottengono risultati sulle tre variabili migliori di quelle medie del gruppo ed assolutamente paragonabili a quelli ottenuti dalle maggiori banche del precedente raggruppamento. Pare quindi cogliersi nell'insieme dei due gruppi la conferma del legame tra modello industriale e qualità del posizionamento competitivo complessivamente raggiunto attraverso processi di diversificazione più legati alla tradizionale intermediazione creditizia e questo a prescindere dal livello dimensionale.

Tabella 6 – Variabili di controllo dei risultati emersi dalla precedente cluster analysis: anno 2006

Raggruppamento "Migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	33,850	0,541	€ 42.052.050,00	67,364
Mediana generale	39,050	0,407	€ 87.627.250,00	55,880
Media del cluster	37,408	0,526	€ 85.028.142,35	68,648
Media generale	40,963	0,418	€ 256.395.104,93	52,635
Deviazione standard del cluster	16,634	0,199	€ 132.067.266,03	43,331
Deviazione standard generale	18,734	0,214	€ 373.855.631,90	154,760
Raggruppamento "Vicine alle migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	36,700	0,515	€ 55.867.000,00	59,188
Mediana generale	39,050	0,407	€ 87.627.250,00	55,880
Media del cluster	37,367	0,508	€ 122.000.110,98	66,386
Media generale	40,963	0,418	€ 256.395.104,93	52,635
Deviazione standard del cluster	12,140	0,205	€ 263.992.252,35	25,650
Deviazione standard generale	18,734	0,214	€ 373.855.631,90	154,760

Raggruppamento "Mediocri"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	43,700	0,431	€ 158.555.700,00	62,317
Mediana generale	39,050	0,407	€ 87.627.250,00	55,880
Media del cluster	43,122	0,432	€ 337.785.430,04	70,845
Media generale	40,963	0,418	€ 256.395.104,93	52,635
Deviazione standard del cluster	15,854	0,224	€ 393.724.045,25	52,835
Deviazione standard generale	18,734	0,214	€ 373.855.631,90	154,760
Raggruppamento "Non virtuose"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	39,900	0,300	€ 194.871.000,00	51,701
Mediana generale	39,050	0,407	€ 87.627.250,00	55,880
Media del cluster	44,448	0,318	€ 383.584.397,94	18,507
Media generale	40,963	0,418	€ 256.395.104,93	52,635
Deviazione standard del cluster	21,418	0,150	€ 433.406.974,06	279,110
Deviazione standard generale	18,734	0,214	€ 373.855.631,90	154,760
Raggruppamento "Problematiche"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	35,400	0,141	€ 194.341.000,00	29,372
Mediana generale	39,050	0,407	€ 87.627.250,00	55,880
Media del cluster	41,443	0,151	€ 384.741.476,69	49,721
Media generale	40,963	0,418	€ 256.395.104,93	52,635
Deviazione standard del cluster	36,425	0,118	€ 537.905.072,04	47,964
Deviazione standard generale	18,734	0,214	€ 373.855.631,90	154,760

Per il raggruppamento delle aziende "mediocri" si osserva una importante crescita del valore mediano sulla variabile non interest, che diviene ora ben superiore all'indicazione che si ottiene per l'intero campione, in miglioramento anche il dato rappresentativo del livel-

lo di provvigioni e commissioni, mentre si riduce sensibilmente la raccolta da clientela e cresce in modo molto rilevante la scala dimensionale delle aziende ricomprese nel gruppo. Anche in questo caso si riscontrano non rari casi di aziende di dimensioni molto elevate, ma pure piccole, che ottengono performance particolarmente favorevoli sulle variabili di ricavo (tra le prime Credit Agricole e tra le seconde Credit Mutuel Arkea) a riconferma del debole legame dei risultati con la dimensione assoluta.

Il gruppo delle aziende "non virtuose" fa registrare un significativo ridimensionamento del valore dell'indicatore per ricavi non da interesse, anche se lo stesso si posiziona ancora leggermente al di sopra del valore generale, mentre molto più importanti appaiono le riduzioni che registrano sia la variabile espressiva dell'incidenza delle provvigioni e commissioni che quella riferita alla raccolta da clientela, contrazioni che portano il dato di questo raggruppamento ben al di sotto del valore riferito all'intero campione, in particolare sul secondo rapporto. Ancora in crescita la dimensione media delle aziende ricomprese nel raggruppamento, con performance sull'indicatore dei ricavi non interest che appaiono positivamente correlate al livello della stessa.

Situazione ben diversa sembra essere quella delle aziende "problematiche" che registrano una forte riduzione dei valori su tutte e tre le variabili, in particolare, su quelle relative alle provvigioni e commissioni ed alla raccolta da clientela: si tratta di aziende che in media non solo fissano bassissimi livelli di provvigioni (notevolmente al di sotto di quelli medi dell'intero campione), ma indicano valori molto bassi (e sempre inferiori al dato medio) anche per ricavi non da interesse.

Tutte queste indicazioni si riconfermano peraltro nella sostanza osservando i risultati dei diversi gruppi relativamente all'anno 2008 (Tabella 7): ancora affiorano due diversi modelli di business, il primo più tipico della piccola dimensione, ma proprio anche di aziende più grandi operanti in specifici paesi, che realizza consistenti livelli di provvigioni e commissioni legati all'intermediazione più tradizionale, come peraltro indicato dalla peculiare propensione alla raccolta al dettaglio, l'altro caratterizzato da una maggiore scala dimensionale, con più importanti presenze di ricavi non da interesse nel conto economico che, tuttavia, all'intensificarsi della variabile dimensionale ottiene risultati complessivamente sempre meno soddisfacenti.

Tabella 7 – Variabili di controllo dei risultati emersi dalla precedente cluster analysis: anno 2008

Raggruppamento "migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	27,3500	0,501	€ 55.025.550,00	83,641
Mediana generale	30,0500	0,414	€ 107.976.245,50	69,402
Media del cluster	28,4159	0,501	€ 107.141.167,59	56,477
Media generale	39,3428	0,407	€ 324.580.226,23	90,593
Deviazione standard del cluster	15,1098	0,172	€ 136.277.048,29	242,595
Deviazione standard generale	84,7848	0,204	€ 521.078.592,53	415,730
Raggruppamento "vicine alle migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	29,8000	0,493	€ 78.149.600,00	76,704
Mediana generale	30,0500	0,414	€ 107.976.245,50	69,402
Media del cluster	25,7154	0,455	€ 176.827.873,29	126,884
Media generale	39,3428	0,407	€ 324.580.226,23	90,593
Deviazione standard del cluster	27,0442	0,201	€ 247.387.692,89	203,666
Deviazione standard generale	84,7848	0,204	€ 521.078.592,53	415,730
Raggruppamento "mediocri"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	33,7000	0,308	€ 225.137.913,32	56,871
Mediana generale	30,0500	0,414	€ 107.976.245,50	69,402
Media del cluster	47,8679	0,356	€ 542.913.097,53	194,725
Media generale	39,3428	0,407	€ 324.580.226,23	90,593
Deviazione standard del cluster	87,7092	0,195	€ 714.152.346,54	564,009
Deviazione standard generale	84,7848	0,204	€ 521.078.592,53	415,730

Raggruppamento "non virtuose"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del cluster	31,0000	0,227	€ 328.835.074,77	- 55,505
Mediana generale	30,0500	0,414	€ 107.976.245,50	69,402
Media del cluster	24,4000	0,253	€ 649.150.270,47	- 166,615
Media generale	39,3428	0,407	€ 324.580.226,23	90,593
Deviazione standard del cluster	59,4153	0,170	€ 747.442.259,90	654,204
Deviazione standard generale	84,7848	0,204	€ 521.078.592,53	415,730
Raggruppamento "problematiche"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	112,7000	0,202	€ 208.370.000,00	- 8,634
Mediana generale	30,0500	0,414	€ 107.976.245,50	69,402
Media del gruppo	276,8333	0,210	€ 322.892.630,34	- 23,048
Media generale	39,3428	0,407	€ 324.580.226,23	90,593
Deviazione standard del gruppo	372,4880	0,049	€ 288.439.612,52	32,964
Deviazione standard generale	84,7848	0,204	€ 521.078.592,53	415,730

I valori che si ottengono per l'anno 2009 (Tabella 8) non solo confermano le tendenze appena osservate, ma indicano una particolare capacità di miglioramento delle banche di minori dimensioni che registrano importanti dinamiche di crescita nella variabile espressa dall'incidenza delle provvigioni e commissioni, così come fanno emergere le maggiori difficoltà delle banche più grandi che, all'intensificarsi dell'incidenza dei ricavi non da interesse, vedono ridursi in modo significativo il contributo delle provvigioni al conto economico, con valori anche molto distanti dal dato riferito all'intero campione. Caso a sé è in questo anno quello rappresentato dalle quattro banche del gruppo definito "problematico" che registrano non solo valori molto bassi per provvigioni e commissioni, ma ancor più ridotti e minimi per ricavi non da interesse: un ridimensionamento su quest'ultimo indicatore che per i tre anni considerati evidenzia una caduta elevatissima di tale componente di reddito.

Tabella 8 – Variabili di controllo dei risultati emersi dalla precedente cluster analysis: anno 2009

Raggruppamento "migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	31,500	0,534	€ 80.430.000,00	135,101
Mediana generale	32,000	0,444	€ 112.426.700,00	82,838
Media del gruppo	34,142	0,522	€ 169.312.691,24	351,780
Media generale	32,753	0,420	€ 305.426.051,19	171,321
Deviazione standard del gruppo	14,077	0,145	€ 303.164.230,18	766,235
Deviazione standard generale	29,548	0,194	€ 450.471.003,16	507,466
Raggruppamento "vicine alle migliori"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	32,700	0,488	€ 75.532.100,00	72,561
Mediana generale	32,000	0,444	€ 112.426.700,00	82,838
Media del gruppo	31,849	0,455	€ 313.100.619,31	57,013
Media generale	32,753	0,420	€ 305.426.051,19	171,321
Deviazione standard del gruppo	21,045	0,160	€ 512.060.283,74	198,429
Deviazione standard generale	29,548	0,194	€ 450.471.003,16	507,466
Raggruppamento "mediocri"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	36,100	0,353	€ 216.108.410,85	60,326
Mediana generale	32,000	0,444	€ 112.426.700,00	82,838
Media del gruppo	35,638	0,372	€ 442.486.823,20	101,785
Media generale	32,753	0,420	€ 305.426.051,19	171,321
Deviazione standard del gruppo	18,528	0,217	€ 534.480.276,81	277,503
Deviazione standard generale	29,548	0,194	€ 450.471.003,16	507,466

Raggruppamento "non virtuose"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	42,200	0,252	€ 195.972.010,55	46,468
Mediana generale	32,000	0,444	€ 112.426.700,00	82,838
Media del gruppo	41,477	0,273	€ 309.788.444,36	201,781
Media generale	32,753	0,420	€ 305.426.051,19	171,321
Deviazione standard del gruppo	21,543	0,180	€ 374.153.005,14	685,822
Deviazione standard generale	29,548	0,194	€ 450.471.003,16	507,466
Raggruppamento "problematiche"	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Mediana del gruppo	9,400	0,201	€ 272.760.395,45	34,522
Mediana generale	32,000	0,444	€ 112.426.700,00	82,838
Media del gruppo	- 15,825	0,160	€ 250.875.365,67	298,805
Media generale	32,753	0,420	€ 305.426.051,19	171,321
Deviazione standard del gruppo	123,443	0,108	€ 112.439.072,52	534,164
Deviazione standard generale	29,548	0,194	€ 450.471.003,16	507,466

In ogni caso differenti appaiono le capacità di reazione tra i diversi gruppi rivenerenti dalla cluster analysis: per le banche "migliori" e "vicine alle migliori", rilevante appare nel tempo la capacità di tenuta e miglioramento su ognuna delle variabili ora considerate. E questo mentre sempre più deboli e difficili appaiono negli anni le condizioni delle banche dei raggruppamenti indicati come "non virtuosi" e "problematici". Legando queste dinamiche alle indicazioni dimensionali ottenute si ha peraltro conferma del diverso grado di reattività esistente, in media, tra aziende di maggiori e di minori dimensioni, a tutto svantaggio delle prime. Le differenziali capacità di risposta, da un lato in positivo per le aziende di minori dimensioni e con più forte radicamento territoriale, e dall'altro lato in negativo per le banche maggiori e più diversificate, sembrano cioè assumere in questo anno particolare significatività.

Una lettura complessiva delle analisi rafforza a questo punto, l'evi-

denza rappresentata dalla presenza di due diversi modelli di business caratterizzati da sostanziali differenze strutturali e da ineguali capacità di reazione alle crisi di tipo sistemico, relazionabili solo in parte al livello dimensionale raggiunto.

Il primo di essi indica limitati ricorsi all'estensione della leva finanziaria, meno intense interconnessioni sui mercati interbancari, una prevalenza di fonti di raccolta e di impiego tra la clientela ordinaria, nei confronti della quale si sono sviluppati processi di diversificazione produttiva più legati alla tradizionale attività di intermediazione creditizia. La vicinanza al cliente favorisce più strette relazioni nel tempo, anche in presenza di perturbazioni nei mercati, e particolari appaiono le fonti di reddito per commissioni e provvigioni. E' questo il caso prevalente delle banche italiane, ma anche di quelle spagnole, austriache e delle Casse francesi che hanno dimostrato maggiore capacità di adattamento alle dinamiche, anche traumatiche, dei mercati. Piccoli aggiustamenti hanno loro permesso grande tenuta strutturale delle coordinazioni lucrative senza essere costrette a gravi modifiche dei loro assetti produttivi.

Il secondo modello opera con elevati livelli di indebitamento, forti connessioni nei mercati interbancari e più importanti quantità di attività finanziarie, minore ricorso alla raccolta diretta e all'impiego verso la clientela ordinaria. I processi di diversificazione di questi operatori paiono più intensi e più lontani dal core business bancario rappresentato dalla trasformazione dei depositi in prestiti e non sempre appaiono consistenti i vantaggi economici derivanti da queste nuove attività. Anzi si intravede nelle più grandi dimensioni una maggiore difficoltà a creare specifici vantaggi in termini reddituali, mentre indubbi appaiono gli effetti in termini di accrescimento del rischio e, quindi, di reciproco coinvolgimento in caso di collasso, dunque, di difesa degli assetti patrimoniali. In particolare, in presenza di instabilità nei mercati i contraccolpi economici su queste banche appaiono molto forti e particolarmente gravosi e lunghi i processi di riaggiustamento strutturale da cui la conferma "che il livello di leverage delle banche prima della crisi possa aver contribuito, in negativo, a determinare l'impatto della stessa sugli intermediari"⁴.

4) Cfr. M. Comana e D. Curcio, Le banche regionali verso i nuovi standard di Basilea III, in *Banche e banchieri* n. 1/2011

Conclusioni

Quali i possibili collegamenti di queste osservazioni con le proposte di riforma avanzate in tema di vigilanza microprudenziale delle banche? La prima indicazione, quella che appare per ordine di importanza la più forte, non può non riguardare il livello di indebitamento degli operatori. Eccessi su questo fronte paiono infatti innescare reazioni a catena che al crescere della dimensione assoluta dell'intermediario risultano di portata sempre più preoccupante sia in termini di accrescimento delle difficoltà di controllo e governo dei rischi tipici dell'intermediazione, primi fra tutti quelli di liquidità e di credito, sia di puntuale valutazione degli effetti connessi ai processi di crescita e di connessa diversificazione produttiva, volti ad introdurre nelle gestioni sempre più ampi fenomeni di commistione tra attività in proprio sui mercati finanziari e servizi di banca commerciale. La peculiare pericolosità del modello di business che ne deriva e che si caratterizza non solo per elevati livelli della leva finanziaria, ma anche per fenomeni di forte interconnessione con gli altri intermediari, sia dal lato degli attivi che dei passivi, e per una prevalente presenza di attivi finanziari, che, come detto, non risulta strettamente dipendente dal livello dimensionale raggiunto⁵, giustifica una particolare difesa dall'accrescimento dei rischi così realizzato. Difesa che non pare peraltro essere fornita da differenziali capacità di reddito atte ad inspessire dall'interno le dotazioni patrimoniali, ma che anzi pare al contrario indicare ulteriori difficoltà rispetto ad una piena capacità di recupero economico dei processi di allargamento produttivo realizzati. Ecco che allora per queste banche, specificatamente sistemiche, particolarmente appropriata appare la richiesta non solo di idonea e più severa patrimonializzazione, che tenga conto dei rischi derivanti dalla commistione di diverse attività, ma, anche e di più, di una puntuale e quanto più pronta introduzione di un requisito massimo di leva finanziaria, come raccomandato dal *Financial Stability Board*, in modo da disinnescare l'insieme delle interrelazioni tra variabili appena sopra indicato.

A motivo dei particolari livelli di concentrazione della raccolta da fon-

5) Cfr. PCI White Paper, January, 18, 2010

ti diverse rispetto alla clientela ordinaria e degli impieghi in strumenti finanziari non sempre facilmente liquidabili, o utilizzabili come *collateral* della raccolta o per accedere ai finanziamenti presso le banche centrali, per le stesse banche appare peraltro quanto mai opportuna la richiesta di più stringenti *buffer* di liquidità, ora particolarmente insoddisfacenti rispetto ai rischi delle gestioni.

Per le altre aziende del campione caratterizzate da un minore utilizzo della leva, di gran lunga distante da quello proprio al primo modello di business risultante dall'analisi, con limitate interconnessioni sistemiche, ridotta presenza di attivi finanziari ed importanti flussi di reddito, anche indotti da stabili rapporti di clientela che producono elevati livelli di provvigioni e commissioni collegati alla più tradizionale intermediazione creditizia, spesso, ma non sempre, di non elevate dimensioni ed è questo, come visto, in buona sostanza il caso delle banche italiane e spagnole, gli adeguamenti sopra indicati appaiono nel complesso meno stringenti ed impegnativi. Le stesse, infatti, sembrano già ben attrezzate per rispondere ai nuovi requisiti di Basilea 3, per cui, in molti casi, potrebbero ottenere i risultati ricercati in termini di patrimonializzazione anche solo ricorrendo ad una adeguata limitazione nella distribuzione dei dividendi.

Evidenti a questo punto i differenziali impegni di aggiustamento che si imporranno alle banche caratterizzate dai diversi modelli di business, ma anche le differenze che le economie reali dei paesi dove tenderà a concentrarsi l'impatto di tali correzioni potranno registrare in termini di dinamiche di sviluppo. Come dire che, almeno su questo fronte, la possibilità di essere un po' meno preoccupati per le carenze strutturali del sistema Italia sembra giustificata.

Resta, infine, il problema relativo alla congruità della riforma che ridisegna l'architettura della vigilanza sui mercati finanziari all'interno dell'unione europea rispetto alle necessità di controllo di istituzioni finanziarie di tipo sistemico, quali quelle emerse dall'analisi. Al riguardo, tuttavia, si rimanda totalmente alle argomentazioni di Marco Onado che indica in modo inequivocabile i punti di forza e di debolezza della stessa ai fini appena sopra indicati⁶.

6) M. Onado, La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto De Larosière: siamo sulla strada giusta?, in *Bancaria* n. 10/2009

Appendice statistica

Figura 1A – ROAA e grado di indebitamento per cluster: anno 2006

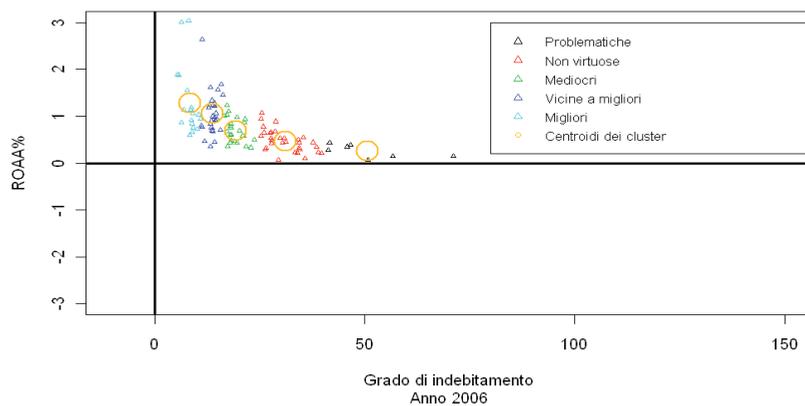


Figura 2A – ROAA e grado di indebitamento per cluster: anno 2008

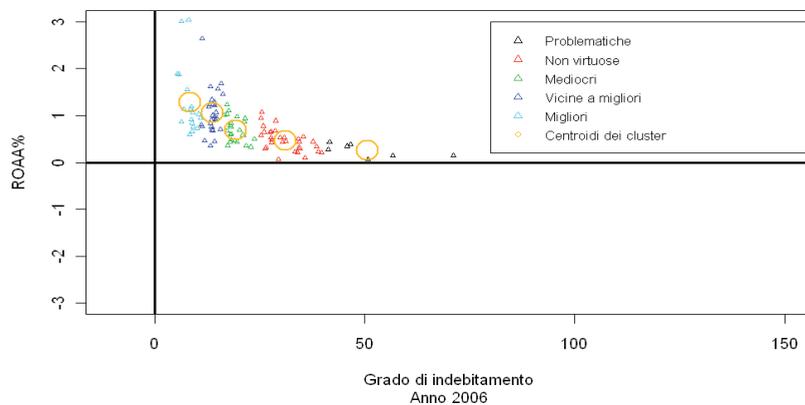
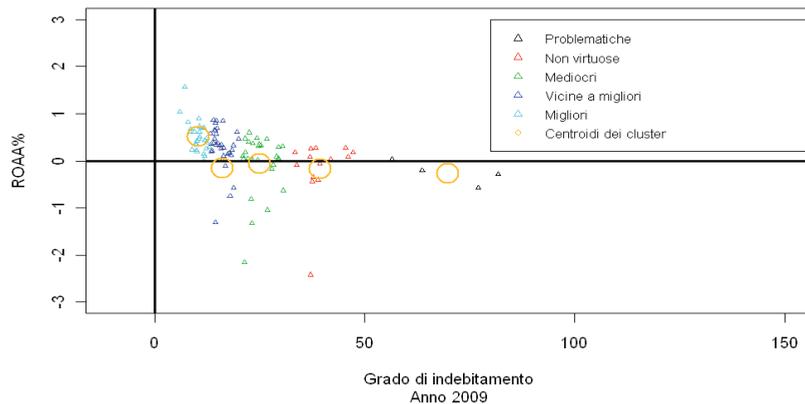


Figura 3A – ROAA e grado di indebitamento per cluster: anno 2009



Nelle Figure 1A, 2A e 3A sono riportati, rispettivamente per gli anni 2006, 2008 e 2009, i grafici a dispersione che permettono di confrontare contestualmente i valori ottenuti per grado di indebitamento e ROAA: sono stati proiettati sul piano cartesiano i gruppi bancari, utilizzando differenti colori che ne identificano l'appartenenza ai diversi raggruppamenti, e i centroidi rappresentativi dei cluster. Per consentire una confrontabilità "visiva" ottimale fra i tre anni analizzati, gli assi cartesiani sono stati "tagliati" omogeneamente nelle tre Figure. Dalla lettura dei dati emerge chiaramente come, tendenzialmente, ad un alto valore del ROAA si associ un basso grado di indebitamento. Sia le singole banche che i raggruppamenti che si ottengono dalla cluster analysis si dispongono in maniera ordinale dalle migliori aziende creditizie (con ROAA maggiori e grado di indebitamento minore) alle più problematiche (con ROAA tendenzialmente più bassi e rapporti di indebitamento decisamente superiori), così confermando la particolare importanza di tali indicatori nella costruzione del modello tramite la cluster analysis non gerarchica (metodo delle "K-means").

Figura 4A - ROAA e grado di indebitamento: confronto del posizionamento delle banche “migliori” negli anni 2006, 2008 e 2009.

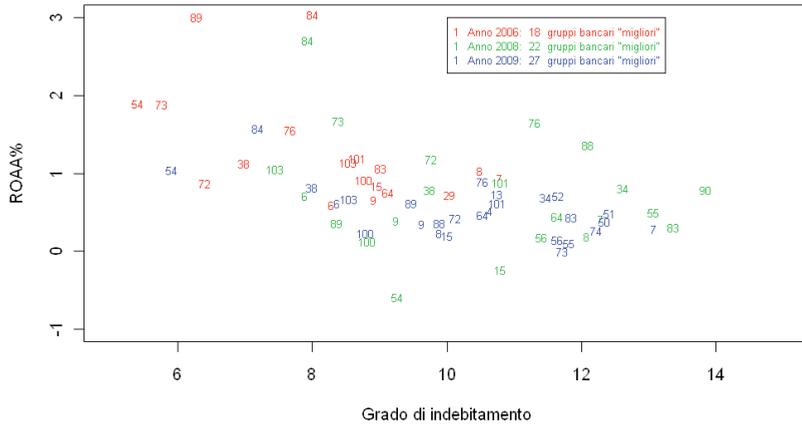
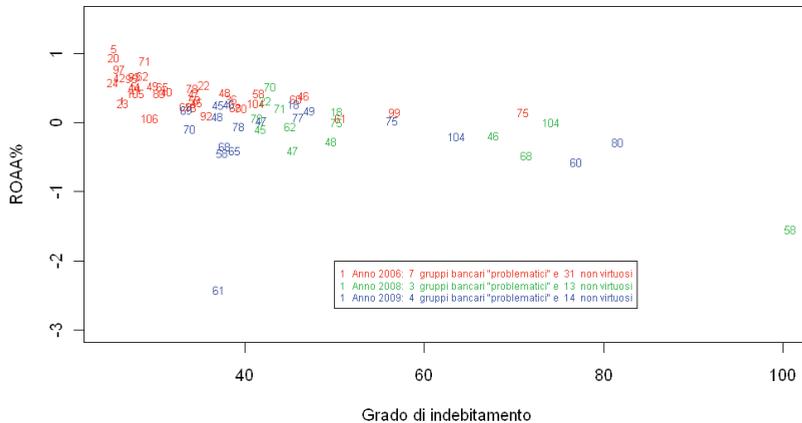


Figura 5A - ROAA e grado di indebitamento: confronto del posizionamento delle banche “non virtuose” e “problematiche”: anni 2006-2008-2009



Nelle Figure 4A e 5A il grafico a dispersione viene utilizzato per confrontare nei 3 anni indagati il posizionamento delle banche appartenenti al cluster “migliori” e ai cluster delle “non virtuose” e “problematiche”. La legenda che segue precisa il codice numerico attribuito a ciascuna banca sulla base del semplice ordine alfabetico.

001	Aareal Bank AG
002	Agricultural Bank of Greece
003	Allied Irish Banks plc
004	Alpha Bank AE
005	Anglo Irish Bank Corporation Limited
006	Banca Carige SpA
007	Banca popolare dell'Emilia Romagna
008	Banca Popolare di Milano SCaRL
009	Banca Popolare di Vicenza Societa cooperativa per azioni
010	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
011	Banco BPI SA
012	Banco de Sabadell SA
013	Banco Espirito Santo SA
014	Banco Pastor SA
015	Banco Popolare
016	Banco Popular Espanol SA
017	Banco Santander SA
018	Bank Nederlandse Gemeenten NV, BNG
019	Bank of Cyprus Group-Bank of Cyprus Public Company Limited
020	Bank of Ireland
021	Bankinter SA
022	Barclays Plc
023	Bayerische Landesbank
024	BNP Paribas
025	BRED Banque Populaire
026	Caisse d'Epargne et de provoyance Ile-de-France Paris
027	Caixa d'Estalvis de Catalunya-Caja de Ahorros de Cataluna
028	Caixa Geral de Depositos
029	Caixanova-Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra
030	Caja de Ahorros de Galicia - Caixa Galicia
031	Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante BANCAJA
032	Caja de Ahorros del Mediterraneo CAM
033	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragon y Rioja - Ibercaja
034	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, LA CAIXA
035	Caja Madrid-Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid
036	Commerzbank AG
037	Co-operative Bank Plc (The)
038	Credit Agricole d'Ile-de-France-Caisse regionale de credit agricole mutuel de Paris et d'Ile-de-France
039	Credit Agricole Group-Credit Agricole
040	Credit Agricole S.A.
041	Credit Immobilier de France Developpement - CIFD
042	Credit Industriel et Commercial - CIC
043	Credit Mutuel Arkea
044	Danske Bank A/S
045	DekaBank Deutsche Girozentrale
046	Deutsche Bank AG
047	Deutsche Postbank AG
048	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank-DZ Bank AG
049	Dexia
050	EFG Eurobank Ergasias SA
051	Erste Group Bank AG
052	Espirito Santo Financial Group S.A.
053	Federation du Credit Mutuel Centre Est Europe
054	Groupe Caisse des Depots-Caisse des Depots et Consignations

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

055	Gruppo Monte dei Paschi di Siena-Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	081	Nykredit Realkredit A/S
056	HASPA Finanzholding	082	Oesterreichische Volksbanken AG
057	HSBC Holdings Plc	083	OP-Pohjola Group
058	HSH Nordbank AG	084	OTP Bank Plc
059	Hypo Alpe-Adria-Group-Hypo Alpe-Adria Bank International AG	085	Piraeus Bank SA
060	Hypo Real Estate Holding AG	086	Pohjola Pankki Oyj-Pohjola Bank plc
061	IKB Deutsche Industriebank AG	087	Rabobank Group-Rabobank Nederland
062	ING Groep NV	088	Raiffeisen International Bank-Holding AG
063	Instituto de Credito Oficial	089	Raiffeisen-Holding Niedersterreich-Wien reg.Gen.mbh
064	Intesa Sanpaolo	090	Raiffeisenlandesbank Oberosterreich AG
065	Irish Life & Permanent Plc	091	Royal Bank of Scotland Group Plc (The)
066	KBC Group-KBC Groep NV/ KBC Groupe SA	092	Sachsen-Finanzgruppe
067	KfW Group-KfW Bankengruppe	093	Skandinaviska Enskilda Banken AB
068	Landesbank Baden-Wuerttemberg	094	SNS Reaal NV
069	Landesbank Hessen-Thueringen Girozentrale - HELABA	095	Societe' Generale
070	Landwirtschaftliche Rentenbank	096	Standard Chartered Plc
071	Lloyds Banking Group Plc	097	Svenska Handelsbanken
072	Marfin Popular Bank Public Co Ltd	098	Swedbank AB
073	Mediobanca SpA	099	Swedish Export Credit Corporation-AB Svensk Exportkredit
074	Millennium bcp-Banco Comercial Portugues, SA	100	UBI Banca-Unione di Banche Italiane Scpa
075	Morgan Stanley & Co. International Plc	101	Unicaja - Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cadiz, Almeria, Malaga, Antequera y Jaen
076	National Bank of Greece SA	102	UniCredit SpA
077	Nationwide Building Society	103	Volkswagen Financial Services AG
078	Norddeutsche Landesbank Girozentrale NORD/LB	104	WestLB AG
079	Nordea Bank AB (publ)	105	WGZ-Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
080	Northern Rock (Asset Management) Plc	106	Wustenrot & Wurttembergische

Figura 6A – Boxplot relativi alla distribuzione di ciascuna variabile del modello, condizionata ai cluster ottenuti - Anno 2006

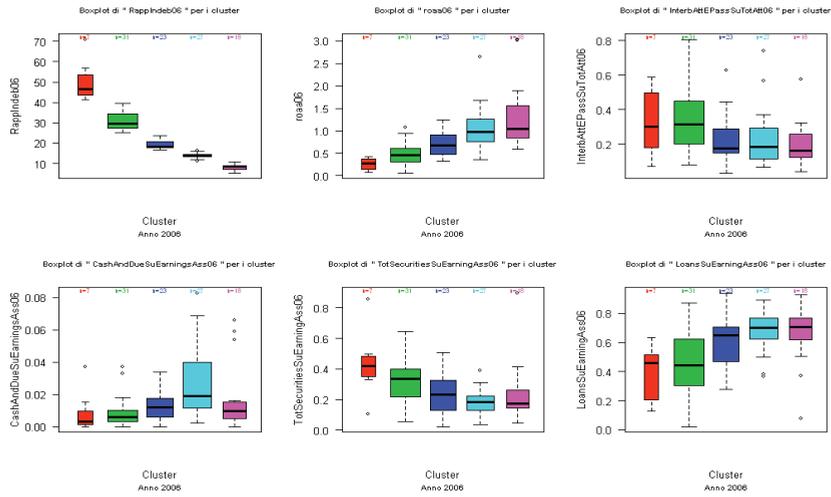


Figura 7A - Boxplot relativi alla distribuzione di ciascuna variabile del modello, condizionata ai cluster ottenuti - Anno 2008

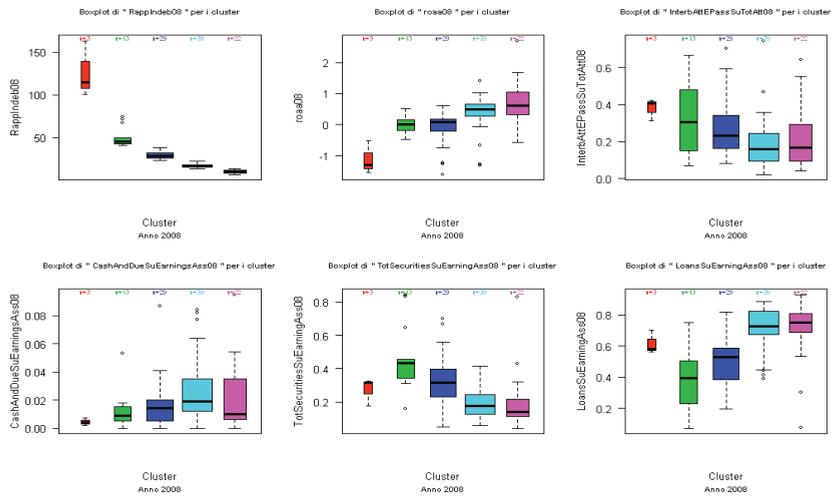
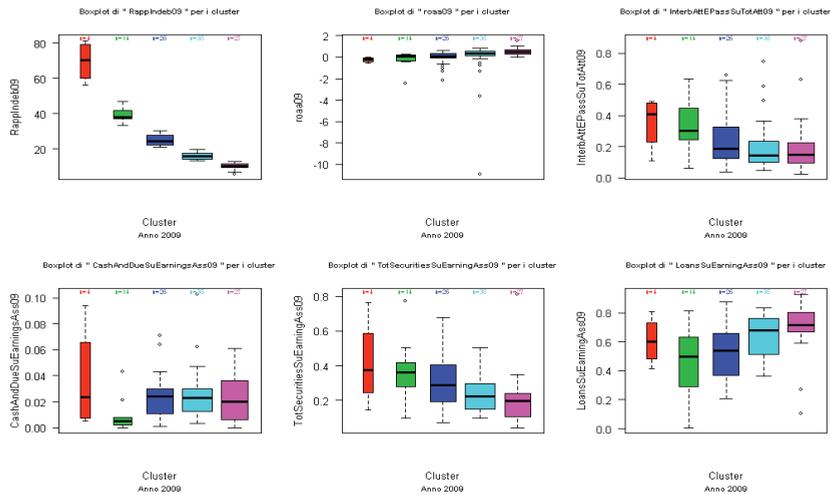


Figura 8A - Boxplot relativi alla distribuzione di ciascuna variabile del modello, condizionata ai cluster ottenuti - Anno 2009



Legenda

Problematiche	■
Non virtuose	■
Medioci	■
Vicine a migliori	■
Migliori	■

Nelle Figure 6A, 7A e 8A ogni indicatore viene rappresentato con una “scatola a baffi” (box and whiskers plots) dalla quale emergono il valore massimo, il valore minimo, il valore mediano, nonché il primo e il terzo quartile della distribuzione. Vengono inoltre evidenziati i cosiddetti outliers, singoli operatori che hanno un comportamento sensibilmente differente o anomalo rispetto a ciascun raggruppamento osservato.

Ancora una volta appare evidente come il grado di indebitamento ed il ROAA individuino nel modello la più elevata capacità discriminante.

Figura 9A - Grado di indebitamento: confronto anni 2006 – 2008 – 2009.

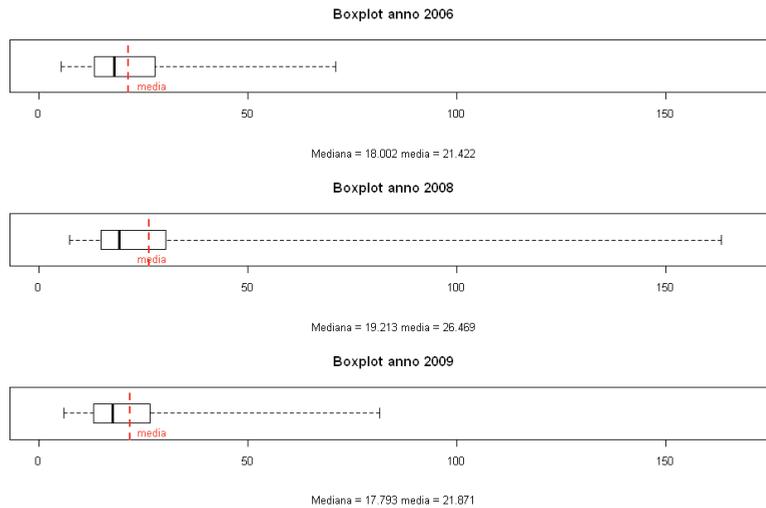


Figura 10A - Grado di indebitamento: confronto anni 2006 – 2008 – 2009 per cluster.

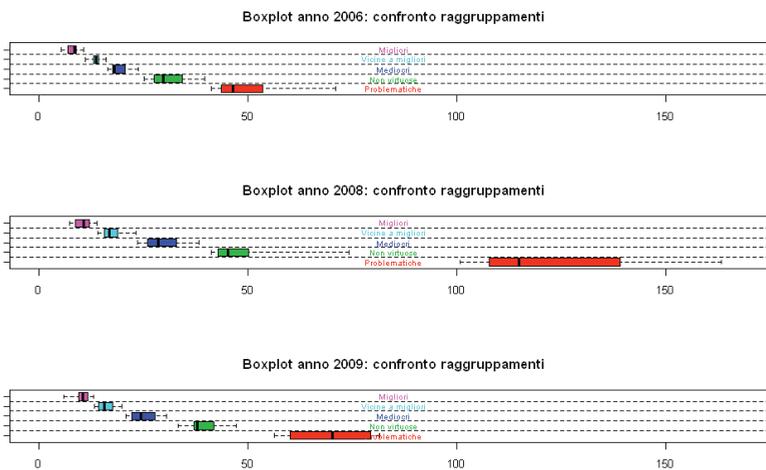


Figura 11A – ROAA: confronto anni 2006 – 2008 – 2009.

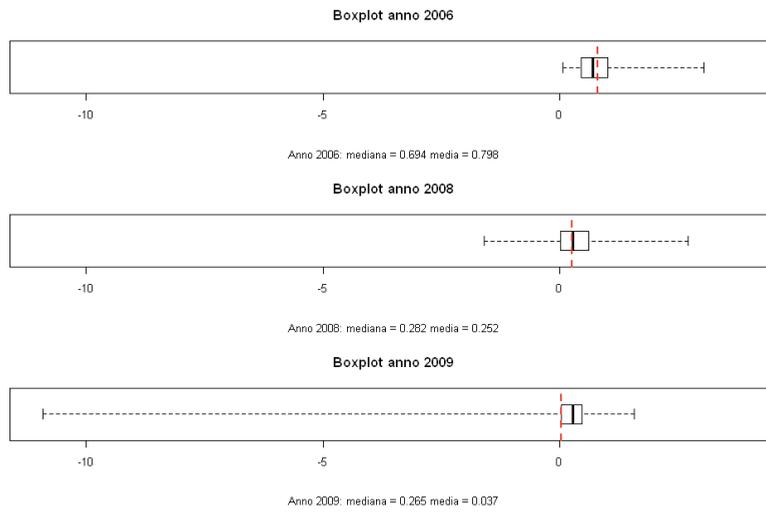
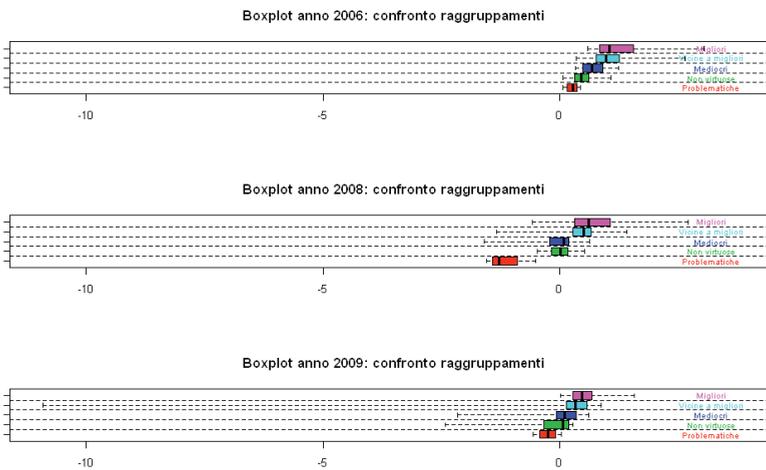


Figura 12A – ROAA: confronto anni 2006 – 2008 – 2009 per cluster.



I boxplot in Figura 9A, 10A, 11A e 12A si riferiscono al grado di indebitamento e al ROAA. I grafici sono stati costruiti, per ognuno dei due indicatori, con scale confrontabili in modo da poter valutare il fenomeno nei tre anni, sia a livello generale (Figure 9A e 11A) che condizionatamente ai cluster (Figure 10A e 12A).

Tabella 1A – Variabili di controllo delle aggregazioni risultanti dalla cluster analysis: anno 2006 (Valori relativi a ciascuna banca del campione)

Raggruppamento "migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Banca Carige SpA	I	28,600	0,510	€ 25.287.100,00	113,951
Banca popolare dell'Emilia Romagna	I	23,900	0,672	€ 45.257.600,00	78,464
Banca Popolare di Milano SCaRL	I	41,400	0,596	€ 40.181.100,00	123,531
Banca Popolare di Vicenza Società cooperativa per azioni	I	32,600	0,544	€ 23.787.100,00	149,446
Banco Popolare	I	40,900	0,442	€ 119.748.600,00	120,972
Caixanova-Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra	E	30,900	0,573	€ 22.509.000,00	72,544
Credit Agricole d'Ile-de-France-Caisse regionale de credit agricole mutuel de Paris et d'Ile-de-France	F	44,000	0,244	€ 27.524.800,00	74,680
Groupe Caisse des Depots-Caisse des Depots et Consignations	F	42,700	0,538	€ 209.644.000,00	- 1,945
Intesa Sanpaolo	I	42,600	0,450	€ 576.784.000,00	99,371
Marfin Popular Bank Public Co Ltd	CY	31,700	0,893	€ 22.319.500,00	62,184
Mediobanca SpA	I	38,500	0,105	€ 46.116.600,00	24,121
National Bank of Greece SA	GR	31,600	0,846	€ 76.569.700,00	43,223

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

OP-Pohjola Group	FIN	53,700	0,637	€ 59.535.000,00	49,500
OTP Bank Plc	H	29,250	0,712	€ 28.123.762,38	51,953
Raiffeisen-Holding Niederösterreich-Wien reg.Gen.mbH	A	92,000	0,298	€ 18.020.000,00	12,853
UBI Banca-Unione di Banche Italiane Scpa	I	35,100	0,499	€ 116.908.000,00	106,543
Unicaja - Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cadiz, Almeria, Malaga, Antequera y Jaen	E	20,800	0,573	€ 28.267.700,00	37,194
Volkswagen Financial Services AG	D	13,100	0,344	€ 43.923.000,00	17,088
Raggruppamento "vicine alle migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Agricultural Bank of Greece	GR	28,700	0,968	€ 21.414.200,00	27,807
Allied Irish Banks plc	IRL	30,100	0,523	€ 158.526.000,00	51,759
Alpha Bank AE	GR	26,200	0,532	€ 49.799.700,00	50,897
Banco de Sabadell SA	E	39,900	0,443	€ 72.779.800,00	96,595
Banco Espirito Santo SA	P	46,400	0,394	€ 59.138.800,00	115,980
Banco Pastor SA	E	28,800	0,515	€ 23.782.200,00	55,064
Banco Popular Espanol SA	E	33,900	0,420	€ 91.650.400,00	53,148
Bank of Cyprus Group- Bank of Cyprus Public Company Limited	CY	31,700	0,927	€ 24.896.700,00	46,074
Caisse d'Epargne et de provoyance Ile-de- France Paris	F	39,500	0,710	€ 30.078.100,00	92,582
Caja de Ahorros de Galicia - Caixa Galicia	E	26,600	0,420	€ 42.801.300,00	75,222
Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante BANCAJA	E	25,100	0,421	€ 79.471.500,00	43,367
Caja de Ahorros del Mediterraneo CAM	E	31,500	0,387	€ 62.243.800,00	43,599

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragon y Rioja – Ibercaja	E	38,300	0,542	€ 37.544.200,00	61,111
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, LA CAIXA	E	38,500	0,661	€ 209.123.200,00	69,232
Caja Madrid-Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	E	36,700	0,407	€ 136.952.400,00	75,205
Credit Immobilier de France Developpement - CIFD	F	16,000	0,003	€ 34.174.500,00	40,111
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	28,100	0,491	€ 53.820.000,00	52,899
Erste Group Bank AG	A	40,700	0,583	€ 181.703.200,00	94,988
Espirito Santo Financial Group S.A.	L	47,100	0,387	€ 61.872.000,00	124,223
HASPA Finanzholding	D	31,200	0,700	€ 34.943.600,00	96,446
HSBC Holdings Plc	UK	46,700	0,539	€ 1.412.873.514,47	77,796
Millennium bcp-Banco Comercial Portugues, SA	P	43,700	0,458	€ 79.258.700,00	100,451
Piraeus Bank SA	GR	33,000	0,603	€ 30.931.200,00	43,553
Pohjola Pankki Oyj- Pohjola Bank plc	FIN	80,000	0,107	€ 24.196.000,00	45,946
Raiffeisen International Bank-Holding AG	A	49,300	0,659	€ 55.867.000,00	63,078
Raiffeisenlandesbank Oberosterreich AG	A	53,900	0,272	€ 22.151.500,00	36,106
Standard Chartered Plc	UK	37,300	0,631	€ 202.009.482,11	59,188
Raggruppamento “mediocri”	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	E	44,100	0,489	€ 411.916.300,00	63,234
Banco BPI SA	P	40,900	0,511	€ 35.565.500,00	67,868
Banco Santander SA	E	43,400	0,392	€ 833.872.700,00	82,088
BRED Banque Populaire	F	75,200	0,362	€ 33.604.100,00	77,085

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Caixa d'Estalvis de Catalunya-Caja de Ahorros de Cataluna	E	38,600	0,350	€ 67.551.400,00	80,759
Caixa Geral de Depositos	P	41,200	0,711	€ 96.245.800,00	37,088
Co-operative Bank Plc (The)	UK	54,200	0,809	€ 19.047.635,04	257,867
Credit Agricole Group-Credit Agricole	F	42,200	0,497	€ 1.379.904.000,00	88,144
Credit Mutuel Arkea	F	53,400	0,894	€ 61.032.100,00	77,835
Federation du Credit Mutuel Centre Est Europe	F	76,100	0,402	€ 356.099.000,00	56,653
Gruppo Monte dei Paschi di Siena-Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	I	27,100	0,431	€ 158.555.700,00	156,265
Instituto de Credito Oficial	E	7,500	0,030	€ 32.322.900,00	7,755
KBC Group-KBC Groep NV/ KBC Groupe SA	B	50,500	0,509	€ 325.400.000,00	48,129
KfW Group-KfW Bankengruppe	D	18,800	0,134	€ 334.389.000,00	12,706
Nationwide Building Society	UK	25,000	0,766	€ 172.839.236,60	54,793
Nordea Bank AB (publ)	S	46,800	0,462	€ 346.890.000,00	54,853
Nykredit Realkredit A/S	DK	28,300	0,026	€ 128.373.657,39	5,704
Oesterreichische Volksbanken AG	A	49,400	0,142	€ 67.429.300,00	47,194
Rabobank Group-Rabobank Nederland	N	31,800	0,459	€ 556.455.000,00	84,661
Royal Bank of Scotland Group Plc (The)	UK	55,000	0,484	€ 1.298.885.587,41	56,543
SNS Reaal NV	N	53,500	0,331	€ 79.742.000,00	33,551
Swedbank AB	S	43,700	0,347	€ 149.659.774,43	62,317
UniCredit SpA	I	45,100	0,387	€ 823.284.200,00	116,341
Raggruppamento "non virtuose"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Aareal Bank AG	D	39,500	0,275	€ 38.279.000,00	117,886

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Anglo Irish Bank Corporation Limited	IRL	13,800	0,553	€ 73.290.000,00	15,647
Bank Nederlandse Gemeenten NV, BNG	N	3,600	0,059	€ 90.098.000,00	2,353
Bank of Ireland	IRL	28,300	0,453	€ 188.813.000,00	45,332
Bankinter SA	E	41,800	0,300	€ 46.075.800,00	69,052
Barclays Plc	UK	57,600	0,362	€ 1.485.729.544,03	112,475
Bayerische Landesbank	D	24,000	0,239	€ 344.369.000,00	53,867
BNP Paribas	F	65,400	0,241	€ 1.440.343.000,00	62,235
Commerzbank AG	D	38,600	0,243	€ 608.339.000,00	137,680
Credit Agricole S.A.	F	37,300	0,358	€ 1.260.533.000,00	55,217
Credit Industriel et Commercial – CIC	F	84,800	0,346	€ 214.313.000,00	103,960
Danske Bank A/S	DK	30,800	0,304	€ 367.399.725,09	37,343
DekaBank Deutsche Girozentrale	D	79,300	0,260	€ 104.928.100,00	237,739
Deutsche Postbank AG	D	49,200	0,585	€ 184.887.000,00	151,128
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank-DZ Bank AG	D	45,600	0,203	€ 421.684.000,00	45,226
Dexia	B	33,500	0,216	€ 566.743.000,00	48,642
Hypo Alpe-Adria-Group-Hypo Alpe-Adria Bank International AG	A	26,400	0,227	€ 31.007.000,00	64,028
ING Groep NV	N	58,500	0,566	€ 1.226.307.000,00	43,425
Irish Life & Permanent Plc	IRL	57,800	0,314	€ 76.136.000,00	51,701
Landesbank Baden-Wuerttemberg	D	39,900	0,214	€ 417.285.000,00	38,667
Landesbank Hessen-Thueringen Girozentrale – HELABA	D	19,000	0,239	€ 158.983.000,00	38,124
Landwirtschaftliche Rentenbank	D	86,200	0,005	€ 82.719.400,00	- 0,512
Lloyds Banking Group Plc	UK	52,000	0,558	€ 512.139.203,13	58,333

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Norddeutsche Landesbank Girozentrale NORD/LB	D	62,600	0,199	€ 194.871.000,00	13,536
Northern Rock (Asset Management) Plc	UK	21,000	0,279	€ 150.558.176,10	26,964
Sachsen-Finanzgruppe	D	33,500	0,346	€ 85.156.500,00	129,521
Skandinaviska Enskilda Banken AB	S	62,100	0,404	€ 213.976.613,05	107,511
Societe' Generale	F	84,500	0,328	€ 956.841.000,00	90,889
Svenska Handelsbanken	S	43,200	0,331	€ 198.000.274,59	49,111
WGZ-Bank AG Westdeutsche Genossenschafts- Zentralbank	D	26,500	0,185	€ 81.197.700,00	27,353
Wustenrot & Wurttembergische	D	31,600	0,674	€ 70.114.300,00	- 1.460,700
Raggruppamento "problematiche"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Deutsche Bank AG	D	74,900	0,299	€ 1.571.768.000,00	134,249
HSH Nordbank AG	D	35,400	0,252	€ 194.341.000,00	29,372
Hypo Real Estate Holding AG	D	24,800	0,079	€ 161.593.000,00	25,847
IKB Deutsche Industriebank AG	D	4,300	0,071	€ 63.544.600,00	45,415
Morgan Stanley & Co. International Plc	UK	98,100	NA	€ 389.532.468,63	17,352
Swedish Export Credit Corporation-AB Svensk Exportkredit	S	- 0,900	-	€ 27.124.268,23	- 0,060
WestLB AG	D	53,500	0,202	€ 285.287.000,00	95,870

Tabella 2A – Variabili di controllo delle aggregazioni risultanti dalla cluster analysis: anno 2008 (Valori relativi a ciascuna banca del campione)

Raggruppamento "migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Banca Carige SpA	I	18,3000	0,505	€ 31.986.400,00	82,021
Banca popolare dell'Emilia Romagna	I	15,8000	0,603	€ 52.772.100,00	132,389
Banca Popolare di Milano SCaRL	I	30,1000	0,497	€ 45.038.700,00	238,150
Banca Popolare di Vicenza Societa cooperativa per azioni	I	28,1000	0,483	€ 28.933.300,00	286,407
Banco Popolare	I	16,9000	0,495	€ 121.375.500,00	- 82,891
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, LA CAIXA	E	37,0000	0,645	€ 260.827.400,00	50,470
Credit Agricole d'Ile-de-France-Caisse regionale de credit agricole mutuel de Paris et d'Ile-de-France	F	46,3000	0,296	€ 32.206.400,00	95,865
Groupe Caisse des Depots-Caisse des Depots et Consignations	F	5,7000	0,462	€ 220.961.000,00	2,644
Gruppo Monte dei Paschi di Siena-Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	I	14,0000	0,434	€ 213.796.000,00	- 945,627
HASPA Finanzholding	D	38,1000	0,769	€ 37.741.900,00	167,738
Intesa Sanpaolo	I	24,2000	0,409	€ 636.133.000,00	316,120
Marfin Popular Bank Public Co Ltd	CY	30,9000	0,734	€ 38.353.200,00	78,959
Mediobanca SpA	I	42,1000	0,108	€ 64.468.100,00	32,090
National Bank of Greece SA	GR	26,6000	0,771	€ 101.838.600,00	39,887
OP-Pohjola Group	FIN	34,4000	0,631	€ 75.745.000,00	116,398
OTP Bank Plc	H	41,1500	0,646	€ 35.821.287,08	107,611
Raiffeisen International Bank-Holding AG	A	33,5000	0,568	€ 85.397.000,00	104,695

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Raiffeisen-Holding Niederösterreich-Wien reg.Gen.mbH	A	74,6000	0,260	€ 29.444.900,00	58,416
Raiffeisenlandesbank Oberösterreich AG	A	10,2000	0,270	€ 32.875.500,00	38,644
UBI Banca-Unione di Banche Italiane Scpa	I	22,7000	0,534	€ 121.955.700,00	210,579
Unicaja - Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cadiz, Almeria, Malaga, Antequera y Jaen	E	18,0000	0,556	€ 32.155.700,00	85,260
Volkswagen Financial Services AG	D	16,5000	0,349	€ 57.279.000,00	26,658
Raggruppamento "vicine alle migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Allied Irish Banks plc	IRL	23,2000	0,557	€ 182.174.000,00	115,155
Alpha Bank AE	GR	22,3000	0,714	€ 65.270.000,00	75,574
Anglo Irish Bank Corporation Limited	IRL	4,3000	0,555	€ 101.321.000,00	17,277
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	E	37,5000	0,495	€ 539.872.000,00	59,707
Banco BPI SA	P	35,0000	0,624	€ 43.003.400,00	123,069
Banco de Sabadell SA	E	33,6000	0,499	€ 80.378.100,00	150,689
Banco Espirito Santo SA	P	25,2000	0,361	€ 75.186.700,00	433,888
Banco Pastor SA	E	29,8000	0,550	€ 27.121.300,00	94,722
Banco Popular Espanol SA	E	29,8000	0,455	€ 110.376.100,00	64,419
Banco Santander SA	E	40,3000	0,414	€ 1.049.631.600,00	70,236
Bank of Cyprus Group- Bank of Cyprus Public Company Limited	CY	33,2000	0,852	€ 36.107.200,00	39,025
BRED Banque Populaire	F	79,6000	0,493	€ 34.151.500,00	76,704
Caisse d'Epargne et de provoyance Ile-de- France Paris	F	42,7000	0,681	€ 51.608.200,00	555,098

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Caixa d'Estalvis de Catalunya-Caja de Ahorros de Cataluna	E	24,7000	0,370	€ 63.627.000,00	- 117,230
Caixa Geral de Depositos	P	34,1000	0,631	€ 111.060.100,00	47,152
Caixanova-Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra	E	32,7000	0,521	€ 30.492.700,00	866,429
Caja de Ahorros de Galicia - Caixa Galicia	E	20,2000	0,482	€ 46.626.100,00	- 148,324
Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante BANCAJA	E	17,5000	0,368	€ 106.650.600,00	77,954
Caja de Ahorros del Mediterraneo CAM	E	15,4000	0,361	€ 75.472.600,00	- 82,996
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragon y Rioja - Ibercaja	E	30,7000	0,592	€ 44.066.400,00	93,202
Caja Madrid-Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	E	33,8000	0,429	€ 180.970.900,00	114,300
Co-operative Bank Plc (The)	UK	30,0000	0,836	€ 16.033.392,76	240,879
Credit Immobilier de France Developpement - CIFI	F	19,1000	0,006	€ 38.556.200,00	101,059
Credit Mutuel Arkea	F	57,4000	0,471	€ 69.058.800,00	737,762
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	26,6000	0,559	€ 82.202.000,00	66,381
Erste Group Bank AG	A	26,4000	0,601	€ 201.441.100,00	170,605
Espirito Santo Financial Group S.A.	L	48,5000	0,348	€ 78.149.600,00	149,896
Hypo Alpe-Adria-Group-Hypo Alpe-Adria Bank International AG	A	- 8,8000	0,221	€ 43.336.100,00	- 24,889
Hypo Real Estate Holding AG	D	- 85,8000	0,039	€ 419.654.000,00	- 1,115
Instituto de Credito Oficial	E	13,8000	0,053	€ 52.969.900,00	26,637
KBC Group-KBC Groep NV/ KBC Groupe SA	B	- 8,8000	0,485	€ 355.317.000,00	- 56,981

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Millennium bcp-Banco Comercial Portugues, SA	P	35,8000	0,516	€ 94.423.700,00	163,156
Nykredit Realkredit A/S	DK	- 36,3000	0,056	€ 165.620.010,47	- 12,273
Piraeus Bank SA	GR	28,2000	0,566	€ 54.889.900,00	63,445
Pohjola Pankki Oyj- Pohjola Bank plc	FIN	71,0000	0,133	€ 32.448.000,00	90,000
Rabobank Group- Rabobank Nederland	N	35,4000	0,495	€ 612.120.000,00	116,680
Standard Chartered Plc	UK	44,1000	0,618	€ 312.618.119,40	70,292
Swedbank AB	S	37,2000	0,324	€ 166.669.635,72	70,533
UniCredit SpA	I	23,5000	0,414	€ 1.045.612.100,00	250,355
Raggruppamento "mediocri"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Aareal Bank AG	D	20,0000	0,190	€ 41.023.000,00	144,660
Agricultural Bank of Greece	GR	19,5000	0,793	€ 28.473.800,00	584,314
Bank of Ireland	IRL	7,3000	0,491	€ 194.116.000,00	163,300
Bankinter SA	E	34,5000	0,345	€ 53.469.600,00	68,568
Bayerische Landesbank	D	456,0000	0,229	€ 421.455.000,00	- 11,638
BNP Paribas	F	46,9000	0,225	€ 2.075.551.000,00	236,250
Commerzbank AG	D	30,5000	0,286	€ 625.224.000,00	- 745,026
Credit Agricole Group- Credit Agricole	F	28,4000	0,428	€ 1.783.972.000,00	466,182
Credit Agricole S.A.	F	18,0000	0,312	€ 1.653.220.000,00	429,492
Credit Industriel et Commercial - CIC	F	55,1000	0,411	€ 251.666.000,00	- 376,029
Danske Bank A/S	DK	23,6000	0,281	€ 481.848.781,78	148,002
Federation du Credit Mutuel Centre Est Europe	F	53,1000	0,460	€ 440.559.000,00	426,279
HSBC Holdings Plc	UK	41,4000	0,488	€ 1.816.110.022,24	176,828
IKB Deutsche Industriebank AG	D	166,5000	0,152	€ 44.710.900,00	- 1,804
Irish Life & Permanent Plc	IRL	37,9000	0,308	€ 74.349.000,00	- 23,176

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

KfW Group-KfW Bankengruppe	D	- 34,2000	0,083	€ 394.827.000,00	- 7,698
Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale – HELABA	D	0,2000	0,237	€ 184.572.000,00	- 400,000
Nationwide Building Society	UK	15,5000	0,714	€ 225.137.913,32	40,795
Nordea Bank AB (publ)	S	37,1000	0,370	€ 474.074.000,00	56,871
Oesterreichische Volksbanken AG	A	15,6000	0,183	€ 55.814.900,00	56,282
Royal Bank of Scotland Group Plc (The)	UK	12,9000	0,282	€ 2.515.717.949,35	- 90,188
Sachsen-Finanzgruppe	D	32,9000	0,762	€ 32.507.800,00	2.308,696
Skandinaviska Enskilda Banken AB	S	53,4000	0,395	€ 230.976.484,79	124,218
SNS Reaal NV	N	44,2000	0,390	€ 125.359.000,00	- 28,093
Societe' Generale	F	60,2000	0,294	€ 1.130.003.000,00	248,826
Svenska Handelsbanken	S	34,9000	0,272	€ 198.601.164,03	44,979
Swedish Export Credit Corporation-AB Svensk Exportkredit	S	- 40,4000	0,001	€ 34.040.112,78	7,019
WGZ-Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank	D	NA	0,216	€ 92.652.200,00	- 24,485
Wustenrot & Württembergische	D	69,3000	0,714	€ 64.448.200,00	1.623,605
Raggruppamento "non virtuose"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Bank Nederlandse Gemeenten NV, BNG	N	- 14,9000	0,065	€ 101.365.000,00	11,173
Barclays Plc	UK	40,2000	0,175	€ 2.150.485.847,10	906,564
DekaBank Deutsche Girozentrale	D	63,5000	0,252	€ 138.609.300,00	- 1.948,171
Deutsche Bank AG	D	- 5,8000	0,198	€ 2.202.423.000,00	- 142,738
Deutsche Postbank AG	D	20,7000	0,533	€ 231.219.000,00	- 127,768

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank-DZ Bank AG	D	- 96,1000	0,216	€ 427.127.000,00	- 55,505
ING Groep NV	N	48,7000	0,522	€ 1.331.663.000,00	- 621,402
Landesbank Baden-Wuerttemberg	D	NA	0,238	€ 447.932.000,00	- 19,791
Landwirtschaftliche Rentenbank	D	44,7000	0,007	€ 90.101.000,00	- 0,194
Lloyds Banking Group Plc	UK	21,8000	0,451	€ 456.742.294,31	314,374
Morgan Stanley & Co. International Plc	UK	152,6000	NA	€ 328.835.074,77	- 539,189
Norddeutsche Landesbank Girozentrale NORD/LB	D	- 23,9000	0,268	€ 244.329.000,00	- 147,541
WestLB AG	D	41,3000	0,106	€ 288.122.000,00	204,192
Raggruppamento "problematiche"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Dexia	B	14,6000	0,166	€ 651.006.000,00	- 60,764
HSH Nordbank AG	D	703,2000	0,263	€ 208.370.000,00	- 8,634
Northern Rock (Asset Management) Plc	UK	112,7000	0,202	€ 109.301.891,01	0,254

Tabella 3A – Variabili di controllo delle aggregazioni risultanti dalla cluster analysis: anno 2009 (Valori relativi a ciascuna banca del campione)

Gruppi bancari "migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Alpha Bank AE	GR	25,900	0,693	€ 69.596.000,00	75,730
Banca Carige SpA	I	30,600	0,552	€ 36.299.400,00	95,740
Banca popolare dell'Emilia Romagna	I	36,800	0,627	€ 59.589.400,00	212,775
Banca Popolare di Milano SCaRL	I	49,700	0,583	€ 44.281.500,00	406,600
Banca Popolare di Vicenza Societa cooperativa per azioni	I	39,500	0,468	€ 30.963.600,00	209,695
Banco Spirito Santo SA	P	41,500	0,338	€ 82.297.200,00	135,101
Banco Popolare	I	31,000	0,461	€ 135.709.100,00	318,940
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, LA CAIXA	E	31,600	0,609	€ 271.873.000,00	76,113
Credit Agricole d'Ile-de-France-Caisse regionale de credit agricole mutuel de Paris et d'Ile-de-France	F	16,400	0,384	€ 1.557.342.000,00	103,448
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	22,700	0,614	€ 84.269.000,00	105,025
Erste Group Bank AG	A	32,000	0,632	€ 201.710.200,00	140,553
Espirito Santo Financial Group S.A.	L	51,300	0,329	€ 85.317.000,00	199,751
Groupe Caisse des Depots-Caisse des Depots et Consignations	F	23,000	0,438	€ 255.591.000,00	- 0,685
Gruppo Monte dei Paschi di Siena-Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	I	26,200	0,461	€ 224.815.000,00	1.801,594
HASPA Finanzholding	D	31,300	0,777	€ 39.207.700,00	147,711
Intesa Sanpaolo	I	31,500	0,413	€ 624.844.000,00	142,344

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Marfin Popular Bank Public Co Ltd	CY	40,300	0,645	€ 41.828.400,00	105,120
Mediobanca SpA	I	47,600	0,197	€ 73.890.500,00	3.799,123
Millennium bcp-Banco Comercial Portugues, SA	P	42,600	0,534	€ 95.550.400,00	205,534
National Bank of Greece SA	GR	22,400	0,732	€ 113.394.200,00	54,416
OP-Pohjola Group	FIN	47,800	0,605	€ 80.430.000,00	106,897
OTP Bank Plc	H	25,230	0,676	€ 36.005.863,54	117,404
Raiffeisen International Bank-Holding AG	A	33,200	0,622	€ 76.275.300,00	332,726
Raiffeisen-Holding Niederösterreich-Wien reg.Gen.mbH	A	81,900	0,247	€ 33.578.800,00	26,048
UBI Banca-Unione di Banche Italiane Scpa	I	31,300	0,513	€ 122.313.200,00	454,626
Unicaja - Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cadiz, Almeria, Malaga, Antequera y Jaen	E	14,900	0,510	€ 34.184.900,00	85,290
Volkswagen Financial Services AG	D	13,600	0,443	€ 60.286.000,00	40,433
Gruppi bancari "vicine alle migliori"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Aareal Bank AG	D	28,500	0,222	€ 39.569.000,00	149,438
Allied Irish Banks plc	IRL	23,100	0,532	€ 174.314.000,00	- 23,040
Anglo Irish Bank Corporation Limited	IRL	- 50,100	-	€ 85.212.000,00	0,301
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	E	32,900	0,513	€ 535.065.000,00	64,813
Banco BPI SA	P	48,200	0,524	€ 47.449.200,00	72,885
Banco de Sabadell SA	E	28,600	0,505	€ 82.822.900,00	100,709
Banco Pastor SA	E	27,700	0,465	€ 32.325.200,00	- 70,883
Banco Popular Espanol SA	E	27,300	0,455	€ 129.290.100,00	93,439
Banco Santander SA	E	33,200	0,488	€ 1.110.529.500,00	94,669

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Bank of Cyprus Group- Bank of Cyprus Public Company Limited	CY	33,900	0,812	€ 39.411.400,00	67,052
Bankinter SA	E	36,500	0,332	€ 54.467.500,00	51,542
BRED Banque Populaire	F	75,200	0,495	€ 37.398.900,00	77,054
Caisse d'Epargne et de provoyance Ile-de- France Paris	F	37,200	0,659	€ 53.735.000,00	169,565
Caixa d'Estalvis de Catalunya-Caja de Ahorros de Cataluna	E	33,800	0,383	€ 63.649.800,00	61,906
Caixa Geral de Depositos	P	46,300	0,613	€ 120.984.800,00	147,643
Caixanova-Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra	E	27,400	0,522	€ 31.737.500,00	- 125,126
Caja de Ahorros de Galicia - Caixa Galicia	E	18,300	0,532	€ 46.339.800,00	293,738
Caja de Ahorros de Valencia Castellon y Alicante BANCAJA	E	21,000	0,407	€ 111.459.200,00	- 777,806
Caja de Ahorros del Mediterraneo CAM	E	24,900	0,403	€ 75.532.100,00	34,267
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragon y Rioja – Ibercaja	E	31,600	0,618	€ 44.691.000,00	99,756
Caja Madrid-Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	E	31,400	0,448	€ 191.904.500,00	177,167
Credit Immobilier de France Developpement – CIFD	F	56,000	0,495	€ 72.362.400,00	107,576
Credit Mutuel Arkea	F	48,100	0,292	€ 30.947.000,00	160,802
Federation du Credit Mutuel Centre Est Europe	F	30,000	0,483	€ 1.693.763.000,00	115,555
HSBC Holdings Plc	UK	43,800	0,563	€ 1.641.308.048,00	129,768
Hypo Alpe-Adria-Group- Hypo Alpe-Adria Bank International AG	A	- 4,300	0,205	€ 41.078.700,00	- 8,690

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

KBC Group-KBC Groep NV/ KBC Groupe SA	B	3,400	0,540	€ 324.231.000,00	- 129,626
Piraeus Bank SA	GR	32,700	0,611	€ 54.279.800,00	72,561
Pohjola Pankki Oyj-Pohjola Bank plc	FIN	73,000	0,143	€ 35.510.000,00	53,962
Rabobank Group-Rabobank Nederland	N	30,500	0,512	€ 607.698.000,00	119,545
Raiffeisenlandesbank Oberosterreich AG	A	20,100	0,276	€ 35.371.200,00	40,685
Royal Bank of Scotland Group Plc (The)	UK	45,100	0,401	€ 1.907.159.310,00	- 82,140
Standard Chartered Plc	UK	48,200	0,671	€ 303.107.055,30	68,958
Swedbank AB	S	37,300	0,327	€ 175.057.962,50	- 78,921
UniCredit SpA	I	33,900	0,463	€ 928.759.800,00	666,318
Gruppi bancari "mediocri"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Agricultural Bank of Greece	GR	26,200	0,744	€ 32.838.500,00	- 18,308
Bank of Ireland	IRL	15,000	0,541	€ 181.106.000,00	- 35,552
Barclays Plc	UK	59,800	0,248	€ 1.550.167.393,00	170,336
Bayerische Landesbank	D	15,000	0,292	€ 338.818.000,00	- 18,053
BNP Paribas	F	47,000	0,338	€ 2.057.698.000,00	84,135
Commerzbank AG	D	3,800	0,748	€ 844.103.000,00	- 163,965
Co-operative Bank Plc (The)	UK	37,200	0,332	€ 51.868.416,22	77,720
Credit Agricole Group-Credit Agricole	F	15,300	0,008	€ 42.053.900,00	201,159
Credit Agricole S.A.	F	40,700	0,355	€ 235.597.000,00	445,938
Credit Industriel et Commercial - CIC	F	43,000	0,445	€ 434.299.000,00	150,427
Danske Bank A/S	DK	30,700	0,328	€ 414.411.839,20	109,800
ING Groep NV	N	36,600	0,561	€ 1.163.643.000,00	- 631,053
Instituto de Credito Oficial	E	27,000	0,099	€ 60.356.200,00	147,959
KfW Group-KfW Bankengruppe	D	8,400	0,062	€ 400.084.000,00	24,155

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

Lloyds Banking Group Plc	UK	58,600	0,466	€ 1.154.821.753,00	- 25,163
Nordea Bank AB (publ)	S	40,700	0,369	€ 507.544.000,00	55,147
Nykredit Realkredit A/S	DK	23,700	0,056	€ 166.817.618,40	529,000
Oesterreichische Volksbanken AG	A	10,300	0,166	€ 48.116.400,00	- 15,074
Sachsen-Finanzgruppe	D	31,800	0,750	€ 34.030.000,00	282,614
Skandinaviska Enskilda Banken AB	S	55,800	0,428	€ 225.149.853,80	387,460
SNS Reaal NV	N	76,900	0,402	€ 128.938.000,00	65,505
Societe' Generale	F	46,700	0,353	€ 1.023.701.000,00	934,450
Svenska Handelsbanken	S	31,500	0,286	€ 207.066.967,90	53,873
Swedish Export Credit Corporation-AB Svensk Exportkredit	S	35,600	NA	€ 36.245.561,59	- 0,008
WGZ-Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank	D	43,400	0,217	€ 95.643.300,00	19,403
Wustenrot & Wurttembergische	D	65,900	0,718	€ 69.538.700,00	- 185,486
Gruppi bancari "non virtuose"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Bank Nederlandse Gemeenten NV, BNG	N	18,400	0,069	€ 104.496.000,00	8,571
DekaBank Deutsche Girozentrale	D	73,800	0,185	€ 133.283.300,00	188,389
Deutsche Bank AG	D	55,800	0,269	€ 1.500.664.000,00	163,026
Deutsche Postbank AG	D	31,600	0,610	€ 226.609.000,00	- 308,353
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank-DZ Bank AG	D	40,900	0,244	€ 388.525.000,00	98,653
Dexia	B	4,200	0,181	€ 577.630.000,00	81,541
HSH Nordbank AG	D	28,600	0,305	€ 174.484.000,00	- 16,719

I GRUPPI BANCARI EUROPEI E LA CRISI FINANZIARIA: UN' ANALISI SU DATI DI BILANCIO

IKB Deutsche Industriebank AG	D	76,200	0,228	€ 35.735.100,00	23,473
Irish Life & Permanent Plc	IRL	50,900	0,298	€ 80.021.000,00	26,756
Landesbank Baden- Wuerttemberg	D	43,900	0,222	€ 411.694.000,00	- 251,724
Landesbank Hessen- Thueringen Girozentrale - HELABA	D	NA	0,259	€ 169.901.000,00	66,181
Landwirtschaftliche Rentenbank	D	56,100	0,002	€ 77.847.800,00	- 2,567
Nationwide Building Society	UK	16,600	0,682	€ 217.460.021,10	219,136
Norddeutsche Landesbank Girozentrale NORD/LB	D	42,200	0,273	€ 238.688.000,00	2.528,571
Gruppi bancari "problematiche"	Nazione	Non Interest Income / gross revenues	Customer deposit / Total funding	Total assets	Net fees and commission / operating profit
Hypo Real Estate Holding AG	D	- 187,800	0,038	€ 359.676.000,00	29,010
Morgan Stanley & Co. International Plc	UK	105,700	NA	€ 303.209.790,90	40,034
Northern Rock (Asset Management) Plc	UK	2,400	0,241	€ 98.304.671,79	26,175
WestLB AG	D	16,400	0,201	€ 242.311.000,00	1.100,000

**I CREDIT DERIVATIVES NELL'ECONOMIA
DEI SISTEMI FINANZIARI TRA INNOVAZIONE
E CRITICITÀ**

*CREDIT DERIVATIVES IN THE ECONOMY
OF FINANCIAL SYSTEMS: INNOVATION AND ISSUES*

Enzo Scannella

*Dipartimento di Scienze Economiche Aziendali e Finanziarie
Università degli Studi di Palermo*

*Department of Economics, Business and Finance
University of Palermo*

scannella@unipa.it

Il lavoro è volto a comprendere il ruolo degli strumenti credit derivatives nell'economia dei sistemi finanziari. I credit derivatives rappresentano una significativa forma di innovazione finanziaria che incide direttamente sull'attività degli intermediari finanziari e, in particolare, bancari. Il ricorso al mercato dei credit derivatives rende possibile il trasferimento integrale o parziale dei rischi di credito senza il contestuale trasferimento delle singole esposizioni creditizie. Ciò dischiude una varietà di scelte aziendali di de-integrazione della catena del valore dell'intermediazione creditizia e di diversificazione del portafoglio crediti che, tuttavia, non sempre conducono ad una migliore gestione del rischio di credito ed una efficiente allocazione dello stesso nel sistema economico. La crisi finanziaria ha mostrato come il sistematico ricorso al mercato del trasferimento del rischio di credito può mettere a repentaglio la sana e prudente gestione dei singoli intermediari nonché la stabilità complessiva del sistema finanziario.

PAROLE CHIAVE: TRASFERIMENTO DEL RISCHIO • DERIVATI CREDITIZI • INNOVAZIONE FINANZIARIA • CRISI FINANZIARIA • GESTIONE DEL RISCHIO

This paper aims to investigate the role of credit derivatives in the economy of financial systems. Credit derivatives are a form of financial innovation that impacts on financial intermediation and banking, particularly. Credit derivatives market make it possible to transfer credit risk without transferring credit exposures. This opens up a variety of corporate decisions to disintegrate the value chain of credit intermediation and diversify loan portfolios. However, this not always lead to better management of credit risk and efficient allocation of risk in the economy. The financial crisis has shown how the credit risk transfer market can endanger the soundness and stability of financial intermediaries and the overall financial system.

KEYWORDS: RISK TRANSFER • CREDIT DERIVATIVES • FINANCIAL INNOVATION • FINANCIAL CRISIS • RISK MANAGEMENT

1. Introduzione

I derivati creditizi hanno raggiunto un'enorme diffusione sui mercati finanziari in ragione dei numerosi ambiti di applicazione. I derivati

creditizi rappresentano un'alternativa, per l'assunzione del rischio di credito, all'erogazione di credito e detenzione delle esposizioni creditizie fino a scadenza o all'investimento diretto in titoli obbligazionari. La trasformazione dei rischi di credito delle esposizioni creditizie illiquide in strumenti negoziabili sul mercato finanziario, permette il soddisfacimento di esigenze finanziarie diverse e muta radicalmente le strategie di *risk management* delle banche. Gli strumenti derivati creditizi postulano il trasferimento del rischio dall'intermediario bancario che ha originato gli assets creditizi agli investitori negli strumenti finanziari.

Il ricorso ai *credit derivatives* ha contribuito a rafforzare le relazioni fra intermediari bancari e mercati finanziari, sancendo il passaggio da un modello di intermediazione creditizia di tipo tradizionale (fondata sull'attività di raccolta, impiego delle risorse finanziarie e detenzione delle esposizioni creditizie fino a scadenza) ad uno di disintermediazione creditizia, centrato sulla sistematica cessione del rischio di credito. Nel presente lavoro si prenderanno in esame le caratteristiche economico-finanziarie dei derivati creditizi, il loro impiego nell'ambito dell'attività di intermediazione finanziaria e i limiti di sostenibilità aziendale e sistemica di un modello di intermediazione finanziaria fondato sul trasferimento a terzi della tradizionale funzione bancaria di *risk holding*.

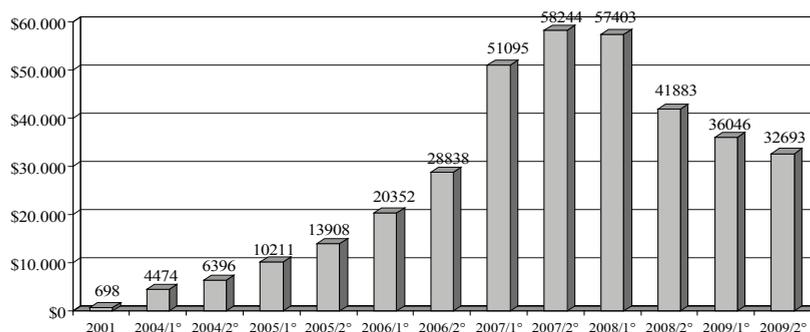
2. Il mercato dei credit derivatives: innovazione finanziaria e trasferimento del rischio di credito

I *credit derivatives* rappresentano un'importante innovazione finanziaria che va ad incidere direttamente sull'attività degli intermediari bancari. Si tratta di strumenti finanziari particolarmente complessi con i quali gli intermediari bancari possono trasferire il rischio di credito, isolandolo dalle altre forme di rischio finanziario. Essi consentono di separare il rischio di credito dal rapporto sottostante che lo ha generato. Il trasferimento può essere integrale o parziale. Gli sviluppi dell'ingegneria finanziaria hanno reso possibile la scomposizione dei rischi associati ad esposizioni creditizie (nella forma tecnica di prestito bancario o valori mobiliari) e la ricomposizione, in vario modo,

di questi rischi in seno a nuovi strumenti finanziari. Tali sviluppi, promossi dall'ingegneria finanziaria, sono anche da mettere in relazione con l'evoluzione delle tecnologie informatiche e telematiche che hanno notevolmente ridotto i costi di acquisizione, elaborazione, trasmissione e archiviazione delle informazioni, nonché aumentato enormemente le capacità computazionali.

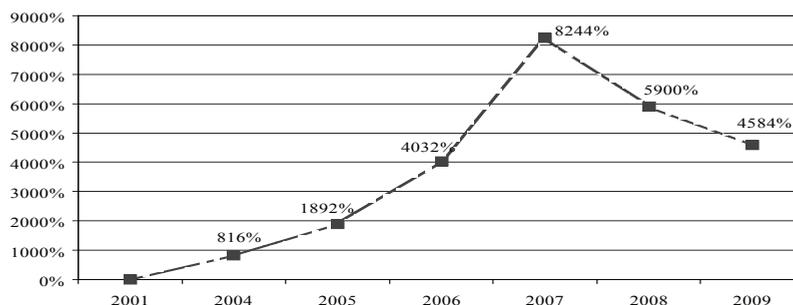
Negli ultimi anni, alle forme tradizionali di trasferimento del rischio di credito mediante le operazioni di *asset securitization*, si sono progressivamente affiancate forme innovative rappresentate dai *credit derivatives*. La securitization e i derivati creditizi rappresentano le più importanti e recenti evoluzioni strutturali dei sistemi finanziari moderni (Finnerty, 2008; Mishkin e Eakins, 2009). Con l'avvento e lo sviluppo del mercato dei derivati creditizi, il rischio inerente il credito – generato nell'ambito del circuito diretto di intermediazione finanziaria da parte delle imprese bancarie – è oggetto di separata negoziazione nell'ambito del mercato secondario del rischio di credito, noto come *credit risk transfer market*. Il mercato dei *credit derivatives* si è sviluppato nel corso degli anni '90 ma ha registrato una significativa crescita soprattutto negli ultimi anni, come si evince dai dati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (tav. 1, 2).

Tav. 1 – Mercato mondiale dei *credit derivatives* (valori nozionali in miliardi di dollari)



Fonte: Bank for International Settlement, Annual Reports.

Tav. 2 – Tassi di crescita cumulata del mercato mondiale dei credit derivatives (valori in %).



Fonte: Elaborazione su dati della Bank for International Settlement, Annual Reports.

È un mercato sostanzialmente dominato dagli intermediari finanziari di grandi dimensioni, altamente concentrato e *over-the-counter* (ovvero è un mercato largamente interbancario). Gli intermediari finanziari rappresentano gli attori protagonisti del mercato dei *credit derivatives*, sia come *protection buyer* sia come *protection seller* (Minton, Stulz e Williamson, 2006). È necessario, però, sottolineare che sono state soprattutto le grandi banche di investimento, piuttosto che le banche commerciali, ad aver significativamente contribuito allo sviluppo del mercato nel corso dell'ultimo decennio. Un ruolo di rilievo è ricoperto anche dalle compagnie di assicurazione, soprattutto in qualità di *protection seller*. Altri intermediari finanziari, in qualità di investitori istituzionali (fondi comuni, hedge funds) operano sia in proprio (*proprietary trading*) – in una attività che si sostanzia nell'assunzione di posizioni di *protection buyer* e *protection seller* – sia per conto dei clienti. Solo una limitata frazione delle operazioni ha come controparte, in quanto venditrice o acquirente di protezione, imprese industriali e commerciali.

In linea generale, la funzione economica degli strumenti finanziari derivati è quella di separare i rischi connessi a fluttuazioni di varia-

bili di mercato (tassi di interesse, di cambio, prezzi di titoli azionari o di merci), al fine di rendere possibile la separata negoziazione di specifiche caratteristiche di un determinato strumento finanziario. Gli strumenti derivati tradizionali non consentono, peraltro, di isolare e gestire direttamente la specifica componente rappresentata dal rischio di credito associato al merito creditizio di un debitore. L'esigenza di affinare i metodi e gli strumenti per il trasferimento del rischio di credito ha reso, le banche di investimento, gli attori protagonisti nello sviluppo del mercato dei *credit derivatives* nel sistema finanziario internazionale (Basel Committee on Banking Supervision, 2005, 2008). I *credit derivatives* hanno rappresentato una novità di rilievo per il *core business* dell'attività bancaria. Sono configurabili come strumenti finanziari il cui valore dipende dalla qualità creditizia di un'attività sottostante. Infatti, un soggetto si assume il rischio di deprezzamento di una attività a seguito di mancato rimborso o di deterioramento della qualità della stessa attività sottostante; a sua volta la controparte si copre dal rischio di *default* dietro il pagamento di una commissione. L'acquirente del rischio di credito è al tempo stesso il venditore di una protezione al detentore dell'attività sottostante: quest'ultimo vende il rischio di credito e acquista una copertura. Ne consegue che i *credit derivatives* possono essere utilizzati come strumenti di copertura dai rischi di credito: la possibilità di isolare questi ultimi dalle altre tipologie di alea può consentire agli operatori di assumere soltanto i profili di rischio che ritengono di poter affrontare e gestire, in relazione alle proprie esigenze e capacità (Fabozzi, Davis e Choudhry, 2006; Fabbri, 1997, 2007).

L'elemento costitutivo degli strumenti *credit derivatives* è rappresentato da un contratto con il quale un *credit protection seller* promette di effettuare un pagamento ad un *credit protection buyer*, nell'ipotesi in cui si verificano taluni eventi (*credit events*). Si tratta dunque di un contratto con il quale i flussi di pagamento sono sottoposti al verificarsi di talune condizioni (*contingent payments*). La dimensione critica di tali contratti è la definizione delle condizioni, ovvero l'esplicitazione dei *credit events* che determinano il verificarsi del rischio di credito. Questa nuova generazione di strumenti finanziari derivati considera il rischio di credito come una variabile di mercato che può essere negoziata: viene trasferito soltanto il rischio e non la titolarità

del credito. L'elemento che più degli altri caratterizza tali strumenti è la possibilità di disgiungere, dal bene sottostante (*reference entity*), il rischio di credito dagli altri rischi, quali i rischi di interesse, di prezzo e di cambio e, quindi, di poterlo trasferire a fronte di un relativo prezzo. Il rischio di credito può dunque essere scisso dai rischi di mercato, gestito indipendentemente da questi ultimi ed eventualmente ceduto sul mercato secondario. Occorre, tuttavia, precisare che con l'utilizzo di questi strumenti non si trasferisce per intero il rischio di credito delle esposizioni creditizie, sino al punto di rendere *risk-free* l'investimento creditizio (Culp, 2004). In realtà, si opera una sostituzione di profili di rischio, in quanto si sostituisce il rischio di credito connesso al deterioramento del merito creditizio del debitore con il rischio di credito relativo alla controparte dell'operazione in *credit derivative*. L'acquirente della protezione dal rischio di credito si espone, dunque, al rischio di inadempimento della controparte (*protection seller*). Inoltre, oltre al rischio di controparte, altri rischi derivano dall'utilizzo dei *credit derivatives* nell'economia degli intermediari bancari; in particolare, i rischi di liquidità (connessi alle negoziazioni degli strumenti in mercati *over-the-counter*), i rischi di mercato (connessi alle oscillazioni di valore degli assets mobiliari), i rischi di tasso di interesse, i rischi operativi (derivanti da inadeguatezza o disfunzioni di procedure, processi e controlli aziendali sull'operatività in derivati, sistemi informativi, risorse umane ed eventi esterni, nonché il cosiddetto rischio giuridico, relativo alla definizione degli schemi contrattuali e al rispetto della regolamentazione) e i rischi reputazionali. Analizziamo dapprima la struttura di un generico derivato creditizio, riconducibile a quella degli strumenti finanziari derivati esistenti sul mercato:

1. il sottostante è rappresentato dalla capacità di adempimento di una determinata obbligazione o dal merito creditizio di un soggetto (*reference entity*), nei confronti del quale l'intermediario bancario ha un'esposizione creditizia;
2. il *payoff* dipende da un *credit event*, ovvero dal verificarsi di un evento che genera un peggioramento della situazione finanziaria della *reference entity*. Il rischio di *default* può riguardare una qualsiasi esposizione debitoria del *reference entity*, e talora può essere coincidente con uno specifico titolo di debito. In ogni contratto di

credit derivative esiste un'attività di riferimento che può essere un determinato titolo di debito o una forma tecnica di affidamento creditizio. La determinazione del *credit event* varia da contratto a contratto e dipende principalmente dalla natura del *reference entity*;

3. le parti contrattuali sono denominate compratore e venditore di protezione. Il compratore di protezione (*protection buyer*) cede il rischio di credito, erogando un premio alla controparte, e riceve in pagamento una certa somma se si verifica uno degli eventi indicati nel contratto. Nella maggior parte dei casi si tratta di un intermediario bancario che detiene un'esposizione creditizia. Il venditore di protezione (*protection seller*) si assume il rischio di credito, ricevendo un premio o delle somme indicizzate alle prestazioni del nominativo di riferimento ed effettua un pagamento al verificarsi del *credit event* (il *credit event* deve essere pubblicamente riconosciuto e documentato o documentabile);
4. la durata del contratto può anche non coincidere con la scadenza dell'esposizione del *protection buyer*. Il ricorso al mercato dei *credit derivatives* può avvenire per intervalli temporali differenti rispetto a quelli degli assets creditizi sottostanti. In altri termini, è possibile compravendere il rischio di credito per intervalli temporali concordati contrattualmente dalle parti, che possono differire sensibilmente da quelli originari dei prestiti bancari o dei titoli obbligazionari.

Le principali categorie contrattuali di *credit derivatives* sono: *credit default swap*, *total rate of return swap*, *credit spread option*. Nel prosieguo verranno presi in esame gli elementi caratterizzanti tali strumenti innovativi per meglio comprenderne i tratti significativi di *financial innovation* nell'economia degli intermediari bancari. Si rinvia, pertanto, alla copiosa letteratura esistente per approfondimenti¹. Con il primo contratto – *credit default swap* (CDS) – l'acquirente trasferisce alla controparte il "default risk" su un prestito o titolo di riferimento, dietro la corresponsione di una commissione periodica;

1) Cfr. Caputo Nasseti, 1998; Caputo Nasseti e Fabbri, 2001; Das, 1998, 2000, 2005; Drago, 1998; Fabozzi, Davis e Choudhry, 2006; Sironi, 1999; Tavakoli, 1998.

di converso il venditore si impegna ad effettuare un pagamento al *protection buyer* nel solo caso in cui il soggetto emittente l'attività sottostante risulti inadempiente. Il venditore della protezione si impegna, quindi, ad eseguire un pagamento predeterminato al verificarsi di un evento futuro e incerto che esprime il deterioramento del profilo creditizio di un *reference entity*. Ove il "default" non si verifichi entro la scadenza, il contratto si estingue e, con esso, le relative obbligazioni (tav. 3). Il contratto assolve ad una sorta di copertura assicurativa nei confronti dell'evento indesiderato, in cui la componente relativa al rischio di mercato viene efficacemente separata dal rischio di credito e quindi gestita con modalità differenti. I contratti di CDS sono infatti caratterizzati dalla corresponsione di un premio periodico a fronte di una controprestazione monetaria contingente al verificarsi dell'evento oggetto della copertura. I contratti prevedono, generalmente, che si abbia "default" subordinatamente al mancato pagamento alla scadenza di quanto dovuto in linea interessi o in conto capitale, al verificarsi di bancarotta o ristrutturazione del debito. È inoltre possibile prevedere che l'obbligazione del *protection seller* si materializzi al verificarsi del *credit event* solo al superamento di un determinato livello di perdita. Tuttavia non è insolito che non esista un titolo di riferimento con la finalità di dare maggiore certezza e oggettività alla valutazione del verificarsi del *credit event*. In quest'ultimo caso, il verificarsi del deterioramento creditizio si valuta sulla base di informazioni pubbliche (*publicly available information*) che descrivono l'evento, sottratte alla discrezionalità del *protection buyer*². Spesso si identifica un soggetto terzo (*calculation agent*) che ha la funzione di verificare il *credit event* e di determinare i pagamenti dovuti dai contraenti. Nel caso in cui si verifichi un *credit event*, il contratto può essere liquidato con varie modalità, in riferimento alle diverse forme di adempimento previste da parte del venditore di protezione:

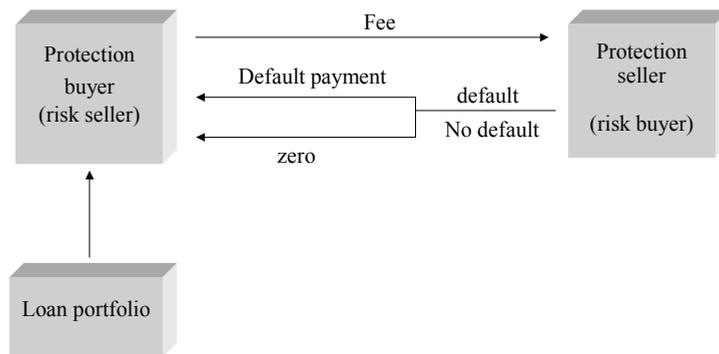
- acquisto del titolo obbligazionario al valore stabilito all'inizio del contratto (*physical settlement*): in questo caso si realizza una forma di trasferimento, da parte dell'acquirente di protezione al venditore di protezione, di un debito della *reference entity*;

2) Tra le fonti più utilizzate ricordiamo i quotidiani a larga diffusione e le reti di informazioni elettroniche, quali Reuters e Bloomberg.

- pagamento della differenza (*cash settlement*) tra l'importo nozionale e il valore di mercato in seguito al *default* della *reference obligation* oppure di un altro debito del *reference entity*;
- pagamento di una percentuale predefinita dell'importo nozionale, indipendentemente dal valore attuale della *reference obligation* sul mercato secondario.

L'ammontare del pagamento dovuto in caso di *credit event* può dunque essere commisurato da un importo nozionale stabilito convenzionalmente dalle parti, ad una percentuale dello stesso, oppure alla differenza tra tale valore nozionale e il valore di mercato del credito dopo che si è verificato il *credit event*.

Tav. 3 – Schema base di un contratto credit default swap.

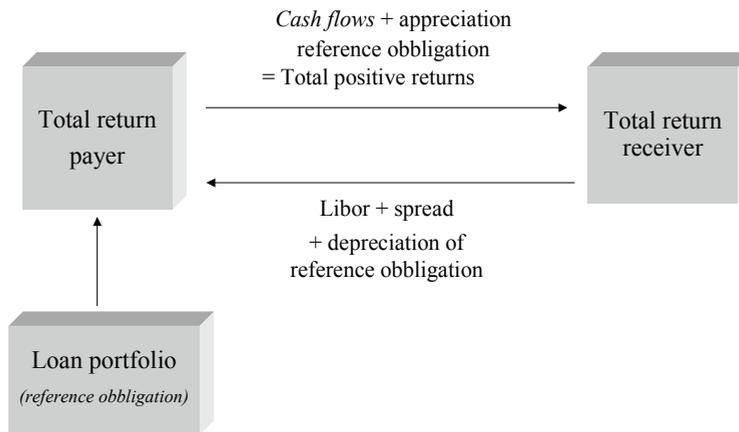


I *credit default swaps* (CDS) rappresentano le tipologie contrattuali più semplici (*plain vanilla*) di *credit derivatives*, ovvero la più standardizzata, nonché la forma contrattuale più diffusa sul mercato. Con tale contratto, il premio pagato in relazione all'evento creditizio "default" riflette la valutazione del *protection seller* sulla probabilità di *default* e sulla *expected loss given default* delle esposizioni creditizie detenute dal *protection buyer*. La maggior parte dei contratti CDS sono standardizzati e negoziati in mercati *over-the-counter*: il grado di standardizzazione li rende facilmente negoziabili tra le controparti. Il prezzo di mercato riflette le valutazioni sulla probabilità di *default*

della sottostante esposizione creditizia.

Con il contratto di *total rate of return swap* o *total return swap* (TRS) due parti si scambiano i rendimenti generati da due diverse attività. In particolare, una parte si impegna a cedere tutti i flussi di cassa generati dal titolo di riferimento (*reference obligation*), mantenendone la custodia e la proprietà, mentre la controparte riceve i cash flow precedenti ed eroga in cambio flussi di cassa indicizzati ad un tasso interbancario, maggiorato o ridotto di uno spread (*reference rate*), in funzione del merito creditizio del soggetto di riferimento (l'emittente del titolo). La denominazione "total rate" trova una giustificazione nel fatto che viene ceduto il rendimento complessivo dell'attività di riferimento (titolo obbligazionario o prestito bancario), ovvero interessi generati nel periodo di riferimento, commissioni e *fees* corrisposte, quote capitale in caso di variazione del prezzo del titolo (variazione di valore nel periodo di riferimento). Il venditore di protezione (*total return receiver*) riesce a costituire una posizione sintetica sulla *reference obligation* come se l'avesse acquistata, mentre l'acquirente di protezione (*total return payer*) realizza la riduzione del rischio di credito insito nel titolo di riferimento, pur non dovendo procedere ad una sua eliminazione dal portafoglio. Alle date di regolamento dei due flussi di cassa (*settlement dates*), l'acquirente della protezione paga l'intero ammontare dei *cash flows* generati dalla *reference obligation* (comprensiva di una somma pari all'ammontare dell'eventuale apprezzamento, se a scadenza la *reference obligation* si è apprezzata rispetto al valore iniziale), mentre il venditore della protezione paga un tasso di interesse (in genere si utilizza il tasso Libor maggiorato di uno spread) maggiorato, in caso di un deprezzamento della *reference obligation*, di una somma pari alla differenza tra il valore di riferimento iniziale della *reference obligation* e il suo valore di mercato a scadenza. Raramente la scadenza del contratto coincide con quella dello strumento sottostante (generalmente la durata del secondo è superiore al primo). Di norma, la liquidazione del differenziale avviene per cassa; tuttavia, non è da escludere la previsione della consegna fisica del sottostante a scadenza, in cambio del pagamento iniziale del suo prezzo a pronti (tav. 4).

Tav. 4 – Schema base di un contratto total rate of return swap.



I contratti *total rate of return swaps* hanno raggiunto un'enorme diffusione sui mercati finanziari, in ragione dei numerosi ambiti di applicazione e dell'ampia categoria di sottostanti ai quali possono essere applicati (esempio: prestiti bancari, titoli azionari e obbligazionari, indici di borsa, *asset-backed securities*, tranches di *collateralized-debt obligations*, etc.). Una delle fondamentali differenze con il precedente contratto è rappresentata dal fatto che con quest'ultimo si realizza il trasferimento del rischio di credito e del rischio di mercato, mentre con il primo il *protection buyer* si tutela solo dal rischio di credito. Il *protection buyer*, infatti, da un lato riceve flussi di cassa legati al tasso interbancario (che riflette le variazioni dei tassi di mercato), dall'altro cede flussi di cassa predeterminati e che non tengono conto di tali variazioni. Il *protection seller* potrebbe subire perdite dovute al mancato adeguamento dei tassi. Quindi il *total rate of return swap* considera il rischio di mercato in quanto le variazioni del prezzo non sono originate solo da variazioni del merito creditizio, ma anche da variazioni della struttura dei tassi di interesse e, se l'attività di riferimento è denominata in valuta, da variazioni dei tassi di cambio (Sironi, 1999, p. 26).

L'intermediario bancario, con tale derivato creditizio, può diversificare il portafoglio crediti scambiando i *cash flows* delle proprie

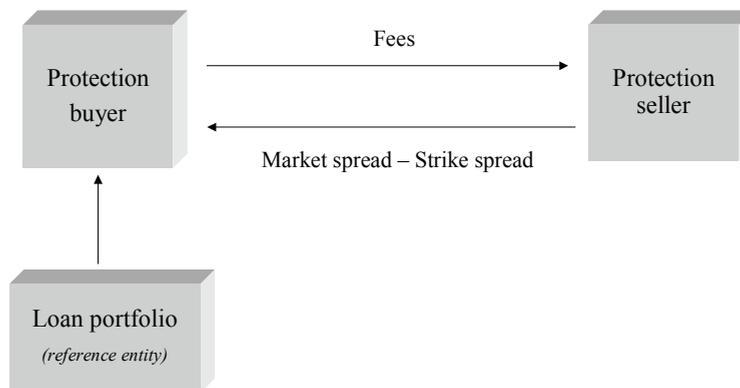
esposizioni con dei pagamenti legati ai tassi interbancari o con flussi provenienti da esposizioni creditizie di altri portafogli: contemporaneamente mantiene la relazione con il cliente in quanto non si cede la proprietà del titolo o del debito. Il contratto di *total rate of return swap* consente di separare il possesso giuridico dello strumento sottostante dal risultato economico generato dal sottostante. Il *total return payer* mantiene la proprietà giuridica dello strumento sottostante (che continua ad essere iscritto nell'attivo del bilancio) mentre trasferisce alla controparte sia il rischio di credito che il rischio di mercato associato al sottostante³. Di converso, il *total return receiver* ottiene un'esposizione sintetica sulla *reference entity*, senza acquisirne il possesso giuridico⁴ (Caputo Nasseti e Fabbri, 2001). Come per tutti i contratti di *credit derivatives*, l'acquirente della protezione può negoziare un *total rate of return swap* anche nel caso in cui non detenga direttamente esposizioni creditizie verso la *reference entity*.

La terza soluzione contrattuale – *credit spread option* (CSO) – può articolarsi in due modalità tecniche: nel primo caso, con la “call option”, il compratore ha il diritto ma non l'obbligo di acquistare la componente creditizia relativa all'attività sottostante e beneficia di una riduzione dello spread. Nel secondo caso, con la “put option”, si conferisce il diritto di vendere il credito di riferimento, consentendo di registrare un guadagno nel caso di aumento del differenziale. È importante sottolineare che, per le opzioni acquistate, il rischio massimo è pari alla perdita del premio pagato⁵. Un intermediario bancario, per proteggersi dal deterioramento del merito creditizio del mutuatario, può acquistare un'opzione *put* e nel caso lo spread superi una determinata soglia – ad esempio, per un peggioramento del *rating* – l'opzione viene esercitata e l'acquirente riceve un *pay-off* positivo, pari alla differenza tra spread finale (*market spread*) e quello di esercizio (*strike spread*), moltiplicato per il capitale nozionale. Tale differenziale di valore dipende dunque

- 3) In altri termini, il *total return payer* assume una posizione corta sulla *reference entity*, perché consegue un profitto da una diminuzione del valore di mercato del sottostante e sostiene una perdita se il valore di mercato aumenta.
- 4) Il *total return receiver* assume una posizione lunga sul sottostante, in quanto corrisponde alla controparte l'eventuale deprezzamento del valore di mercato del sottostante, e riceve dalla controparte l'eventuale apprezzamento di valore.
- 5) L'esercizio dell'opzione può avvenire a scadenza (tipo europeo) o in qualsiasi momento durante la vita del contratto (tipo americano).

dall'andamento dello *spread* creditizio del *reference entity* (portafoglio crediti o titoli obbligazionari) rispetto ad un determinato *strike spread*. Nel caso opposto, nulla sarà dovuto e l'opzione scadrà senza valore. In questa struttura contrattuale il sottostante è rappresentato dall'andamento dello *spread* creditizio dei titoli di debito emessi dal *reference entity*. L'ammontare di *payoff* legato a questo tipo di *credit derivatives* scaturisce direttamente dalle variazioni della qualità creditizia dell'emittente di debito rispetto al merito creditizio dello stesso alla data iniziale del contratto (Caputo Nasseti, Fabbri, 2001). Il deterioramento del merito creditizio rappresenta il vero fattore di rischio del venditore della protezione: il rischio creditizio non comprende soltanto il verificarsi del *credit event* ma anche l'ampliamento dello *spread* (*spread widening*) relativo all'esposizione creditizia della banca (*reference entity*). Con tale struttura contrattuale l'acquirente della protezione trasferisce al venditore della protezione, dietro il pagamento di un premio (in unica soluzione o periodico), il rischio di deterioramento della qualità creditizia del *reference entity* (tav. 5).

Tav. 5 – Schema base di un contratto credit spread option



I *credit derivatives*, a differenza degli altri strumenti finanziari derivati, traggono origine e si sviluppano nel mercato *over-the-counter*; essi non incorporano, dunque, tutti quegli elementi tipici degli strumenti finanziari di tipo *exchange-traded products*, standardizzati e negoziati

ti nei mercati regolamentati. Rappresentano, comunque, una delle più significative innovazioni finanziarie degli ultimi decenni nel mercato degli strumenti finanziari derivati. Le negoziazioni di strumenti finanziari derivati di tipo *exchange-traded* sono pubblicamente accessibili agli agenti economici, avvengono mediante una *clearing house* che assume la veste di controparte contrattuale nelle singole negoziazioni. I prezzi che si formano sul mercato sono pubblicamente disponibili. Di converso, le negoziazioni sul mercato *over-the-counter* avvengono mediante scambi bilaterali con i quali vengono definiti i termini contrattuali. Tali mercati si caratterizzano per la mancanza di una regolamentazione ufficiale e per la negoziazione molto complessa di clausole contrattuali non standardizzate. Non è presente una *clearing house* e, generalmente, i prezzi che si formano non sono pubblicamente disponibili. Gli strumenti *exchange-traded* tendono ad essere potenzialmente più liquidi e l'assetto organizzativo del relativo mercato tende a minimizzare il rischio di controparte e il rischio sistemico. Le strutture contrattuali sono tendenzialmente standardizzate. Gli strumenti finanziari *over-the-counter* tendono, invece, ad essere meno liquidi, negoziati su basi bilaterali (il rischio di controparte assume, pertanto, una dimensione significativa) e con strutture contrattuali poco standardizzate. Tuttavia, è opportuno evidenziare che tale netta distinzione si è attenuata nel corso del tempo, sia in relazione allo sviluppo tecnologico sia in relazione allo sviluppo competitivo dei relativi mercati. Ad esempio, l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) ha avviato, a partire dagli anni '90, un intenso processo di standardizzazione delle strutture contrattuali, della documentazione di supporto e delle *market practices*, con il risultato non solo di ampliare l'accesso al mercato a nuovi partecipanti ma anche di rendere più liquido il relativo mercato. La pubblicazione, da parte dell'ISDA, delle *Credit Derivatives Definitions* ha contribuito in modo significativo alla diffusione degli strumenti derivati e allo sviluppo del relativo mercato. I termini e le condizioni contenuti nelle *Definitions* vengono ripresi nel documento cosiddetto *Confirmation*, redatto secondo uno schema uniforme, finalizzato a documentare il contratto derivato. Gli elementi essenziali di una tipica *confirmation* sono: scadenza del contratto, *reference entity*, portafoglio dei tito-

li consegnabili⁶, definizione di *credit event*. Quest'ultimo elemento contrattuale assume una fondamentale importanza, poiché al verificarsi di tale evento è associato il regolamento del contratto. Il *credit event* è normalmente definito con criteri oggettivi e pubblicamente verificabili. L'ISDA ha provveduto a classificare tali casi in modo da procedere progressivamente alla standardizzazione dei contratti derivati di credito:

- *bankruptcy*: la *reference entity* è sottoposta ad una qualsiasi procedura concorsuale ovvero cessa la sua attività (es. dichiarazione dello stato di insolvenza del debitore, nomina di un commissario giudiziale nell'ambito della procedura di amministrazione controllata, concordato tra i creditori);
- *credit event upon merger*: fusioni o incorporazioni che peggiorano la situazione creditizia del mutuatario;
- *cross acceleration*: la *reference entity* è inadempiente e perde il beneficio del termine⁷;
- *cross default*: la *reference entity* è inadempiente e potenzialmente potrebbe perdere il beneficio del termine;
- *downgrade*: riduzione o perdita del rating creditizio;
- *failure to pay*: la *reference entity* non adempie ad una obbligazione (es. mancato pagamento di una cedola o mancato rimborso del capitale a scadenza dopo che sia trascorso un ben definito intervallo temporale);
- *repudiation*: la *reference entity* disconosce le sue obbligazioni;
- *restructuring*: raggiungimento di un accordo tra debitore e creditori che comporti una moratoria nei pagamenti, proroghe, posticipazioni nel pagamento di obbligazioni (in linea interessi e/o capitale), subordinazione del prestito, modifica della valuta di denominazione, etc.

In breve, la definizione di standard contrattuali e di negoziazione a livello internazionale ha contribuito a far convergere il mercato *over-*

6) Insieme di titoli tra i quali scegliere per soddisfare gli obblighi di consegna nei confronti del protection buyer al verificarsi di un *credit event*.

7) Il beneficio del termine consiste nel fatto che quantunque il termine sia stabilito a favore del debitore, il creditore può esigere immediatamente la prestazione se il debitore è divenuto insolvente.

the-counter verso un set di *conventional terms* accettati dai partecipanti al mercato stesso. La standardizzazione delle forme contrattuali, delle regole, delle modalità di *pricing* e, in generale, delle transazioni, contribuisce a far apprezzare i vantaggi degli strumenti finanziari innovativi ed a diffonderne il relativo utilizzo.

3. Il mercato dei *credit derivatives* e i rischi di instabilità sistemica

Il sistema dell'intermediazione creditizia rappresenta l'infrastruttura finanziaria dell'economia reale. La banca si configura come centro di selezione delle iniziative imprenditoriali "meritevoli" di credito (Bianchi, 1977; Dell'Amore, 1955; Demattè, 1974; Mottura, 1986), e assumono fondamentale importanza i criteri e le procedure con cui avviene la valutazione del fido e l'accoglimento o il rifiuto delle domande di finanziamento. Il rischio di credito rappresenta una componente fondamentale delle transazioni di natura finanziaria, in considerazione del fatto che alla prestazione attuale di una delle parti si contrappone una prestazione differita nel tempo della controparte. La misurazione del rischio di credito implica dunque una valutazione del merito creditizio del prenditore di fondi. Il rischio di credito rappresenta la caratteristica espressione della funzione creditizia degli intermediari bancari: esso esprime la possibilità che un debitore non adempia, anche solo in parte, alle proprie obbligazioni, ovvero la probabilità che l'operazione non dia alcun contributo alla redditività dell'intermediario o incida addirittura sfavorevolmente sui suoi risultati di esercizio (Caprara, 1954; Dell'Amore, 1965). All'interno di questa ampia e generale definizione possiamo distinguere due aspetti del rischio di credito: il primo riguarda l'eventualità che si manifestino patologie nel rapporto; il secondo riguarda il caso in cui il debitore, come conseguenza di queste patologie, non abbia le disponibilità per rimborsare quanto dovuto. Anche il deterioramento del merito creditizio deve dunque considerarsi come manifestazione del rischio di credito (Sironi e Resti, 2008).

Tradizionalmente il rischio di credito veniva assunto dall'intermediario bancario con la concessione del credito, nonché detenuto e gestito fino alla scadenza dell'esposizione creditizia. Si trattava di una

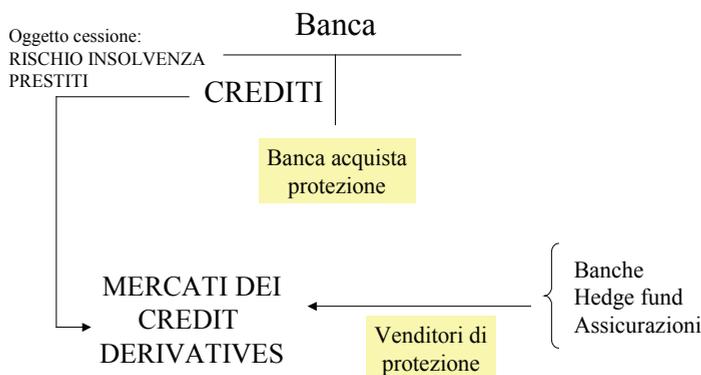
forma che possiamo qualificare “integrata” di attività bancaria, nella quale l’assunzione e gestione del rischio di credito – associato al trasferimento temporale delle risorse finanziarie sotteso all’attività di intermediazione creditizia – non si prestava a forme particolarmente complesse di innovazione finanziaria o a forme di de-integrazione.

L’avvento dei *credit derivatives* ha rappresentato un significativo esempio di innovazione finanziaria (Tufano, 2003) che ha contribuito a mutare radicalmente la gestione e la mitigazione del rischio di credito nell’economia degli intermediari bancari. Si tratta di strumenti finanziari che rendono possibile il trasferimento del rischio di credito senza la contestuale cessione del sottostante. Sono strumenti finanziari negoziabili ed abilitano innovative e complesse strategie di copertura (*hedging*) su posizioni a rischio di credito, nonché strategie di arbitraggio e speculazione (mediante operazioni di *trading* sul merito creditizio di determinate controparti). Se da un lato tali strumenti hanno contribuito ad innovare la filiera dell’intermediazione creditizia, diffondendosi nell’ambito dell’attività di *risk management* delle banche, dall’altro possono mettere a rischio la stabilità dell’intero sistema finanziario (Basel Committee on Banking Supervision, 2008; Duffie, 2008; Hellwig, 2008).

Il ricorso al mercato del trasferimento del rischio di credito ha sottoposto il modello bancario tradizionale ad un significativo processo di cambiamento: da un modello tradizionale di tipo “originate and hold” degli assets creditizi e dei relativi rischi di credito, che implicava una gestione cosiddetta “interna” dei rischi di credito, si è progressivamente passati ad un modello di tipo “originate and distribute” con il quale l’intermediario bancario opera una gestione per così dire “esterna” del rischio di credito, ovvero origina gli assets creditizi e i relativi rischi di credito, per cederli successivamente attraverso un complesso e articolato processo di collocamento sul mercato dei capitali. La *securitization* e il mercato dei *credit derivatives* rappresentano le due infrastrutture finanziarie che hanno reso possibile tali cambiamenti (Colombini e Calabrò, 2009; Forestieri, 2009; Mottura e Paci, 2009). Occorre tuttavia precisare che l’intensità di tali processi innovativi è stata differente nei vari sistemi finanziari nazionali: più intensa nei sistemi orientati all’innovazione (tipicamente *market-oriented*) e meno intensa per quelli meno orientati all’innovazione (tipicamente *bank-oriented*).

Nel modello tradizionale il rischio di credito era in larga misura detenuto entro i confini del sistema bancario, dove rimaneva fino alla scadenza contrattuale delle singole esposizioni creditizie. Il grado di concentrazione/diversificazione del rischio di credito era espressione dell'articolazione settoriale, geografica e per segmenti di clientela della politica creditizia dell'intermediario bancario (Mottura, 1986; Onado, 2004). Con l'avvento dei derivati creditizi e, in generale, del mercato del trasferimento del rischio di credito, la situazione muta radicalmente. Gli intermediari bancari acquistano la capacità di modificare rapidamente il profilo di rischio dei portafogli crediti, indipendentemente dal mutare delle relazioni di clientela o della complessiva politica creditizia. Con l'avvento del modello cosiddetto "originate and distribute" i rischi di credito possono essere agevolmente trasferiti al di fuori dei confini del sistema bancario. Il rischio di credito può dunque defluire dagli intermediari bancari e affluire verso altri settori dell'industria finanziaria e verso altri investitori (tav. 6).

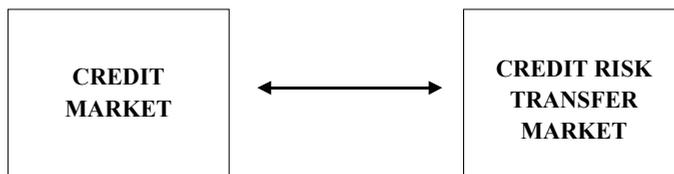
Tav. 6 – Trasferimento del rischio di credito e mercato dei credit derivatives: schema di sintesi



Tuttavia, tale processo di trasferimento/distribuzione dei rischi ha in sé delle caratteristiche che, oltre a renderlo particolarmente complesso e potenzialmente instabile, possono renderlo illusorio. Innanzitutto è un processo molto dinamico, in conseguenza dell'elevata negoziabili-

tà degli strumenti del mercato del trasferimento del rischio di credito. Ciò rende possibile un rapido trasferimento dei rischi da un sistema bancario ad un altro, da un settore dell'industria finanziaria ad un altro, da un paese ad un altro, da un investitore ad un altro (Acharya e Richardson, 2009). Lo sviluppo del mercato dei derivati creditizi è l'espressione di un intenso processo di innovazione finanziaria, capace di creare nuovi mercati e strumenti, in un contesto di crescente integrazione tra mercati e intermediari finanziari, che contribuisce a ridurre le differenze tra i sistemi finanziari *market-oriented* e i sistemi finanziari *bank-oriented* (Boot e Thakor, 2008).

La presenza, nel mercato del trasferimento del rischio di credito, degli intermediari bancari sia in qualità di *protection buyer* sia in qualità di *protection seller*, aumenta la correlazione fra gli assets detenuti dai diversi intermediari, con l'effetto di aumentare il rischio sistemico. I rischi di credito dei singoli intermediari si interconnettono con quelli degli altri, con il risultato di trasformarli in rischio sistemico (tav. 7). In aggiunta, la maggior parte delle negoziazioni sul mercato dei *credit derivatives* avviene *over-the-counter*, con una elevata concentrazione degli scambi presso un numero ristretto di intermediari finanziari. Ciò ha esposto il mercato a crisi di liquidità e rischi sistemici (Gorton, 2008; 2010; Gualandri, Landi e Venturelli, 2009). L'interconnessione tra i rischi derivanti dall'utilizzo dei *credit derivatives*, oltre a mettere in dubbio l'efficacia delle scelte di *risk management* dei singoli intermediari finanziari (per il conseguimento di risultati differenti da quelli attesi) nonché l'adeguatezza dei processi e delle strutture organizzative preposte alla gestione dei derivati creditizi e al controllo dei risultati, crea le premesse per la formazione di un rischio sistemico, potenzialmente in grado di destabilizzare i sistemi finanziari nazionali e internazionali. Si tratta di una fragilità che non rimane circoscritta ad un ambito aziendale, settoriale o nazionale, ma che si propaga ad intere economie e mercati finanziari mondiali, in relazione al grado di integrazione dei sistemi finanziari nazionali.

Tav. 7 – Mercato creditizio e mercato del trasferimento del rischio di credito: interrelazioni

La complessità degli strumenti derivati, la scarsa trasparenza, la concentrazione degli scambi presso un numero limitato di intermediari e l'agevole negoziabilità pongono notevoli sfide all'efficacia ed efficienza dell'azione delle autorità di vigilanza, a livello nazionale e internazionale (Gualandri, 2008; Masera, 2009). Il trasferimento del rischio, oltre a non essere facilmente tracciabile (al fine di individuare eventuali concentrazioni dello stesso all'interno del sistema finanziario ed economico), può avvenire da un settore regolamentato e sottoposto a particolari obblighi di *disclosure*, come quello bancario, ad un settore non adeguatamente regolamentato e con obblighi di *disclosure* assai inferiori. Il trasferimento del rischio di credito può avvenire dal sistema bancario, sottoposto ad un articolato schema di adeguatezza patrimoniale che impone un esplicito collegamento tra capitale e rischio, a settori del sistema finanziario non sottoposti alle stesse regole di patrimonializzazione, con la conseguenza di abbassare l'entità del capitale complessivamente disponibile in un dato sistema finanziario per fronteggiare i rischi dell'attività di intermediazione creditizia. Infine, il trasferimento del rischio può anche essere illusorio e dare origine ad un processo inverso di "re-intermediazione" dei rischi originariamente trasferiti al di fuori dei confini aziendali, ovvero ad un processo di "re-integrazione" della catena del valore. Questo accade, soprattutto, quando il trasferimento del rischio viene posto in essere con l'ausilio di veicoli societari che operano in condizioni di scarsa trasparenza, strettamente interconnessi con il settore bancario attraverso vincoli di varia natura (societaria, finanziaria e reputazionale). Opportunamente osserva il Committee on the Global Financial Sys-

tem (2003) che “credit risk transfer instruments can reduce the transparency about who owns credit risk”.

Altri profili di instabilità sistemica sono rinvenibili nella trasformazione dei caratteri distintivi degli intermediari bancari. La letteratura economico-finanziaria ha evidenziato nella inesistenza della negoziabilità dei prestiti bancari una delle peculiarità dei processi di intermediazione bancaria. Il prestito bancario assumeva delle connotazioni che lo distinguevano dalle altre forme di debito (*uniqueness of bank loans*), sia di natura pubblica che privata (James, 1987), sino a renderlo un “inside debt” (Fama, 1985), poiché gli intermediari bancari acquisiscono e detengono informazioni che non sono pubblicamente disponibili ad altri investitori. L'intermediario bancario si qualificava, dunque, come istituzione, ancor prima che impresa, connotata da caratteri qualificanti quali: la raccolta del risparmio, l'esercizio del credito, la gestione della relazione di clientela, l'assorbimento del rischio di credito e dei rischi finanziari di mercato, la produzione di passività liquide, la produzione di attività creditizie idonee al soddisfacimento della domanda di credito proveniente dall'economia reale (Bianchi, 1969, 1999; Caprara, 1954, 1970; Dell'Amore, 1955, 1965; Mottura, 1986). Il mercato creditizio, strutturalmente caratterizzato da asimmetrie informative, vincola le imprese bancarie a risolvere o quantomeno mitigare i problemi di *adverse selection* e *moral hazard* connessi alla loro funzione di intermediazione finanziaria. Una delle caratteristiche distintive delle imprese bancarie è proprio data dalla loro abilità nel risolvere o alleviare le informazioni asimmetriche causate dalla mancanza di informazioni di dominio pubblico sui richiedenti credito. Le imprese bancarie producono informazioni private sul merito creditizio dei mutuatari attraverso le attività di *screening*, *selection* e *monitoring*. Tali attività, sistematicamente presenti nei processi di intermediazione creditizia, contribuiscono a rendere “private debt” la natura dei prestiti bancari, attestandosi quale caratteristica distintiva nell'economia dei sistemi finanziari (Dacrema, 1992; Freixas e Rochet, 1997; Gorton e Winton, 2003).

Tali caratteristiche distintive dell'attività di intermediazione creditizia si attenuano con la creazione e sviluppo del mercato dei derivati creditizi. Il debito bancario, con la creazione di un mercato secondario dei derivati creditizi, perde parzialmente le sue caratteristiche

di “private debt” per assumere, in parte, quelle di “public debt”, che sono tipiche dei *bonds*, ovvero dei titoli obbligazionari emessi dalle imprese per finanziarsi sul mercato dei capitali. Il sistematico ricorso al trasferimento del rischio di credito impatta su una caratteristica determinante dell’attività bancaria: la funzione di *selection e monitoring* delle esposizioni creditizie. Infatti, la produzione di informazioni non osservabili pubblicamente costituisce il fondamento della superiore capacità delle banche nella selezione dei progetti di investimento e valutazione del merito creditizio (*selection*) e nel controllo dei risultati conseguiti dai mutuatari nel corso della relazione creditizia (*monitoring*). La specialità del finanziamento bancario contraddistingue l’economia degli intermediari bancari rispetto a quella degli altri intermediari finanziari, ai prestatori individuali e ai mercati finanziari (Akerlof, 1970; Allen e Santomero, 1998, 2001; Diamond, 1984; Fama, 1985; Rajan, 1996). L’intermediario bancario, nella relazione di affidamento, stabilisce una “customer relationship” (Sharpe, 1990) con il prenditore di fondi finalizzata all’acquisizione di informazioni riservate. Lo sviluppo nel tempo della relazione creditizia offre la possibilità all’intermediario bancario di apprendere gradualmente le caratteristiche e il livello di rischiosità della controparte. Lo sviluppo di relazioni di clientela nel medio/lungo periodo alimenta rapporti fiduciari che, agevolando la formazione di *mutual commitment*, riducono il rischio di comportamenti opportunistici (Mayer, 1988). Tuttavia, la non simmetrica distribuzione delle informazioni attenua l’osservabilità, da parte degli intermediari bancari, dei diversi profili di rischiosità dei potenziali mutuatari e dei connessi comportamenti pre- e post-contrattuali. Tali imperfezioni generano i ben noti problemi di *moral hazard* e *adverse selection* presenti nelle relazioni creditizie (Akerlof, 1970). Gli intermediari bancari, qualificandosi come produttori di informazioni, attraverso le attività di *selection e monitoring* delle esposizioni creditizie possono superare o quantomeno ridurre i problemi generati dalla presenza delle asimmetrie informative (Leland e Pyle, 1977).

Tuttavia, la presenza di un mercato per il trasferimento del rischio di credito crea problemi di asimmetrie informative in termini di *moral hazard* e *adverse selection* (Berndt e Gupta, 2009; Kiff, Michaud e Mitchell, 2003; Morrison, 2001), ed incentiva gli intermediari ban-

cari ad adottare comportamenti opportunistici (Duffie, 2008; European Central Bank, 2008). La funzione di *selection* viene indebolita in quanto gli intermediari bancari sono disincentivati ad applicare rigorosi processi di valutazione del merito creditizio. La cessione a terzi dei rischi delle esposizioni creditizie crea potenzialmente incentivi a ridurre la qualità dei processi di *assessment* del merito creditizio, ed attenuare i criteri di selezione dei mutuatari, ovvero ad abbassare le soglie di accettabilità delle richieste di affidamento, con il risultato di concedere prestiti anche a soggetti privi delle capacità economiche e finanziarie, attuali e prospettive, di estinzione dei mutui nel corso del tempo (Dell'Araccia, Igan e Laeven, 2008). Le informazioni asimmetriche rappresentano un limite per tutta l'attività finanziaria, soprattutto nell'ambito del rapporto di scambio finanziario tra mutuatario e intermediario bancario.

Anche la tipica funzione di *monitoring* viene indebolita o meglio “delegata” ad altri attori del sistema finanziario. L'intermediario bancario offrirà un livello più basso di *monitoring* sulle esposizioni creditizie, trasferendo a terzi tale funzione e, in particolare, alle agenzie di rating. Il trasferimento del rischio di credito ad altri soggetti economici attenua gli incentivi, in capo agli intermediari bancari *originator* dei crediti, allo svolgimento di una complessa attività di monitoraggio tesa ad attenuare i potenziali comportamenti di *moral hazard* della clientela affidata. I costi di monitoraggio si riducono notevolmente per i singoli intermediari bancari in quanto tale attività risulta, di fatto, esternalizzata. Occorre, però, valutare se a livello sistemico si contrae significativamente l'attività di *monitoring* e se i soggetti a cui questa attività è trasferita sono in grado di svolgerla adeguatamente.

In merito al primo aspetto, il ricorso al mercato dei *credit derivatives* contrae significativamente l'attività di *monitoring*, con il risultato di aumentare, piuttosto che ridurre, i rischi di credito all'interno dei confini del sistema bancario (Instefjord, 2003). Pertanto, da strumenti di copertura possono trasformarsi in strumenti moltiplicativi del rischio di credito, alimentando potenziali criticità in grado di compromettere le fondamenta dell'intero sistema bancario e finanziario. In merito al secondo aspetto, la delega alle agenzie di rating della funzione di *monitoring*, la recente crisi finanziaria ne ha evidenziato tutti i limiti strutturali. Il giudizio di rating si è dimostrato uno strumento non

sempre efficace ed attendibile. Limiti significativi sono stati riscontrati nel modello di business fondato su una struttura di mercato tendenzialmente oligopolistica, priva di forme di concorrenza e del tutto non regolamentata. Le agenzie di rating hanno rivestito differenti ruoli nell'industria finanziaria, in pieno conflitto di interessi: da un lato si ponevano quali consulenti delle *investment banks* nella strutturazione delle operazioni finanziarie in derivati creditizi, e dall'altro lato si ponevano quali valutatori degli stessi strumenti finanziari. Un ruolo, quello di valutatori, svolto in assenza di confronto competitivo e di opacità dei criteri e metodologie di analisi, in un regime riconducibile sostanzialmente all'autoregolamentazione, che fa unicamente leva sul meccanismo incentivante della reputazione (Benmelech e Dlugosz, 2009; Bolton, Freixas e Shapiro, 2009; Dacrema, 2008).

Il vantaggio competitivo delle imprese bancarie nelle attività di *selection* e *monitoring* dei prenditori di fondi e la natura privata dell'informazione, acquisita e prodotta nel corso della relazione creditizia, non possono essere trasferiti al mercato finanziario attraverso i derivati creditizi. Se viene ceduta nel mercato del *credit risk transfer* una porzione significativa dei rischi di credito del portafoglio creditizio bancario, le controparti dei contratti derivati risulteranno privi della natura privata delle informazioni sottostanti le esposizioni creditizie e delle capacità aziendali di *selection* e *monitoring* proprie delle imprese bancarie *originator*⁸. Pertanto, la riduzione degli incentivi alle attività di *monitoring* da parte dell'impresa bancaria può tradursi in un livello inefficiente di *monitoring* delle complessive esposizioni creditizie in seno al sistema finanziario, con conseguenze negative sia per l'efficienza allocativa sia per l'efficienza informativa dei mercati creditizi e mobiliari. In breve, il mercato del trasferimento del rischio di credito crea problemi di asimmetrie informative in termini di *adverse selection* e *moral hazard*. Nella tav. 8 si propone una breve sintesi delle problematiche relative alle asimmetrie informative

8) Duffee e Zhou (2001) evidenziano che gli intermediari bancari possono utilizzare i credit derivatives per trasferire il rischio di credito inerente quelle esposizioni creditizie per le quali il vantaggio informativo è più basso; di converso, gli intermediari bancari possono trattenere in bilancio i rischi di credito di quelle esposizioni creditizie per le quali il vantaggio informativo è comparativamente più elevato.

create dall'attività di *credit risk transfer*⁹, che investono le relazioni tra mutuatario (*borrower*) e datore di fondi (*lender*) e le relazioni tra quest'ultimo e il venditore di protezione (*protection seller*).

Tav. 8 – Problemi di asimmetrie informative create dal mercato del trasferimento del rischio di credito

Asymmetric information problems created by CRT markets			
Adverse selection	Potential problem	Affected relationship	Relevant papers
	Reduced incentives for lender to screen out low-quality assets	Borrower-lender Lender-protection seller	
	Lemons problem: lender buys protection on low-quality assets, drives up cost of protection on high-quality assets	Lender-protection seller	<ul style="list-style-type: none"> Duffee and Zhou (2001)
	Incentives for lender to select low-quality assets (managed securitisations)	Lender-protection seller	<ul style="list-style-type: none"> DeMarzo and Duffie (1999) Pennacchi
Moral hazard	Reduced incentives for lender to monitor borrower	Borrower-lender Lender-protection seller	<ul style="list-style-type: none"> Gorton and Penacchi (1995) Morrison (2002)
	Lender's purchase of credit protection against borrower's wishes	Borrower-lender	<ul style="list-style-type: none"> Morrison (2002)
	Increased incentives for lender to prematurely trigger defaults	Lender-protection seller Borrower-lender	
	Protection seller reneges (partially or fully) on contingent payouts	Lender-protection seller	

Fonte: *Committee on the Global Financial System (2003, p. 40)*

L'attuale crisi finanziaria ha messo in rilievo che i *credit derivatives* possono trasformarsi in veicoli di propagazione del contagio finanziario in tutto il mondo (Allen e Carletti, 2006; Allen e Gale, 2007). Attraverso tali strumenti, le insolvenze dei mutuatari possono agevolmente diffondersi all'intero sistema finanziario mondiale. Pertanto, le

9) Per una classificazione degli strumenti e delle tecniche di *credit risk transfer*, per un'analisi dei principali rischi e opportunità nell'attività di *risk-transfer* e per le implicazioni in termini di stabilità del sistema finanziario, si rinvia diffusamente a: *Committee on the Global Financial System (2003)*.

conseguenze di erronee politiche creditizie, di irrazionali criteri per l'erogazione dei crediti e di comportamenti opportunistici dei singoli intermediari finanziari possono trasferirsi velocemente da un settore all'altro del sistema finanziario nazionale e internazionale. Sono state soprattutto le banche di investimento statunitensi a richiedere, all'ingegneria finanziaria, la fornitura di sofisticati strumenti per il sistematico trasferimento del rischio di credito al mercato in modo da attenuare, nei rispettivi bilanci bancari, le conseguenze negative, in termini di insolvenze, delle politiche di erogazione del credito (Barucci, Messori, 2009; Gorton, 2008, 2010).

L'aumento della liquidità nel mercato dei prestiti bancari può essere considerato come la premessa per la trasformazione della banca nel sistema finanziario, in quanto divengono separabili le principali fasi che caratterizzano l'attività di finanziamento (affidamento, gestione della relazione di clientela, gestione del rischio creditizio) e, conseguentemente, governabili da diversi intermediari. Con la sistematica cessione del rischio di credito e la connessa de-integrazione verticale della catena del valore, l'intermediario bancario esternalizza (trasferendola a terze economie) la sua tradizionale funzione di *risk holding*, cioè di detenzione e gestione dei rischi di credito nell'ambito della combinazione produttiva aziendale. Si sviluppa, pertanto, l'attività di *risk management* e *risk trading* nell'economia degli intermediari bancari, favorita dall'attenuazione delle barriere normative tra attività di *commercial* e *investment banking*. Tuttavia, la de-integrazione verticale della catena del valore può privare di qualsiasi principio di sostenibilità l'innovativo modello di business "originate and distributed" dell'intermediazione creditizia.

4. Conclusioni

I processi di deregolamentazione e liberalizzazione dei sistemi finanziari, i cambiamenti istituzionali e tecnologici degli ultimi anni, i progressi compiuti dall'ingegneria finanziaria, hanno notevolmente accresciuto le opportunità di trasferimento del rischio di credito. Sebbene tali processi innovativi abbiano interessato principalmente i sistemi finanziari dei paesi anglosassoni, caratterizzati da un maggior

orientamento ai mercati e all'innovazione finanziaria, si sono tuttavia diffusi, con diverso grado di intensità, in tutti i sistemi finanziari in relazione al crescente grado di interconnessione ed integrazione finanziaria. Ciò ha reso possibile lo sviluppo del mercato del trasferimento del rischio di credito anche al di fuori dei confini nazionali.

Tuttavia, la recente crisi finanziaria internazionale ha mostrato, in tutta evidenza, i limiti e le criticità dello sviluppo del mercato dei *credit derivatives* e della connessa de-integrazione della catena del valore dell'intermediazione creditizia, in un contesto di progressiva finanziarizzazione dell'economia. La convinzione prevalente era che l'accresciuta trasferibilità del rischio di credito, con i *credit derivatives*, avrebbe consentito una migliore gestione del rischio di credito nell'economia degli intermediari finanziari, una migliore allocazione (e dispersione) del rischio di credito nel sistema finanziario e un aumento del grado di completezza del mercato creditizio. Tuttavia, il sistematico ricorso al trasferimento del rischio di credito ha fatto sorgere seri dubbi sulla sostenibilità, nel tempo, del modello di business degli intermediari bancari, mettendone in risalto i difformi profili di instabilità sistemica. Il trasferimento di una quota consistente dei rischi di credito dall'economia degli intermediari bancari a quella di altri soggetti finanziari e non finanziari ha evidenziato, anche, i limiti di un modello di vigilanza non in grado di monitorare adeguatamente il deflusso del rischio dal sistema bancario ad altri settori del sistema finanziario, a causa della rapidità con cui tale distribuzione del rischio può mutare nel tempo (in ragione dell'elevata negoziabilità degli strumenti di *credit risk transfer*), e della negoziazione degli strumenti su mercati *over-the-counter*. Il rischio di credito può, dunque, defluire dal sistema bancario e affluire a settori del sistema finanziario non adeguatamente regolamentati. Il trasferimento del rischio, da soggetti sottoposti a vincoli di adeguatezza patrimoniale a soggetti economici non assoggettati alla medesima disciplina, potrebbe comportare un abbassamento complessivo del capitale disponibile nel sistema finanziario a copertura dei rischi. Elementi di rischio sistemico sono presenti anche quando gli intermediari bancari sono attivi sul mercato del *credit risk transfer* sia come acquirenti sia come venditori di protezione. Ciò conduce ad un significativo aumento della correlazione tra gli assets creditizi detenuti dai singoli intermediari, con il risulta-

to di aumentare il rischio sistemico presente nel sistema finanziario piuttosto che ridurlo. Inoltre, il trasferimento del rischio di credito crea problemi di asimmetrie informative in termini di *moral hazard* e *adverse selection*, con significativi riflessi sull'efficienza allocativa ed informativa dei mercati creditizi e finanziari.

Riferimenti bibliografici

- Acharya V. V. e Richardson M. (a cura di) (2009), *Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System*, Wiley, New Jersey.
- Akerlof G. (1970), *The market of "Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84.
- Allen F. e Carletti E. (2006), *Credit Risk Transfer and Contagion*, Journal of Monetary Economics, n. 53.
- Allen F. e Gale D. (2007), *Understanding Financial Crisis*, Clarendon Lecture Series in Finance, Oxford University Press, Oxford.
- Allen F. e Gale D. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- Allen F. e Santomero A. M. (1998), *The Theory of Financial Intermediation*, Journal of Banking and Finance, vol. 21.
- Allen F. e Santomero A. M. (2001), *What Do Financial Intermediaries Do?*, Journal of Banking and Finance, vol. 25.
- Bank for International Settlement, *Annual Reports*.
- Barucci E. e Messori M. (a cura di) (2009), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Egea, Milano.
- Basel Committee on Banking Supervision (2000), *Principles for the Management of Credit Risk*.
- Basel Committee on Banking Supervision (2005), *Credit Risk Transfer*, The Joint Forum.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Credit Risk Transfer*, The Joint Forum.
- Benmelech E. e Dlugosz J. (2009), *The Credit Rating Crisis*, NBER Working Paper n. 15045, Cambridge, MA.
- Berndt A. e Gupta A. (2009), *Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit*, Journal of Monetary Economics, vol. 56.
- Bianchi T. (1969), *Le banche di deposito*, Utet, Torino.

- Bianchi T. (1977), *I fidi bancari*, Utet, Torino.
- Bianchi T. (1999), *La banca. L'economia delle aziende di credito in mercati integrati*, Utet, Torino.
- Bolton P., Freixas X. e Shapiro J. (2009), *The Credit Ratings Game*, NBER, Working Paper.
- Boot A. W. e Thakor A. V. (2008), *The Accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation*, Amsterdam Center for Law & Economics, Working Paper.
- Caprara U. (1954), *La banca. Principi di economia delle aziende di credito*, Giuffrè, Milano.
- Caprara U. (1970), *Tratti caratteristici dell'economia della banca*, Giuffrè, Milano.
- Caputo Nassetti F. (1998), *I contratti derivati di credito*, Giuffrè, Milano.
- Caputo Nassetti F. e Fabbri A. (2001), *Trattato sui contratti derivati di credito. Aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari*, Egea, Milano.
- Carey M. e Stulz R. (a cura di) (2007), *The Risks of Financial Institutions*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Colombini F. e Calabrò A. (2009), *Crisi globale e finanza innovativa. Irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, Utet Giuridica, Torino.
- Committee on the Global Financial System (2003), *Credit Risk Transfer*, Bank for International Settlements.
- Culp C. L. (2004), *Risk Transfer: Derivatives in Theory and Practice*, John Wiley & Sons, New York.
- Dacrema P. (1992), *Il comportamento degli intermediari finanziari*, Utet, Torino.
- Dacrema P. (2008), *La crisi della fiducia*, Etas, Milano.
- Das S. (1998), *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, New York.
- Das S. (2000), *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, John Wiley & Sons, New York.
- Das S. (2005), *Credit Derivatives: CDO's and Structured Credit Products*, John Wiley & Sons, New York.
- Dell'Amore G. (1955), *Le funzioni dei sistemi bancari nell'economia contemporanea*, Giuffrè, Milano.
- Dell'Amore G. (1965), *Economia delle aziende di credito. I prestiti*

bancari, Giuffrè, Milano.

Dell'Ariccia G., Igan D. e Laeven L. (2008), *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, CEPR Discussion Paper.

Demattè C. (1974), *La valutazione della capacità di credito nell'analisi di fido*, Vallardi, Milano.

Demattè C., Forestieri G. e Mottura P. (a cura di) (1993), *Economia degli intermediari finanziari*, Egea, Milano.

Diamond D. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, vol. 51, n. 3.

Drago D. (1998), *Gli strumenti per la gestione del rischio di credito: i credit derivatives*, in Sironi A., Marsella M. (a cura di), *La misurazione e la gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche*, Bancaria Editrice, Roma.

Duffee G. R. e Zhou C. (2001), *Credit Derivatives in Banking: Useful Tools for Managing Risk?*, *Journal of Monetary Economics*, n. 48.

Duffie D. (2008), *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Bank for International Settlements, Working Paper n. 255.

European Central Bank (2008), *The Incentive Structure of the "Originate and Distribute" Model*, dicembre.

Fabbri A. (1997), *La gestione del rischio di credito nelle banche: le opportunità derivanti dall'utilizzo dei credit derivatives*, Bancaria, n. 12.

Fabbri A. (2007), *I credit derivatives: funzionamento e opportunità dal loro utilizzo*, in Forestieri G. (a cura di), *Corporate e investment banking*, Egea, Milano.

Fama E. F. (1980), *Banking in a Theory of Finance*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 6.

Fama E. F. (1985), *What's Different about Banks*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 15.

Finnerty J. D. (2008), *Securities Innovation*, in Fabozzi F. J. (a cura di), *Handbook of Finance. Financial Markets and Instruments*, Volume 1, John Wiley & Sons, New Jersey.

Forestieri G. (2009), *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.

Freixas X. e Rochet J. C. (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge, MA.

- Gorton G. B. (2008), *The Panic of 2007*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Gorton G. B. (2010), *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, Oxford University Press, New York.
- Gorton G. e Winton A. (2003), *Financial Intermediation*, in Costantini G., Harris M., Stulz R., (a cura di), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam.
- Gualandri E. (2008), *Crisi finanziaria: quali lezioni per le autorità di vigilanza*, *Bancaria*, n. 10.
- Gualandri E., Landi A. e Venturelli V. (2009), *Crisi finanziaria e nuove dimensioni del rischio di liquidità: implicazioni per regolamentazione e controlli*, *Bancaria*, n. 7-8.
- Hellwig M. (2008), *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime Mortgage Financial Crisis*, Reprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Boon, November.
- Instefjord N. (2003), *Do Credit Derivatives Increase Bank Risk?*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n. 2.
- International Monetary Fund (2006), *The Influence of Credit Derivatives and Structured Credit Markets on Financial Stability*, April.
- James C. (1987), *Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans*, *Journal of Financial Economics*, vol. 19.
- Kiff J., Michaud F. L. e Mitchell J. (2003), *Instruments of Credit Risk Transfer: Effects on Financial Contracting and Financial Stability*, SSRN Working Paper.
- Leland E. H. e Pyle H. D. (1977), *Informational Asymmetries, Financial structure and Financial Intermediation*, *Journal of Finance*, vol. 32.
- Leone P. e Boido C. (2004), *Rischio di credito e credit derivatives: modelli e strumenti*, Cedam, Padova.
- Llewellyn D. T. (2009), *Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System*, in Anderloni L., Llewellyn D.T. e Schmidt R., *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, Edward Elgar Publishing Ltd.
- Masera R. (a cura di) (2009), *The Great Financial Crisis. Economics, Regulation and Risk*, *Bancaria Editrice*, Roma.
- Mayer C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, *European Economic Review*, vol. 32.

- Minton B., Stulz R. e Williamson R. (2006), *How Much do Banks use Credit Derivatives to Reduce Risk?*, SSRN, Working Paper.
- Mishkin F. S. e Eakins S. G. (2009), *Financial Markets and Institutions*, Pearson Education, New York.
- Morrison A. D. (2001), *Credit Derivatives, Disintermediation and Investment Decisions*, Oxford Financial Research Centre, Working Paper.
- Mottura P. (a cura di) (1986), *La gestione della banca*, Giuffrè, Milano.
- Mottura P. (2000), *Nuove strategie e riorganizzazione dell'attività di credito*, Bancaria, n. 2.
- Mottura P. (2007), *Banche. Strategia, organizzazione e concentrazioni*, Egea, Milano.
- Mottura P. (2008a), *Crisi sub-prime e innovazione finanziaria*, Bancaria, n. 2.
- Mottura P. (2008b), *Crisi bancarie: un problema di governance?*, Bancaria, n. 12.
- Mottura P. e Paci S. (2009), *Economia e gestione della banca e dell'assicurazione*, Egea, Milano.
- Onado M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Il Mulino, Bologna.
- Onado M. (a cura di) (2004), *La banca come impresa*, Il Mulino, Bologna.
- Onado M. (2009), *I nodi al pettine*, Laterza, Bari.
- Rajan R. G. (1996), *Why Banks Have a Future: an Economic Rationale*, Banca d'Italia, Temi di Discussione, n. 280.
- Rajan R. G. (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier?*, NBER Working Paper n. 11728, Cambridge, MA.
- Scannella E. (2010), *La banca nella teoria dell'intermediazione finanziaria*, Il Risparmio Review, n. 3.
- Scannella E. (2011), *La catena del valore dell'intermediazione creditizia nell'economia delle imprese bancarie*, Franco Angeli, Milano.
- Sharpe S. A. (1990), *Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships*, Journal of Finance, n. 6.
- Sironi A. (a cura di) (1999), *I derivati per la gestione del rischio di credito*, Giuffrè, Milano.

- Sironi A. e Resti A. (2008), *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, Milano.
- Tasca R. (2009), *Obiettivi di Roe e compatibilità dei modelli istituzionali dell'attività bancaria*, Atti del Convegno Adeimf, Bergamo, 23 gennaio.
- Tavakoli J. M. (1998), *Credit Derivatives. A Guide to Instruments and Applications*, John Wiley & Sons, New York.
- Trotta A. (2002), *Credit derivatives. Nuovi strumenti finanziari per la gestione del rischio di credito*, Giappichelli, Torino.
- Trotta A. (2009), *I sistemi finanziari tra innovazione e stabilità*, Giappichelli, Torino.
- Tufano P. (2003), *Financial Innovation*, in Costantinides G. - Harris M. - Stulz R., (a cura di), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Domenico Bodega , Gabriele Cioccarelli , Stefano Denicolai , Luigi Maruzzi , Pier Mario Vello, *Managerialità delle fondazioni di origine bancaria. Percorsi gestionali e prospettive internazionali*, Milano 2011.

Realizzato da un gruppo di autori provenienti da ambiti e contesti professionali diversificati – con il contributo di Gerry Salole, Chief Executive dell’European Foundation Centre e di John R. Healy, Professore Associato presso il Centre for Nonprofit Management del Trinity College di Dublino – il libro intende offrire spunti di riflessione ed elementi concreti cercando di riconoscere il giusto peso ai diversi livelli di complessità gestionale. Tra gli obiettivi del volume, infatti ,vi è quello di analizzare le logiche strategico-organizzative delle Fondazioni di origine bancaria, individuando in particolar modo le *good practice* gestionali proprie di dirigenti e manager operanti in queste realtà.

Da ciò si arriva a guardare al mondo delle Fondazioni su scala internazionale esaminando i modelli strategico-organizzativi in essere, proponendo approfondimenti mirati relativi a dimensioni manageriali “critiche” (come i sistemi informativi o lo sviluppo del capitale umano) e interrogandosi sui livelli di trasparenza e *accountability* dei processi operativi fondamentali, nonché sulla capacità di queste organizzazioni di essere agenti di cambiamento e innovazione nel settore filantropico. Da tale analisi emergono percorsi futuri, rischi e opportunità con cui le Fondazioni debbono misurarsi se vogliono rimanere agganciate allo scenario contemporaneo, anche internazionale.

Gli argomenti affrontati si articolano in due sezioni principali: la prima – composta da due capitoli – oltre a proporre lo stato dell’arte, prende in esame le competenze manageriali delle Fondazioni di origine bancaria con uno sguardo anche alle prospettive di rinnovamento. Il primo capitolo infatti entra nel merito dei processi manageriali fondamentali di questi enti, interrogandosi sui principali meccanismi di sviluppo delle competenze distintive delle Fondazioni, sul ruolo dei sistemi informativi e sulle pratiche di gestione delle risorse umane. Il secondo capitolo affronta il tema dell’innovazione sociale. “Le Fondazioni di origine bancaria – spiega Cioccarelli nella premessa alla prima parte – vengono considerate come organizzazioni particolar-

mente ben attrezzate per affrontare sfide di questo tipo, purché si sappia compiere ‘un salto culturale’ a livello di paradigmi manageriali. Serve saper interiorizzare le logiche proprie delle aziende organizzate ‘per progetti’, è necessario sapersi porre come intermediari evoluti di conoscenza fra i bisogni complessi e reti di competenze apportate da soggetti indipendenti, occorre acquisire *know-how* manageriale specifico per la gestione delle dinamiche collaborative intra e interaziendali”. La prima parte si caratterizza con contenuti che si avvalgono, fra l’altro, dei risultati di due indagini, svolte nel 2006 e nel 2009, arricchiti da una serie di casi studio ed esperienze sul campo.

La seconda parte del volume, coerentemente con quanto esposto nella prima sezione sulle competenze manageriali, propone una serie di approfondimenti su alcune tecniche gestionali ritenute critiche per il futuro delle Fondazioni. Nel quarto capitolo analizzando lo sviluppo strategico del capitale umano si pone particolare attenzione alle logiche di cambiamento, apprendimento organizzativo, tecniche e misure di *project management* e orientamento all’obiettivo. “In un contesto dove la filantropia – sottolinea Vello nella premessa alla seconda parte – sta diventando sempre più orientata a comprendere le dinamiche socio-culturali proprie dei contesti in cui si trova ad agire e sempre meno a operare tramite passiva beneficenza, questi enti non possono più fare a meno di sviluppare capacità e tecniche specifiche per la gestione del capitale umano”. Il quinto capitolo indaga sullo stato dell’arte relativamente alle conoscenze e le tecniche in tema di sistemi informativi per la filantropia. Operare per il rinnovamento dell’assetto strategico-organizzativo vuol dire necessariamente fare ricorso sempre più ampio alle tecnologie informatiche, al fine di applicare sistemi aperti, flessibili ed efficienti, in grado di gestire i processi operativi e manageriali, rendendoli anche analizzabili e intellegibili. Il sesto capitolo approfondisce le criticità e le leve di sviluppo strategico-organizzativo a livello di processo erogativo. “Si tratta – spiega ancora Vello – di un argomento di particolare importanza in quanto le dinamiche che si sviluppano a questo livello coinvolgono direttamente anche partner ed enti beneficiari (...) comprendere l’importanza di osservare e interpretare l’impatto del rinnovamento strategico-organizzativo su tale processo – nella sua interezza – significa anche, in primo luogo, ripensare il ruolo da conferire alle risorse umane che

fungono da *front-line* nell'erogazione dei servizio e, più in generale, da interfaccia verso i diversi *stakeholders* con cui l'ente si trova a dovere interagire”.

A completamento e conclusione del volume un interessante capitolo dedicato all'analisi delle sfide che nell'esercizio dell'attività istituzionale si trovano ad affrontare le Fondazioni *grant making* e alle peculiarità strutturali che caratterizzano queste organizzazioni. John Healy è convinto che l'impresa più ardua consiste nel dimostrare il reale contributo allo sviluppo della società civile delle Fondazioni di natura privata. Egli ritiene che queste organizzazioni siano incapaci di misurare l'impatto delle loro attività e che questo perciò le rende vulnerabili ai tentativi di limitare la loro storica indipendenza. Al fine di rispondere adeguatamente a tale sfida le Fondazioni dovrebbero inserire al centro delle proprie attività l'apprendimento e la valutazione dell'impatto delle iniziative finanziate e regolare la propria cultura e struttura organizzativa in modo tale da facilitare tale cambiamento strategico: “In un momento come quello attuale, in cui scarseggiano i fondi pubblici necessari a gestire problemi sociali improrogabili, le risorse delle Fondazioni private – sia di tipo finanziario che di conoscenza – sono ancora più preziose. L'uso ottimale di tali risorse e la dimostrazione del loro impatto sociale rappresentano la doppia sfida che dovranno affrontare le Fondazioni moderne”.

(*Elisabetta Boccia*)

Alberto Cova (a cura di), “Lezioni sulla formazione del sistema bancario italiano”, quaderno n. 258, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del Sacro Cuore.

Si tratta di una “Storia della banca italiana” nel suo lungo itinerario attraverso il tempo, con una sintesi che permette di coglierne con immediatezza i passaggi più significativi.

Una lettura che può rivelarsi particolarmente utile per chi intende iniziare una carriera nel settore bancario che attrae per le condizioni di lavoro stabili e professionalmente stimolanti, ma che – al contempo – richiede una conoscenza di tale settore nel suo insieme ed anche della

banca prescelta e della sua identità, concorrendo così a sviluppare un senso di appartenenza e di condivisione dei valori di solidarietà e della missione coltivati da ciascuna banca.

Dunque, l'obiettivo di questo quaderno è quello di offrire un supporto informativo-culturale a quanti si apprestano ad impegnarsi nel sistema bancario, facendo una scelta professionale che può rivelarsi soddisfacente e, spesso, gratificante.

Il quaderno, oltre ad un'introduzione del curatore scientifico – il prof. Alberto Cova – contiene gli scritti di tre insigni docenti: il prof. Giuseppe Conti, il prof. Salvatore La Francesca e lo stesso prof. Alberto Cova. Gli scritti riproducono le lezioni tenute nell'ambito del ciclo di conferenze sulla Storia della banca, con un'iniziativa titolata: "Lezioni sulla formazione del sistema bancario italiano".

In particolare, come ha specificato Alberto Cova nell'introduzione, questo volumetto raccoglie le tre lezioni tenute tra marzo e maggio 2010 nell'Università Cattolica del Sacro Cuore sulla storia della banca italiana tra l'unificazione d'Italia e la fine del Novecento, o, più precisamente, al 1993 quando, com'è ampiamente noto, fu radicalmente innovato l'ordinamento del sistema creditizio.

L'iniziativa dell'Università era stata assunta nel convincimento che, per capire meglio gli eventi più recenti, fosse utile riprendere e approfondire il processo di formazione delle strutture bancarie del nostro Paese.

Alberto Cova afferma che una lettura anche superficiale di ciò che è accaduto abbia fatto emergere la natura peculiare della banca e, in particolare, la vastità degli effetti sociali delle azioni poste in essere dai gruppi dirigenti. E che la discussa questione dei salvataggi ed il dibattito sulle regole rendesse interessante ripercorre le tappe che, in Italia, portarono alla regolazione del sistema.

Sembrava anche particolarmente opportuno che a tutti quelli che lavorano nel settore delle banche a vari livelli di responsabilità fosse offerta un'occasione per riflettere sull'importanza e sui riflessi non solo economici, ma anche sociali della funzione esercitata dalle istituzioni creditizie e per far maturare piena consapevolezza delle ricadute che l'attività delle banche ha avuto e ha nei riguardi delle persone, comunità ed enti che con le banche stesse hanno una qualche forma di rapporto. Pareva anche opportuno ripensare alle esperienze del passa-

to per tornare a sottolineare la particolare formidabile responsabilità della funzione svolta dalle banche nel loro insieme, sia dal lato della raccolta dei capitali, considerato il fatto che, in virtù dei livelli dei redditi individuali e familiari, i risparmiatori sono diventati una moltitudine, sia dal lato degli impieghi, tenuto conto del fatto che l'economia italiana è basata sulla dimensione medio-piccola e piccolissima delle imprese e della preferenza per l'intermediazione bancaria per quanto concerne il finanziamento delle attività.

Gli argomenti delle tre lezioni sono legati da una sorta di filo conduttore rappresentato dal "modello italiano" di sistema bancario centrato, sin dalle origini, sulla specializzazione del credito, un sistema cioè formato da banche di deposito e sconto, da sezioni speciali di esse e da istituti di credito destinati a finanziare, con raccolta separata, determinati settori dell'economia; sulla presenza di molteplicità di banche locali di diversa tipologia e dimensione, orientate soprattutto al finanziamento degli apparati di produzione e scambio dei territori all'interno dei quali esse operavano (casse di risparmio, banche popolari, banche di credito cooperativo); su poche grandi banche operanti sull'intero territorio nazionale, ma non troppo aperte internazionalmente; sulla storica preminenza di una sola banca di emissione (la Banca nazionale nel Regno d'Italia prima e la Banca d'Italia poi) ancorché l'ordinamento, almeno sino al 1926, prevedesse il "pluralismo" delle banche di emissione.

La scansione cronologica interna è dettata sostanzialmente dal crescente ruolo dello Stato come regolatore e l'enfasi posta agli anni della "guerra europea" (1914-1926) si giustifica perché maturano in quegli anni le condizioni per la nascita in Italia di quella che è stata chiamata la "economia mista". Il termine finale è costituito dalla legge di riforma dell'ordinamento che apre una nuova e radicale esperienza che sarà materia di riflessione per gli storici futuri.

Come ha giustamente scritto il dott. Giuseppe Vigorelli nella premessa all'opera: "ci auguriamo che la diffusione di questo quaderno all'interno dell'apparato delle nostre Banche Associate, possa raggiungere l'obiettivo che ci siamo posti, consci che ciò risponda al compito di servizio al sistema che sta nel nostro costante impegno".

Carlo Felice Casula (a cura di), *Credere nello sviluppo sociale. La lezione intellettuale di Giorgio Ceriani Sebregondi*, Edizioni Lavoro, Roma 2010.

La Fondazione per il Sud è una “giovane” fondazione, costituitasi ufficialmente nel novembre del 2006 come frutto di un protocollo di intesa siglato da ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio SpA - e dal Forum permanente del Terzo settore.

Queste due realtà sono espressione di un privato sociale impegnato in attività concentrate in maniera prevalente al Nord. L'obiettivo è quello di sostenere la riduzione del divario tra le diverse aree del nostro paese, con la finalità di sostenere e coadiuvare la crescita delle regioni meridionali ed il loro sviluppo.

Con una struttura propria, fortemente autonoma e non condizionata dalla politica, questo privato sociale, così vitale e propositivo, si propone di offrire una risposta alle problematiche riscontrate al Sud. In questa prospettiva, la Fondazione per il Sud ha sposato l'idea che il dispiegarsi dello sviluppo al meglio il suo potenziale esige una convergenza virtuosa tra risorse economiche e valori sociali assecondandone tutte le sinergie. In modo tale da consentire il coinvolgimento, in una stretta cooperazione, di tutti i suoi possibili protagonisti: istituzioni pubbliche, imprenditori privati, società civile ed enti territoriali. Di conseguenza, il primo obiettivo è stata la realizzazione di un piano di infrastrutturazione sociale nelle regioni del Mezzogiorno; un piano che, in una logica integrativa, permetta, al fianco della crescita del volontariato, il sostegno delle energie rinvenibili sul territorio, spesso mal utilizzate o non adeguatamente supportate. Tutto ciò ha spinto a considerare la coesione sociale come una condizione essenziale, non come un risultato, dello sviluppo economico.

Per queste motivazioni e con questa finalità è utile riscoprire e approfondire il pensiero di personaggi come Giorgio Ceriani Sebregondi che avevano promosso queste idee negli anni in cui si costruiva e si realizzava una politica di intervento nel Sud, spostando l'attenzione sulla qualità dello sviluppo, sul valore della comunità, sulla promozione delle responsabilità, personali e collettive, mettendo in guardia da un approccio meramente quantitativo.

Giorgio Ceriani Sebregondi (1916-1958), dopo aver partecipato at-

tivamente alla Resistenza come dirigente della Sinistra cristiana, ha lavorato all'Ufficio studi dell'Iri e alla direzione dell'Ansaldo di Genova, per diventare poi direttore della sezione sociologica della Svinmez. Per conto del ministero degli Esteri ha partecipato alle trattative per la costituzione della Cee e ha compiuto missioni di studio in Iran e in Somalia sullo sviluppo autopropulsivo dei paesi emergenti. Nell'Italia repubblicana è stata una delle figure più esemplari di "civil servant", al servizio delle istituzioni democratiche e della società civile. In questo testo del 1990 e oggi ristampato, *Crederci nello sviluppo sociale*, la sua lezione umana e intellettuale è ricostruita anche attraverso riflessioni e testimonianze di Gianni Baget Bozzo, Adolfo Beria di Argentine, Stefano Bianchi, Salvatore Cafiero, Bartolo Ciccardini, Camillo de Piaz, Giulio Fossi, Luigi Gasbarri, Giorgio Giargia, Giuseppe Glisenti, Franco A. Grassini, Giuliano Graziosi, Louis-Joseph Lebret, Franco Maria Malfatti, Veniero Aimone Marsan, Gino Martinoli, Rocco Mazzarone, Mario Motta, Claudio Napoleoni, Nino Novacco, Adriano Ossicini, Rossana Rossanda, Angelo Saraceno, Ubaldo Scassellati, Ernesto Talentino, Tullio Tentori, Carlo Turco, Davide Turolfo. Tutte persone che hanno conosciuto e apprezzato Giorgio Ceriani Sebregondi, condividendone il pensiero e le motivazioni profonde del suo lavoro.

Il volume contiene un rigoroso profilo biografico di Carlo Felice Casula e un denso saggio introduttivo di Giuseppe De Rita e propone, inoltre, due inediti e significativi scritti di Sebregondi che documentano la sua moralità civile, tesa a coniugare lavoro intellettuale e professionale, analisi della società e impegno forte per il suo mutamento senza pregiudizi ideologici.

Di Sebregondi ha scritto Giuseppe De Rita: "Giorgio Ceriani Sebregondi è uno degli intellettuali antifascisti-postfascisti più creativi di questo dopoguerra che ha dato un grande e originale contributo all'avvio della ricerca sociale in Italia e alla teoria economica sui problemi dello sviluppo ...".

"Nel suo lavoro di studio e di ricerca-intervento – ricorda De Rita – opera perché si esca dalle secche protestatarie e recriminatorie del meridionalismo tradizionale, ricollocando la 'questione meridionale' nel contesto più generale dello sviluppo delle aree depresse, del divario Nord-Sud ...".

“Morto a quarantadue anni incompiuti, mentre si accingeva a trovare una nuova collocazione professionale nell’ambito della nascente Comunità europea – è sempre Giuseppe De Rita a scrivere – Giorgio Ceriani Sebegondi, interlocutore ricercato e stimato per tanti sociologi, economisti, antropologi, urbanisti, esponenti dell’imprenditoria pubblica e privata, dirigenti politici e uomini di Chiesa, ha lasciato un’eredità preziosa, a tutt’oggi poco conosciuta e valorizzata che va ricercata non solo e non tanto nei suoi molti scritti, che in parte sono stati raccolti nel volume antologico *Sullo sviluppo della società italiana del 1965*, oggi quasi introvabile, quanto nelle tracce interpretative profonde sulle traiettorie di evoluzione della società italiana che egli ha lasciato in quanti hanno avuto con lui spesso brevi, ma sempre intensi, rapporti di studio, di lavoro, di amicizia ...”.

(Ida Ferraro)

