



**Dopo la crisi** Il rapporto tra governance e andamento delle aziende

# L'indipendenza non ha pagato



di **ANDREA BELTRATTI**  
docente di Economia  
Università Bocconi

Secondo l'Oecd — l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico — le carenze nella *corporate governance* sono state una delle principali cause della crisi finanziaria.

Il termine *corporate governance* è molto ampio e comprende vari aspetti, tra cui è centrale l'efficienza del funzionamento del consiglio di amministrazione. Secondo alcune teorie, a funzionare meglio dovrebbero essere i consigli di amministrazione ristretti e con ampia rappresentanza di indipendenti. Negli ultimi anni ci si è resi conto che in finanza le cose sono probabilmente un po' diverse.

Consigli di amministrazione più ampi e con maggior rappresentanza di manager interni possono essere particolarmente indicati dal punto di vista della conoscenza dell'impresa e della sua complessità. La crisi finanziaria ha portato nuova evidenza utile per questo dibattito. In un campione di 98 banche internazionali appartenenti ad una ventina di Paesi, uno studio congiuntamente condotto con René Stulz dell'Università dell'Ohio ha rilevato che le banche che hanno prodotto le *performance* borsistiche più deludenti, perdendo in media l'87 per cento del loro valore tra luglio 2007 e dicembre 2008, erano caratterizzate da consigli di amministrazione che potevano più facilmente essere definiti come indipendenti (sulla base di una serie di indicatori riguardanti ad esempio la provenienza degli amministratori, la trasparenza, la composizione dei comitati), rispetto a quelli di banche che hanno limitato nello stesso periodo le perdite al 16 per cento.

Questo risultato è coerente con varie possibili interpretazioni in merito alle caratteristiche dei consigli indipendenti:

a) l'incompetenza;

b) la minor riluttanza a riconoscere pubblicamente le perdite;

c) il tentativo di essere più vicini agli azionisti, assumendo in modo consapevole dei rischi che si sono manifestati poi durante la crisi;

d) la cosciente assunzione di rischi noti, sempre per fare contenti gli azionisti.

La spiegazione (a) sembra la meno plausibile. La (b) è incoerente con l'evidenza secondo cui nel caso di annunci relativi ad errori di contabilizzazione degli utili, ad essere mag-

**Le banche più colpite sono state quelle che hanno corso maggiori rischi, ma anche quelle coi consigli di amministrazione più aperti**

giormente danneggiati sono proprio gli amministratori indipendenti. La (c) e la (d) sono molto vicine tra di loro. Ma la differenza tra le due ipotesi non è di poco conto.

Se i consigli di amministrazione hanno assunto elevati rischi in modo consapevole, ponendo le basi per salvataggi pubblici costati decine di miliardi di dollari, allora possiamo attribuire all'azzardo morale una grande responsabilità e dobbiamo interrogarci molto seriamente sulla riforma del sistema finanziario, a partire dalla dimensione delle grandi banche per finire alla complessità dei contratti scritti con varie controparti.

Se invece i consigli di amministrazione hanno assunto rischi in maniera poco consapevole, il problema è più delimitato e si riconduce alla incapacità di misurare il rischio in maniera appropriata. Tra l'altro, non sarebbe certo la prima volta che le crisi sono causate primariamente da carenze interpretative nell'applicazione di modelli che sono utilizzati senza comprenderne a fondo le ipotesi di base e quindi le limitazioni. In questo caso occorre puntare non tanto sull'idea di rivoluzionare la struttura degli intermediari finanziari, quanto su miglioramenti nelle modalità di funzionamento delle banche che hanno mostrato le lacune più evidenti e su miglioramenti nei modelli di calcolo del rischio, ad esempio creando agenzie pubbliche che possano analizzare il rischio di certe classi di attività finanziarie in

maniera indipendente, per poi intervenire in maniera drastica con la regolamentazione nelle situazioni in cui si ravvisi l'esistenza di rischi dimenticati.

Per distinguere tra le due ipotesi, può essere utile notare che i prezzi azionari delle banche che hanno maggiormente risentito della crisi erano saliti del 33 per cento nel 2006, a fronte di un più modesto aumento dell'8 per cento per le banche che hanno sofferto di meno. Se ci fosse stata consapevolezza di quanto stava accadendo, il mercato avrebbe dovuto mostrare minor entusiasmo nei confronti delle banche che stavano costruendo le posizioni più rischiose. Forse i consigli di amministrazione non erano i soli a non comprendere esattamente quello che stava succedendo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Polemiche** Perché si prevedono gli uragani e non i rovesci finanziari?

# Il meteorologo e l'economista



di **ANDREA ICHINO**  
Docente di Economia  
Università di Bologna

I meteorologi sono diventati bravissimi a prevedere gli eventi atmosferici, dai micro temporali estivi ai fenomeni macroscopici come l'uragano Katrina. E non preannunciano genericamente che prima o poi arriverà la pioggia. Questo lo san fare tutti. Loro invece sanno dirci con precisione a che ora passerà la prossima perturbazione, con quale intensità, come saranno i venti e quando tornerà il sereno. Certo anche loro commettono qualche errore, ma chiunque vada per mare o in montagna non avrà problemi ad ammettere che rispetto a vent'anni fa la precisione di un bollettino meteo è oggi impressionante.

Non così si può dire di noi economisti: eravamo molto imprecisi vent'anni fa e lo siamo ancora. Perché non abbiamo saputo tenere il passo dei meteorologi?

Una prima risposta è che i modelli degli economisti sono meno precisi, perché riguardano l'erratico e irrazionale comportamento umano, non le leggi ferree delle scienze naturali. Può darsi, ma negli ultimi vent'anni gli economisti hanno prodotto un'enorme quantità di ricerca sulle imperfezioni dei mercati, l'incertezza, le asimmetrie informative e i comportamenti dettati dalle interazioni di gruppo e dalla

razionalità limitata. Queste ricerche hanno chiarito molti comportamenti microeconomici degli operatori nei singoli mercati. A livello teorico gli economisti non sono rimasti indietro rispetto ai meteorologi nella comprensione dei meccanismi che muovono le particelle dei sistemi da loro studiati, per quanto diversi possano essere una molecola d'ossigeno e un investitore di Wall Street.

Ciò che veramente manca agli economisti, e che invece i meteorologi hanno in abbon-

**Se non si è ripetuto un altro 1929 è perché gli interventi studiati a tavolino dagli economisti hanno avuto efficacia**

danza, sono i dati. Per due motivi. In primo luogo la frequenza degli eventi atmosferici significativi, soprattutto a livello macro, è molto maggiore di quella degli eventi economici. Nell'anno di Katrina, un fenomeno eccezionale paragonabile alla crisi economica attuale, sono state contate altre 29 tempeste tropicali di cui 15 si sono trasformate in uragani simili a quello che colpì New Orleans.

Non ci sono invece state 29 crisi nello stesso anno di quella attuale: per trovarne una paragonabile dobbiamo risalire al 1929. Ci sono voluti 40 anni per mettere insieme le 80 crisi bancarie su cui il Fondo mone-

tario internazionale ha elaborato un recente rapporto.

In secondo luogo, grazie ai computer, i meteorologi immagazzinano ogni anno non solo informazioni su almeno 20-30 eventi come Katrina, ma anche su miliardi di altri fenomeni che determinano il tempo atmosferico. Quasi ogni temporale, ogni goccia di pioggia, ogni alito di vento viene registrato in banche dati e studiato per capire come i singoli micro eventi possano determinare i macro fenomeni come un tornado. O anche solo, per capire i tempi di un cambio di stagione.

Sarebbe come se ogni volta che un consumatore compra il pane o firma un mutuo, un'azienda assume un lavoratore o investe in macchinari, un risparmiatore vende azioni o compra oro, queste informazioni venissero immagazzinate e utilizzate per comprendere

cosa è successo e cosa succederà. Tecnicamente questo è possibile, almeno per le transazioni elettroniche, ma la protezione della *privacy* ne impedirebbe l'utilizzo. E

quindi noi economisti ci troviamo con gli stessi computer dei meteorologi e modelli non molto peggiori, ma ci manca la loro mole di dati.

C'è però una cosa che i meteorologi fanno relativamente poco, e invece agli economisti viene chiesto continuamente di fare: modificare gli eventi, ossia fare politica economica. *Meteorhriller* a parte, non so quanto i meteorologi siano in grado di influire sui fenomeni da loro studiati. Almeno su questo, occorre dare atto agli economisti che qualcosa hanno imparato dai tempi della Grande Depressione: quanti lettori un anno fa avrebbero scommesso che la crisi si sarebbe fermata?

Non si è fermata per caso. Se il sistema non è arrivato al temuto *melt-down*, lo dobbiamo agli interventi studiati da chi si è preso la responsabilità di governare le grandi economie della terra in questa difficile burrasca. Spiace osservare che in Italia, dove il governo ha fatto molto meno di altri, il «tiro all'economista» sia diventato lo sport preferito proprio da quegli stessi governanti che beneficavano di una uscita dalla crisi prodotta dalle scelte coraggiose e incisive di altri.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Happy €ur



di Elfo e Felix Petruška

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Un libro, un caso**

a cura di **Fabio Ranchetti**

fabio.ranchetti@fastwebnet.it

# Quei ragazzi della City che ci hanno rovinato

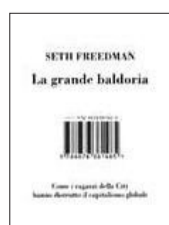
Il lavoro quasi autobiografico di Seth fotografa la miseria culturale della finanza troppo facile

Nell'immaginario collettivo, l'inizio dell'attuale crisi resterà fissata per sempre nelle fotografie degli impiegati e dei dirigenti licenziati dalle sedi di New York e di Londra di Lehman Brothers fallita che escono con gli scatoloni delle loro cose personali.

Sulla maggioranza di quegli scatoloni, vi erano le scritte di marche di assai costosi champagne. A molti sarà rimasta la curiosità di sapere che vita facessero quei signo-

ri, oltre a bere molto champagne.

Ogni curiosità di questo genere può essere soddisfatta con la lettura del libro di questa settimana. Il titolo originale è più preciso (peraltro la traduzione in italiano è ottima): *Binge trading*, ovvero «affari fuori controllo». *Binge*, in inglese, è tipicamente «lo sbalzo», come quelli di cui ci raccontavano le nostre cronache avvenissero quest'estate a Panarea tra gli adolescenti nostrani. Ma qui, evidente-



SETH FREEDMAN  
**LA GRANDE BALDORIA**  
Isbn Edizioni  
Milano 2009  
192 pagine  
17 euro

mente, si tratta di qualcosa di ben più grave per le sorti del mondo. L'obiettivo di Seth Freedman è infatti quello di raccontarci «com'è realmente oggi la vita nella City» (di Londra): «la storia vera dall'interno di denaro, cocaina e corruzione».

Dall'interno, in quanto l'autore entrò giovanissimo nella City nel 1999, da «giovane broker strafottente» (e strafatto), per uscirne cinque anni dopo e trasferirsi «tra le braccia di Israele e dell'eser-

cito israeliano», iniziare quindi una nuova vita di giornalista e scrittore nel paese eletto, e ritornare di nuovo a Londra nell'autunno del 2008 per scrivere questo libro, sfruttando i suoi antichi contatti.

Il libro è pertanto costruito sulla base di ricordi personali e di interviste recentissime. Pur non concordando assolutamente sulla tesi secondo cui ci racconterebbe «come i ragazzi della City hanno distrutto il capitalismo globa-

le», il libro espone tuttavia con assoluta chiarezza due fatti difficilmente controvertibili (e tra loro strettamente connessi). Il primo è la straordinaria miseria culturale che, in generale (ci sono le eccezioni), le gloriose istituzioni della City coltivano: «non ero incoraggiato a esprimere i miei sentimenti su nulla che andasse oltre l'ultimo risultato dell'Arsenal o le misurazioni di reggisenone delle donne che passavano in strada sotto la nostra finestra». Il secondo fatto è la dolosa o colpevole permissività di quanti avrebbero dovuto e potuto controllare che «i ragazzi» non distruggessero ricchezza nei loro pericolosi *binge trading*.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

SUPPLEMENTO AL  
**CORRIERE DELLA SERA**  
DEL 12 OTTOBRE 2009  
ANNO XIII - N. 32

Direttore responsabile  
**FERRUCCIO DE BORTOLI**  
Condirettore  
**LUCIANO FONTANA**  
Vicedirettori  
**ANTONIO MACALUSO,**  
**DANIELE MANCA,**  
**GIANGIACOMO SCHIAVI,**  
**BARBARA STEFANELLI**

© 2009 RCS QUOTIDIANI S.p.A.  
Sede legale:  
via A. Rizzoli, 8 - Milano  
Registrazione Tribunale di Milano  
n. 139 del 29 giugno 1948  
© COPYRIGHT RCS QUOTIDIANI S.p.A.  
Tutti i diritti sono riservati. Nessuna parte di  
questo prodotto può essere riprodotta con mezzi  
grafici, meccanici, elettronici o digitali. Ogni  
violazione sarà perseguita a norma di legge.  
REDAZIONE E TIPOGRAFIA  
Via Solferino, 28 - 20121 Milano  
Tel. 02-6339  
RCS PUBBLICITÀ S.p.A.  
Via Mecenate, 91 - 20138 Milano  
Tel. 02-50951

**CORRIERECONOMIA**

A cura di  
**MASSIMO FRACARO**  
Guido Cagnan  
Giuditta Marvelli  
Alessandra Puato  
Stefano Righi (caposervizio)  
Maria Silvia Sacchi  
Isidoro Trovato

Art director e progetto grafico:  
**GIANLUIGI COLIN**