

Alberto Lanzavecchia e Giulio Tagliavini \*

## **GARANZIE OPPORTUNE, GARANZIE CONTROPRODUCENTI**

Il d.lgs 21 maggio 2004 n. 170 ha introdotto nel nostro ordinamento il nuovo «contratto di garanzia finanziaria», offrendo così al sistema finanziario nazionale un nuovo modello di garanzia certo, efficace e coerente con le legislazioni dei principali paesi comunitari.

Il citato intervento legislativo, introducendo una duplice deroga ai principi generali del diritto civile, e, più precisamente, al divieto del patto commissorio e alle procedure di escussione delle garanzie, muterà radicalmente il funzionamento del mercato del credito, spingendolo ancor più verso la richiesta di strumenti di mitigazione del rischio di credito. Inoltre, in un contesto in cui è ormai prossima l'introduzione di due riforme di ben più ampia portata – il nuovo accordo di Basilea sull'adeguatezza del capitale delle banche (Basilea 2) e la riforma del diritto fallimentare – esiste la possibilità che l'eccessivo ricorso al nuovo strumento assuma un carattere strutturale, allontanando un obiettivo di medio periodo di maturazione di un mercato del credito funzionale alle esigenze delle banche e delle imprese. La presenza di una prassi di finanziamento garantito e, ancor di più, l'alta funzionalità di queste garanzie, scatenano infatti meccanismi che finiscono per creare svantaggi per il mutuante e per il mutuatario.

Mediante la metodologia del *focus group*, che ha coinvolto un diversificato e rappresentativo gruppo di qualificati operatori del mercato creditizio, abbiamo cercato di confermare o confutare gli svantaggi che sono individuabili a livello teorico. Le valutazioni sviluppate nell'ambito del focus group confermano, pur con dubbi ed esitazioni, la seguente tesi: una politica legislativa attenta anche al medio-lungo periodo dovrebbe agire non nel senso di massimizzare in via assoluta la protezione del creditore, ma nel senso di rendere equilibrata tale protezione, al fine di evitare disfunzionalità.

\* *Corresponding Author: tel. 0521.032347 – fax 0521.032201 – [giulio.tagliavini@unipr.it](mailto:giulio.tagliavini@unipr.it).*

*Gli Autori ringraziano Lucia Poletti e Beatrice Ronchini per il loro prezioso aiuto nell'organizzazione operativa del focus group.*

## 1. Premessa

Il d.lgs 21 maggio 2004 n. 170, nel recepire la direttiva europea 2002/47/CE, ha introdotto nel nostro ordinamento il nuovo «contratto di garanzia finanziaria», offrendo così al sistema finanziario nazionale un nuovo modello di garanzia certo, efficace e coerente con le legislazioni dei principali paesi comunitari<sup>1</sup>.

Le principali novità operative introdotte sono così riassumibili:

a) il creditore pignoratizio<sup>2</sup> qualificato<sup>3</sup> ha facoltà, anche in caso di apertura di una procedura concorsuale, di procedere alla vendita delle attività finanziarie oggetto del pegno, traendo il corrispettivo a soddisfacimento del proprio credito, fino a concorrenza del valore dell'obbligazione garantita; ovvero:

b) ha la facoltà di appropriarsi delle attività finanziarie oggetto del pegno; ovvero:

c) ha la facoltà di utilizzare il contante oggetto della garanzia per estinguere l'obbligazione finanziaria garantita.

La maggiore semplificazione ed efficienza del contratto consentono di tutelare in modo più incisivo ed efficace il creditore qualificato in relazione ai tempi ed alla sicurezza dell'escussione di garanzie prestate. Le regole aggiuntive riguardano il fatto che il creditore qualificato ottiene il soddisfacimento in deroga alle ordinarie regole<sup>4</sup> in base alle quali la vendita della cosa data in pegno deve avvenire all'incanto e previa intimazione (contro la quale il debitore può presentare opposizione) e l'assegnazione in pagamento della cosa oggetto del pegno va domandata al giudice. Il citato decreto consente, inoltre, la clausola «*close out netting*»: in caso di *default* del creditore, le obbligazioni divengono immediatamente esigibili concretandosi nell'obbligo di versare un importo pari al loro valore corrente. Più esattamente, si procede con il calcolo del debito di ciascuna parte ed alla estinzione dei reciproci rapporti

<sup>1</sup> Sull'interpretazione in chiave evolutiva del sistema della garanzia si veda: Girino (2005).

<sup>2</sup> Più precisamente, la garanzia finanziaria può essere costituita mediante il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, o qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie.

<sup>3</sup> Il contratto di garanzia finanziaria deve avere come controparte Autorità Pubbliche, Banche Centrali, Banche multilaterali di sviluppo, il FMI, la BEI, o, soprattutto, enti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, in ciò includendo gli enti creditizi e le imprese di assicurazione.

<sup>4</sup> È evidente la deroga al divieto di patto commissorio sancito dall'art. 2744 c.c.

con il versamento del saldo netto (eventualmente a valere sulla garanzia rilasciata).

L'intervento legislativo, riformulando la posizione del creditore bancario in caso di difficoltà del mutuante e le procedure operative per il recupero del credito, produce anche l'effetto indiretto di modificare le regole di funzionamento del sistema finanziario e, in particolare, del mercato del credito. Con garanzie maggiormente funzionali, in termini di riduzione dei tempi di recupero e del valore della perdita attesa, è possibile per le banche affrontare prestiti più rischiosi o di maggior ammontare o comunque di allontanare la soglia di razionamento del credito. In tal modo, è possibile far giungere alle imprese maggiori risorse finanziarie e tali impieghi non verrebbero revocati dalla banca ai primi segnali di difficoltà.

Ad una prima lettura, il recepimento della direttiva europea ha comportato effetti positivi sia sotto la visuale della banca (più efficacia nel recupero del credito) sia sotto la visuale dell'impresa (mercato del credito più funzionale e più liquido). Ad una lettura più attenta, la tesi alternativa è che il provvedimento è invece controproducente verso un obiettivo di medio periodo di maturazione di un mercato del credito funzionale alle esigenze delle banche e delle imprese. La presenza di una prassi di finanziamento garantito e, ancor di più, l'alta funzionalità di queste garanzie, scatenano infatti meccanismi che finiscono per creare svantaggi sia per il mutuante che per il mutuario.

Occorre quindi osservare con molta attenzione quali siano gli effetti connessi all'uso di garanzie a supporto di finanziamenti.

Per validare o confutare i possibili effetti connessi ad una politica del credito eccessivamente sbilanciata sulla richiesta di garanzie, è stata utilizzata la metodologia del *focus group*, che ha coinvolto un diversificato e rappresentativo gruppo di operatori qualificati del mercato creditizio. In particolare, hanno partecipato al focus group, coordinato dagli Autori: un docente economista; due direttori di filiale, responsabili delle relazioni con le imprese, appartenenti a due istituti creditizi attivi nel nord Italia su base regionale; due responsabili dell'ufficio legale di ulteriori due istituti creditizi, l'uno attivo su base interregionale, l'altro su base nazionale; un avvocato civilista; tre commercialisti di ampia e diversificata esperienza professionale; un direttore di un confidi attivo su base regionale; un consigliere di amministrazione di un gruppo bancario italiano, attivo anche all'estero. La metodologia del focus group è stata prescelta in considerazione dell'insufficienza di basi informative quantitative atte a sondare le ipotesi di interesse. In un contesto tematico in cui non è chiaro quale sia la causa e quale sia la conseguenza, in un campo decisionale in cui non sono chiari gli elementi tenuti in considerazione dai banchieri e dai finanziati, in un ambito accademico entro cui le analisi sono frequentemente condotte con un livello di astrattezza eccessivo rispetto alle

sensibilità degli operatori, è sembrato utile, agli autori di questo intervento, raccogliere su base attenta i punti di vista diffusi tra gli operatori<sup>5</sup>.

Nel seguito del lavoro verranno analizzati gli effetti collaterali del prestito garantito. Per ciascuno di questi, si esporranno i risultati della verifica delle ipotesi interpretative dei diversi profili di funzionalità e di disfunzionalità del fenomeno esaminato.

## **2. Gli effetti funzionali e disfunzionali del prestito garantito**

La letteratura finanziaria ha fornito diversi spunti che mettono in luce gli effetti positivi e negativi indotti dalla presenza di garanzie collaterali ai prestiti bancari; in diversi casi questi spunti interpretativi sono giudicati dagli operatori di eccessiva astrattezza. Le recenti esperienze e alcune innovazioni regolamentari suggeriscono nuove considerazioni, ulteriori a quelle sottolineate in passato. Il tema degli effetti delle garanzie sui mercati finanziari è infatti influenzato da eventi recenti, tra i quali è utile ricordare i seguenti: l'introduzione sopra citata della nuova disciplina della garanzia finanziaria; la precedente introduzione e poi affinamento della innovativa disciplina tributaria disincentivante dei prestiti garantiti; la nuova considerazione, di imminente vigenza, delle garanzie nel campo della vigilanza prudenziale del capitale delle banche; le esperienze in tema di emissioni obbligazionarie di imprese poi cadute in dissesto, da alcuni interpretate come operazioni di trasferimento del rischio non garantito in capo al mercato.

Sulla base dei tradizionali schemi interpretativi di matrice accademica e sulla base dei nuovi spunti provenienti dalle suddette nuove sollecitazioni, abbiamo organizzato il nostro lavoro raccogliendo preliminarmente, in modo organico, le varie valutazioni teoricamente plausibili in capo a dieci proposizioni. Queste dieci proposizioni sono state espresse in modo sintetico e cordate da alcuni rilievi statistici e da alcune considerazioni di inquadramento generale. Tale materiale preliminare è stato discusso in un focus group per capire quali siano le variabili decisionali assunte dagli operatori. L'ipotesi di rilievo, da cui ci è sembrato utile partire, è che i comportamenti concreti degli operatori non derivano tanto da sofisticate teorie o da modelli interpretativi complessi, ma essi derivano dal punto di vista e dalle sensibilità (giuste o meno giuste che siano) degli operatori stessi.

La parte seguente riassume i punti di vista che sono risultati prevalenti nell'ambito della discussione. La nostra esposizione rielabora conseguentemente le varie ipotesi interpretative non in considerazione di ciò che è vero o

<sup>5</sup> La letteratura sulla metodologia del focus group è molto vasta. Cfr. Zammuner (2003), Corrao (2001).

ciò che non è vero, non in considerazione di ciò che è teoricamente solido o ciò che solido non è, ma in considerazione di ciò che ci è sembrato il punto di vista degli operatori, vero condizionamento del funzionamento del credito garantito.

**Proposizione I: «Le garanzie sono indispensabili per la concessione del credito, perché sono una conseguenza della sottocapitalizzazione strutturale delle imprese italiane»**

Un mercato del credito bancario in cui le garanzie non siano tutelate in modo efficace dall'ordinamento non può funzionare efficacemente<sup>6</sup>. Infatti, se le garanzie non sono efficaci<sup>7</sup>, presumibilmente ben presto verranno abbandonate; tuttavia, senza le garanzie collaterali, viene meno:

- la possibilità di capire se il proponente dell'iniziativa ci crede veramente;
- la possibilità di recuperare il credito e quindi non si riesce a difendere il capitale della banca.

Le garanzie sono indispensabili ancor di più in quanto le imprese italiane sono mediamente sottocapitalizzate; in quanto sottocapitalizzate le imprese propongono progetti assai rischiosi (maggior rischio finanziario, a parità di rischio operativo); a tali livelli di rischio, in presenza di asimmetrie informative, si accentua il *credit rationing* operato dalle banche<sup>8</sup> o la richiesta di garanzie collaterali<sup>9</sup>.

In altri termini, fintantoché la sottocapitalizzazione delle imprese rimarrà un fenomeno strutturale, ancorché presenti evidenti segnali di miglioramento (tab. 1), il credito garantito sarà l'unica soluzione possibile per l'erogazione del credito bancario, più segnatamente, se a lungo termine (tab. 2).

È logico quindi domandarci se la garanzia sia una conseguenza della ge-

<sup>6</sup> I risultati di una recente analisi empirica condotta in Italia mostrano che laddove la tutela giudiziaria sia più debole, maggiore risulta il ricorso delle imprese al credito commerciale, ossia minore il ricorso al mercato creditizio. Cfr. Carmignani (2004, p. 11).

<sup>7</sup> In letteratura diversi Autori sostengono che in presenza di bassi livelli di tutela giuridica dei diritti del creditore si possono determinare fenomeni di razionamento del credito. In tal senso, si veda: Burkart e Ellingsen (2002); Bianco *et al.* (2001), Fabbri (2001) in Carmignani (2004).

<sup>8</sup> Cfr. Stiglitz e Weiss (1981).

<sup>9</sup> In assenza di asimmetrie informative, le garanzie non hanno ragione di esistere: «[...] if all creditors are informed, the secured creditor will charge a lower interest rate because it is secured, whereas the unsecured creditors will charge higher interest rates because the pool of assets available to satisfy their claims has shrunk. The debtor's total interest bill is thus unaffected by the existence of security. Since the issuance of secured debt is costly, however, the debtor would be worse off with security than without it. Firms would never sell secured debt». Cfr. Schwartz (1981, p. 8).

TAB. 1. *Composizione delle passività finanziarie delle imprese (fine periodo)*

Paesi e anni	Titoli	Prestiti	Azioni	Debiti commerciali e altre passività
<i>Quote percentuali sul totale</i>				
Francia				
1995	5,8	27,9	47,2	19,1
2000	4,7	17,1	66,9	11,3
2003	6,6	24,4	54,8	14,2
Germania				
1995	2,8	40,4	43,8	13,0
2000	1,5	34,9	51,8	11,9
2003	3,0	39,2	44,4	13,4
Italia				
1995	1,4	40,3	35,9	22,4
2000	1,1	29,1	54,8	15,0
2003	2,6	33,1	46,5	17,8
Spagna				
1996	2,5	22,8	47,1	27,6
2000	1,0	22,6	52,3	24,2
2003	0,6	27,9	47,0	24,6
Area dell'euro				
1995	3,5	34,8	44,0	17,7
2000	2,7	26,8	57,7	12,7
2003	3,9	32,8	48,5	14,8
Regno Unito				
1995	6,2	23,1	62,5	8,10
2000	7,9	21,3	65,9	4,8
2003	10,8	30,5	53,3	5,3

Fonte: Banca di Italia (2005, p. 268).

nerale situazione di sottocapitalizzazione delle imprese italiane. Abbiamo quindi sottoposto a verifica all'interno del *focus group* la tesi sopra formulata. Si è rilevato che 9 su 11 partecipanti sono d'accordo con tale affermazione. In particolare, le garanzie offerte dal proponente, ma esterne all'impresa (*outside collateral*), veicolano segnali ben precisi sulle informazioni e sulle performance attese note solo all'imprenditore. Con la concessione della garanzia, l'imprenditore comunica la sua fiducia e il suo *commitment* sulla buona riuscita dell'iniziativa. Inoltre, le garanzie consentono di superare il principio della responsabilità limitata della società di capitali, privando così l'imprenditore della *default put option* che altrimenti gli spetterebbe, cioè la sua facoltà di lasciar fallire l'impresa qualora, anche nel medio periodo, il valore del passivo è atteso essere superiore al valore dell'attivo<sup>10</sup>. La rinuncia «al diritto di

<sup>10</sup> Sull'interpretazione del valore del debito nel contesto della teoria sul valore delle opzioni, si veda, Brealey e Myers (2003).

TAB. 2. *Quota prestiti garantiti sul totale dei crediti a medio e lungo termine*

	2003	2004	Variazione 2001-04
% prestiti a imprese di maggiori dimensioni assistiti da garanzie	71% (di cui 57% garanzie reali)	72% (di cui 56% garanzie reali)	+1% +3%
% prestiti a imprese di minori dimensioni assistiti da garanzie	n.d.	83% (di cui 65% garanzie reali)	

Fonte: Banca di Italia (2005; 2004).

fallimento» offre un valore segnaletico<sup>11</sup> tanto più determinante quanto più persiste l'asimmetria informativa fra le parti<sup>12</sup>, come nel caso di progetti di *start up*, difficilmente valutabili dalla banca.

### **Proposizione II: «La garanzia è la causa della sottocapitalizzazione delle imprese»**

Esiste ampia letteratura, teorica ed empirica, sulle relazioni tra efficacia degli strumenti di tutela del credito e struttura finanziaria delle imprese<sup>13</sup>. Se il banchiere è adeguatamente tutelato da una garanzia, viene meno l'incentivo principale che spinge il creditore ad esigere una corretta capitalizzazione dell'impresa<sup>14</sup>. La presenza di capitale di rischio serve, infatti, proprio a tutelare i terzi finanziatori dalle oscillazioni di valore dell'attivo<sup>15</sup>. Se la categoria «terza» che osserva con più attenzione la gestione finanziaria del debitore è comunque tutelata, non ha più interesse ad esigere la presenza di un adeguato livello di mezzi propri. A ben vedere, nel caso di garanzie esterne all'im-

<sup>11</sup> Per una illustrazione più formale di un modello di equilibrio basato sul trade off tra default strategico e garanzie rilasciate, si veda: Kehoe e Levine (1993), Dubey, Geanakoplos e Shubik (2005).

<sup>12</sup> La letteratura sugli effetti delle asimmetrie informative nei prestiti bancari è vastissima. È generalmente affermato che le asimmetrie informative producono inefficienze allocative sul mercato del credito, maggiormente acute quando il ciclo economico è recessivo, sia con riferimento ai prestiti verso le imprese (Kiyotari e Moore 1997) che verso le famiglie (Stein 1995). Si veda anche, fra gli altri, Bernake e Gertler (1989), Kashyap, Scharfstein e Weil (1990), Gertler (1992) e Carlstrom e Fuerst (1997).

<sup>13</sup> Cfr. La Porta *et al.* (1998), Rajan e Zingales (1995).

<sup>14</sup> Anche escludendo la variabile «efficacia della garanzia», è possibile sostenere che esiste un incentivo ad aumentare il livello di indebitamento per ridurre i comportamenti opportunistici dei manager (azionisti di controllo). In tal senso, si veda: Harris e Raviv (1990, pp. 321-349).

<sup>15</sup> Basti pensare al ruolo del capitale nelle banche. Si veda, fra gli altri, cfr. Saita (2002).

presa, la capitalizzazione viene realizzata, ma è realizzata in modo separato ed in esclusiva ad un creditore particolare.

Ne deriva che le imprese sono spinte verso la debolezza finanziaria e, di conseguenza, una oggettiva difficoltà ad affrontare i momenti di congiuntura sfavorevole. Le ricadute e le conseguenze economiche a cui vanno, consapevolmente o inconsapevolmente incontro, interessano l'intero sistema economico.

Dalla verifica di ipotesi tramite il focus group è emerso che non è possibile accettare con un sufficiente grado di significatività la tesi sostenuta dalla proposizione II; la proposizione II non rientra dunque nel normale, condiviso punto di vista professionale; questa proposizione viene accolta solo sotto un profilo generale, come ipotesi interessante ed innovativa. Il punto di vista «garanzia conseguenza della sottocapitalizzazione» viene ritenuto più solido rispetto a quello alternativo «garanzia causa della sottocapitalizzazione», che tuttavia ha meritato qualche attenzione da parte del nostro panel. È possibile affermare che:

1. nelle imprese di minori dimensioni, o, in generale, laddove proprietà e management coincidono, lo strumento della garanzia esterna consente il duplice raggiungimento dell'obiettivo di ottenere i finanziamenti per l'impresa e quello di detenere patrimonio liquido al di fuori della stessa. Ciò è riconducibile principalmente alla volontà di comprimere oltremodo il reddito imponibile dell'impresa e di non far emergere liquidità extra aziendali; il tutto, con un evidente nesso di causa-effetto con il sistema tributario nazionale. In tal senso, l'eccesso di garanzie esterne è causa della sottocapitalizzazione strutturale delle piccole e medie imprese italiane, ma è una condizione scelta dall'imprenditore, con l'avvallo del sistema creditizio.

2. Se l'ordinamento tutela con grande efficacia le garanzie, il creditore in posizione di maggiore forza contrattuale è portato a richiederle con determinazione.

3. L'azione di *lobbying* sul Legislatore ha raggiunto l'obiettivo di ridurre il numero dei soggetti concorrenti (cioè quelli astrattamente interessati all'ottenimento di una garanzia finanziaria), di fatto, ai soli intermediari vigilati. A ben vedere, nel far prevalere gli interessi del sistema creditizio, si persegue anche il bene comune della tutela del risparmio e dello sviluppo economico.

4. Solo il fornitore in posizione dominante (ad es.: i fornitori di energia) è in grado di richiedere le garanzie già previste dal previgente ordinamento. Agli altri fornitori, in balia della forte concorrenza che caratterizza il loro ambiente competitivo, non rimane che minacciare rischi reputazionali<sup>16</sup> o di ricorrere ad accordi stragiudiziali<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Cfr. McMillan e Woodruff (1999).

<sup>17</sup> L'ampio ricorso agli accordi stragiudiziali operato dalle banche comporta che queste debbano preventivamente liquidare i fornitori e i piccoli creditori, al fine di evitarne l'opposizione. In tal senso: Bianco e Marcucci (2001).

Infine, alla luce del nuovo accordo sull'adeguatezza del capitale delle banche (Basilea 2), tale situazione potrebbe cambiare radicalmente. Paradossalmente, Basilea 2 spingerà le banche verso una ricerca spasmodica di strumenti di mitigazione del rischio. Fra questi, i più efficaci sono quelli che agiscono sulla LGD (*loss given default*), sulle quale il fattore tempo di recupero e il valore di recupero sono le due variabili chiave. Appare quindi evidente l'enorme ruolo che assumerà non solo la garanzia finanziaria, ma anche la garanzia prestata da soggetti non idonei a mitigare la PD (in quanto, ad esempio, non dotati di rating almeno pari ad A- e comunque superiore a quello della controparte garantita o perché enti non vigilati), ma che per certezza nel valore di recupero e tempi di escussione consentiranno una forte riduzione della LGD. Fra questi, basti pensare ai Confidi, ancorché non abbiano optato per il regime di intermediario vigilato.

**Proposizione III: «La garanzia altera la *par conditio creditorum* e, pertanto, deve avvenire perseguendo obiettivi di meritevolezza. La salvaguardia del sistema creditizio (funzionale allo sviluppo economico) è un obiettivo meritevole di tutela»**

Il principio base della legge fallimentare è la *par conditio creditorum*: tutti i creditori devono essere trattati allo stesso modo, senza preferenze. La *par conditio* consente una suddivisione e un frazionamento più ampi delle conseguenze delle insolvenze aziendali ed è quindi funzionale allo sviluppo dell'economia<sup>18</sup>.

Il Legislatore, nell'attuale legge fallimentare, utilizza due meccanismi per violare la *par conditio*: i privilegi e la forza contrattuale (di mercato). Il primo, persegue obiettivi di equità e di meritevolezza del credito; il secondo, ragioni di efficienza del sistema economico.

La garanzia su un particolare bene dell'impresa, o su un bene dell'imprenditore, è il frutto di una negoziazione di mercato fra le parti, proprio per creare una eccezione alla *par conditio*. La presenza di efficaci garanzie a vantaggio delle banche alterano pesantemente le possibilità di recupero degli al-

<sup>18</sup> La *par conditio* è sovente violata nell'ambito delle procedure stragiudiziali. Tuttavia, il comitato dei creditori «forti» che, in questa ipotesi, governa e decide, con effetti vincolati per tutti i creditori, sul piano di rientro, potrebbe essere spinto da comportamenti opportunistici. La gestione del *crack* del gruppo Ferruzzi del 1993 ne è un emblema. Il piano di risanamento fu affidato ad un comitato di 5 banche (300 banche coinvolte, di cui 130 estere). La gestione stragiudiziale del dissesto non comportò alcun significativo miglioramento di efficienza della procedura; le banche non appartenenti al comitato subirono perdite percentuali superiori; le banche del comitato si ritrovarono, infine, azioniste di controllo del gruppo risanato. Come noto, la tutela giuridica degli azionisti di minoranza è ben minore della tutela giuridica dei creditori di minoranza. La violazione della *par conditio* comportò così per i creditori di minoranza un duplice danno. In tal senso, si veda: Penati e Zingales (1997).

tri creditori. La motivazione della garanzia a favore di soggetti deboli è variamente giustificata e merita di essere mantenuta <sup>19</sup>. Al contrario, la tutela delle ragioni del credito di soggetti forti è invece poco giustificata. Non si capisce bene per quale motivo le ragioni del credito della banca debbano essere preferite alle ragioni del credito del fornitore (che ricordiamo, è stato escluso dal novero dei soggetti richiedenti una garanzia finanziaria).

Se si segue la regola di tutelare le ragioni del creditore che può avere gli effetti più penalizzanti dal fallimento del debitore, non è chiaro per quale motivo deve essere proprio la banca e non il fornitore ad essere preferito. La garanzia viene vista dalla teoria finanziaria come una operazione equivalente ad un aumento di capitale, ma il cui effetto va a beneficio solo dei soggetti garantiti, non di tutti i creditori come invece sarebbe un vero aumento di capitale. Se nel sistema viene introdotta la possibilità di emettere una incisiva garanzia a favore della banca, questa chiederà tale operazione e non chiederà più di realizzare un (quasi) equivalente aumento di capitale. La *par condicio* viene dunque allontanata due volte.

Se circoscriviamo l'analisi ai meccanismi di mercato che derogano alla *par condicio*, è possibile affermare che la garanzia ha la finalità di consentire la difesa della solidità delle banche e del sistema creditizio. In quanto tale, è pienamente giustificata. È vero che la garanzia altera sostanzialmente la *par condicio creditorum*, ma ciò deriva dalla forza contrattuale delle parti: alcuni creditori non hanno la forza o l'attenzione di farsi rilasciare una garanzia; le banche devono proteggere il capitale raccolto dai depositanti e quindi è opportuno che usufruiscano di tutte le possibilità offerte dal mercato per tutelare i loro investimenti.

La *par condicio* non è un bene desiderabile in sé. Ai fini dello sviluppo dell'economia e della salvaguardia del sistema creditizio, è opportuno che le perdite relative ai fallimenti aziendali non si concentrino sulle banche, ma che queste ne siano in buona parte isolate.

Abbiamo sottoposto a verifica la tesi contenuta nella proposizione III nell'ambito del focus group. È ampiamente emerso che, in sede legislativa, è opportuno alterare la *par condicio*, attraverso il meccanismo dei privilegi, solo nel perseguire obiettivi di meritevolezza. Le deroghe «di mercato» possono avvenire solo perseguendo obiettivi di efficienza (tempi e certezza del diritto) del sistema economico. In via maggioritaria, ma non totalitaria, è opportuno affidare al sistema creditizio strumenti più incisivi nella tutela del credito. Sia perseguendo finalità di tutela del risparmio, sia perseguendo finalità di favorire l'accesso al credito e la rapida soluzione dei dissesti aziendali.

<sup>19</sup> Vale la pena sottolineare che i meccanismi attuali di tutela delle garanzie e dei privilegi di alcune classi di creditori hanno deboli fondamenti e dovrebbero essere riformulati.

**Proposizione IV: «La garanzia diminuisce il *monitoring* esercitato dalle banche sull'operato delle imprese finanziate»**

La banca, secondo la teoria degli intermediari finanziari, è «delegata» al *monitoring* sull'impresa<sup>20</sup>. Gli altri creditori, e il sistema economico nel suo complesso, si giovano del fatto che le risorse finanziarie vengono investite nei progetti d'impresa da soggetti professionali che seguono passo passo lo sviluppo degli affari condotti dal debitore. È evidente che, protetti da una garanzia, le banche hanno un incentivo molto debole a svolgere questa funzione di *monitoring*. Ne deriva un alleggerimento, nell'ambito del portafoglio prestiti, di tutte quelle posizioni che non offrono o condizioni eccellenti di performance o condizioni assai sicure di garanzia. La garanzia lavora nel senso di «desensibilizzare» il banchiere nei confronti delle reali prospettive dell'impresa finanziata<sup>21</sup>. Offre un sollievo di breve termine, ma crea le premesse per un performance più limitata del portafoglio prestiti nel medio periodo<sup>22</sup> e concorre a ridurre la competitività dell'economia.

Dalla verifiche condotte nel focus group è possibile affermare che:

– Tale affermazione è vera, ma solo con riferimento agli affidamenti classificati «a breve termine» (ancorché, di fatto, con il meccanismo del rinnovo o del termine «a revoca» essi hanno carattere di stabile risorsa di finanziamento). Ne è prova il fatto che il valore delle garanzie, dopo pochi anni dalla costituzione, risulta spesso dimezzato, senza che nel periodo sia occorsa alcuna richiesta di ricostituzione.

– Le garanzie più significative richieste dalle banche avvengono a rinforzare i finanziamenti a lungo termine stipulati in occasione di piani di ristrutturazione, di risanamento o comunque di finanza straordinaria. In tali circostanze, il coinvolgimento della banca è tale che il *monitoring* successivo è assicurato.

– Il *monitoraggio* più efficace avviene quando nel finanziamento sono previsti dei *covenant* da rispettare. Tali clausole contrattuali vengono inserite con o senza la presenza delle garanzie. Tuttavia, tale meccanismo necessita che la banca sia dotata di un sistema informativo e una procedura operativa in grado di monitorare l'andamento degli indicatori contrattuali. Assai spesso ciò non avviene: si richiedono in sede contrattuale, ma il loro controllo è lento, anche perché si traduce in un aggravio dei costi operativi (di *monitoraggio*) del finanziamento.

<sup>20</sup> Cfr. Stiglitz (1985, p. 140).

<sup>21</sup> «A secured creditor can focus his attention on the continued availability of his collateral and is largely free to disregard what the debtor does with the remainder of his estate», Cfr. Jackson e Kronman (1979, p. 1153).

<sup>22</sup> Sono assai noti nel nostro sistema creditizio i dissesti degli istituti di credito speciale che operavano sul medio termine, quasi completamente assistito da garanzie.

– Le banche valutano con difficoltà nuovi progetti o nuove imprese. In quella sede vengono assai spesso richieste delle garanzie collaterali per colmare l'asimmetria informativa, ma successivamente, permane l'incapacità di monitorare e valutare lo stato di avanzamento dell'iniziativa.

**Proposizione V: «La garanzia è l'effetto di bilanci non affidabili»**

Il *monitoring* avviene periodicamente attraverso l'analisi andamentale delle segnalazioni in Centrale rischi; a consuntivo, soprattutto attraverso l'analisi dei documenti societari, fra cui, *in primis*, il bilancio di esercizio.

In termini molto diretti potremmo dire che se la banca non è tutelata da una garanzia, allora ha un interesse effettivo a ricevere, da parte del debitore, una rendicontazione accurata, veritiera e corretta della gestione. Se invece è protetta in modo efficace da una garanzia, tale interesse viene meno. Se nel sistema si diffonde una prassi di finanziamento garantito, ne deriva che, al limite, tutti gli attori deputati al monitoring – le banche – sono potenzialmente interessati a bilanci significativi, ma in pratica nessuno li analizza.

Numerosi *crack* finanziari, anche di notevole impatto sul sistema economico, nascono proprio dalla scarsa significatività dei bilanci. Non è mai (o non ancora) stato dimostrato che le banche fossero a conoscenza del dissesto o della reale situazione finanziaria prima del *default*. Ciò confermerebbe la tesi qui esposta che le banche non analizzano e non pretendono, con la forza contrattuale che potrebbero vantare, bilanci rappresentativi dei fatti di gestione.

Tale tesi è ampiamente confermata dal focus group: non solo la garanzia è l'effetto di bilanci poco affidabili, ma, più in generale, di una scarsa quantità e qualità nel flusso informativo tra l'impresa e la banca. Peraltro, il fatto che nelle nuove iniziative (senza bilancio storico) risulti maggiore la richiesta di garanzie esterne, confermerebbe la relazione inversa tra livello di garanzie e significatività dei bilanci nelle pratiche di fido.

**Proposizione VI: «Le garanzie limitano il ricambio della leva imprenditoriale»**

Il favorire o il non favorire il prestito garantito ha un impatto notevole sul tipo di imprenditore che le banche decidono di finanziare.

Il finanziamento su garanzia viene visto in modo positivo da un imprenditore dotato di un ricco patrimonio familiare; si tratta, molto probabilmente, di una persona che ha ereditato una precedente attività economica (c.d. *old money*). Se le garanzie hanno un ruolo marginale nelle pratiche di affidamento, ne deriva un vantaggio (*rectius*, il venir meno di uno svantaggio) per l'imprenditore poco dotato dal punto di vista patrimoniale.

È utile esplicitare questo punto con un esempio. Immaginiamo che due giovani vogliano avviare una attività artigianale simile e che solo uno dei due

abbia un patrimonio ereditato, o comunque disponibile in famiglia da conferire a garanzia. Se le banche risolvono il problema della valutazione basandosi in parte importante sulla presenza della garanzia, ne consegue che uno dei due imprenditori ha un eccesso preferenziale al credito, a prescindere dalla propria abilità nello svolgere l'attività artigianale. Ne scaturisce un effetto iniquo (e potremmo pensare che non tocchi alla banca affrontare questo punto) ma, di pari rilievo, ne deriva un effetto di mancata selezione del progetto migliore, che non necessariamente è presentato dal soggetto patrimonialmente più dotato. La funzione allocativa della banca, che ha un ruolo aziendale ed un ruolo macroeconomico, è compromessa.

Con riferimento alla questione dell'impresa familiare ereditata, la politica basata sulla garanzia tutela l'erede dotato di un patrimonio anche a scapito dell'individuazione della soluzione più efficiente, in senso generale, per il passaggio generazionale. L'impresa finanziata su garanzia tende a proseguire l'attività fino a che la garanzia sia capiente; generalmente, almeno fino alla seconda o terza generazione. Se l'impresa viene finanziata senza garanzia, ne deriva un incentivo più incisivo per la rapida ridefinizione del progetto di impresa in caso di difficoltà.

Nelle more di una riforma del fallimento che introduca nel nostro ordinamento la possibilità per l'imprenditore di iniziare liberamente una nuova attività (la c.d. «*fresh start*»), ciò è ancor più vero qualora le garanzie rilasciate siano a vale sul patrimonio dell'imprenditore (*external collateral*).

Dalla verifica condotta nel focus group emerge che è condivisa la tesi in base alla quale la garanzia limita il ricambio generazionale (salvo il caso, ancora limitato, di *family buyout*), ma non anche che la garanzia sfavorisca le nuove iniziative. È opinione diffusa, ancorché non prevalente, che non sia compito delle banche finanziare le nuove iniziative; qualora ciò avvenga, non può che essere realizzato attraverso il ricorso di garanzie esterne. La banca, infatti, non riesce a colmare il *gap* informativo e valutativo delle nuove iniziative. Non foss'altro che per una ragione di economicità: la struttura di costo e di capitale delle banche comporta che la loro gestione si basi su processi standardizzati e che siano lavorati elevati volumi per processo. Elementi questi non riscontrabili nell'analisi di affidamento delle nuove iniziative<sup>23</sup>.

<sup>23</sup> Per inciso, è stato osservato come questo ruolo di «*screening* selettivo» e di assistenza nel *pricing* del rischio dell'iniziativa (necessariamente non standardizzabile in modelli di *rating* interni) possa essere svolto, per conto delle banche e in compartecipazione al rischio dell'iniziativa, da operatori che concentrino economie di scala e di apprendimento. Fra questi, appare naturale pensare ai Confidi, già segmentati per settore economico e operativi sulla stima dei tassi di *default* degli affidamenti erogati.

**Proposizione VII: «Le garanzie discriminano le imprese giovani o innovative, producendo effetti negativi sulla competitività del sistema economico»**

Se la prassi bancaria si impernia sulla garanzia, ne deriva che risultano relativamente preferiti progetti *asset based*. Una politica del credito basata sulla garanzia su beni tangibili crea uno svantaggio comparato per gli investimenti immateriali ed innovativi, che male si prestano ad essere inseriti su schemi garantiti.

Dall'analisi<sup>24</sup> di un campione di circa 200 imprese industriali italiane *venture backed* emerge proprio che gli interventi riguardano prevalentemente aziende che incontrano ostacoli nel reperire fondi esterni: aziende giovani, che operano in settori innovativi o in rapida espansione, di piccola e media dimensione, con un peso contenuto delle attività utilizzabili come garanzia di prestiti.

Tali evidenze sono confermate anche da altri sistemi finanziari, persino quelli più orientati al mercato dei capitali, anziché al mercato del credito (e.g. quelli anglosassoni). Un'analisi<sup>25</sup> condotta su un campione di imprese operanti nei paesi dell'area dell'euro e nel Regno Unito nel periodo 1994-2003 mostra che nelle imprese piccole o giovani (verosimilmente meno trasparenti per i finanziatori esterni), in quelle con una scarsa dotazione di attività da offrire a garanzia del debito e in quelle con una struttura finanziaria meno favorevole, gli investimenti dipendono in larga parte dall'autofinanziamento interno (esiste un limitato accesso a fonti esterne di capitale). Le differenze tra paesi appaiono in parte collegate a caratteristiche istituzionali: il ridotto accesso ai capitali è infatti più accentuato nei paesi in cui gli ordinamenti nazionali tutelano in maniera meno efficace gli interessi dei finanziatori esterni (creditori o azionisti di minoranza)<sup>26</sup>.

Appare dunque logico chiedersi, data per reale la discriminazione operata a svantaggio delle imprese giovani o innovative, se ciò non comporti anche nel medio periodo effetti negativi sulla competitività del sistema economico.

Essendo forse tautologica la tesi qui esposta, la discussione nell'ambito del focus group ha evidenziato da subito un unanime consenso. Tuttavia, da più punti di vista, viene riproposta l'idea che non sia compito della banca finanziare le nuove iniziative imprenditoriali; in ogni caso, è opportuno, in ipotesi di sviluppo di progetti innovativi, separare il finanziamento del progetto dal finanziamento dell'impresa.

Infine, si rileva una sensazione diffusa che questa descrizione corrisponda

<sup>24</sup> Cfr. Banca di Italia (2005, p. 269).

<sup>25</sup> Cfr. Banca di Italia (2005, p. 273).

<sup>26</sup> È noto che la struttura di capitale dipende dalla suddivisione tra insider e outsider, e i relativi strumenti di tutela o autotutela. Si veda: Jensen e Meckling (1976, pp. 305-360).

al contesto italiano, dove progetti di ricerca tecnologica e di sviluppo dei marchi trovano sempre più difficoltà ad essere finanziati.

**Proposizione VIII: «Maggiori sono le posizioni regolate in via stragiudiziale, maggiore sarà l'inefficacia delle procedure concorsuali avviate»**

Il decreto legislativo introduce forti elementi di efficienza nel processo di recupero del credito, che, come già detto, può avvenire al di fuori delle procedure concorsuali, purtroppo ancora oggi caratterizzate da complessità e lunghezza inaccettabili. Se le procedure concorsuali hanno profili di funzionalità non accettabili (tab. 3)<sup>27</sup>, ne deriva la necessità di introdurre regole di tutela per le banche, che di norma sono a credito nell'ambito delle liquidazioni fallimentari.

Questo ragionamento equivale ad abbandonare l'obiettivo di rendere funzionali le procedure fallimentari<sup>28</sup>. Se il credito delle banche viene regolato al di fuori delle procedure (tab. 4)<sup>29</sup>, ne deriva che non vi sono più soggetti che abbiano consistenti crediti da realizzare effettivamente alla conclusione delle stesse. L'unico incentivo che possa concretamente spingere il Legislatore, il curatore ed il giudice delegato a sveltire le procedure è la presenza di creditori che abbiano concrete e sostanziose posizioni a credito (i diritti in gioco devono essere di ammontare rilevante). Spingere verso l'escussione stragiudiziale, come previsto dal citato decreto legislativo, comporta che non ci sarà più un significativo interesse effettivo a chiudere le procedure concorsuali o a renderle più efficienti.

Nell'ambito del focus group, è ampiamente riconosciuto il ruolo pre-fallimentare della banca, in particolare nel suo tentativo di raggiungere un accordo con i fornitori tale da scongiurare l'avvio della procedura fallimentare. È evidente che se la banca è maggiormente tutelata anche dopo l'apertura del fallimento, allora questa non ha più l'incentivo a condurre la fase negoziale pre-fallimentare.

L'assenza di creditori «forti» insinuati del passivo depotenzia ogni incentivo verso la rapida chiusura della procedura.

<sup>27</sup> La durata attesa delle procedure giudiziarie influisce sulla valore attuale della perdita attesa, quindi anche sull'ammontare delle garanzie richieste *ex ante*, quindi diminuisce la possibilità effettiva delle imprese di ottenere finanziamenti. In tal senso, cfr. Carmignani (2004, p. 15).

<sup>28</sup> Siccome il credito bancario, a differenza del credito di fornitura, è generalmente assistito da garanzie, se solo la procedura fosse efficiente, le banche riuscirebbero a recuperare rapidamente gran parte del loro credito. In pratica, proprio per evitare i tempi e i costi dell'inefficienza giudiziaria, le banche preferiscono regolare le loro posizioni al di fuori delle procedure concorsuali, tramite accordi di natura privatistica.

<sup>29</sup> Sull'ampio ricorso da parte delle banche agli accordi stragiudiziali dei crediti si veda, Bianco e Chiri (1997) e Generale e Gobbi (1997).

TAB. 3. *Dati di Fallimenti per distretto di Corte d'Appello*

	1995	1998
Durata media Italia ( <i>anni</i> )	5,8	6,3
Durata massima per distretto di Corte d'Appello ( <i>anni</i> )	9,6	9,0
Durata minima per distretto di Corte d'Appello ( <i>anni</i> )	4,2	3,7
Perdita <sup>a</sup> subita Italia (in % alla massa passiva)	84,4	85,5
Perdita media più alta subita per Regione (in % alla massa passiva)	91,3	94,6
Perdita media più bassa subita per Regione (in % alla massa passiva)	72,1	78,5

<sup>a</sup> La perdita è data dalla differenza tra il passivo e l'attivo decurtato delle spese di procedura e della retribuzione al curatore.

Fonte: Nostre elaborazioni da Carmignani (2004).

TAB. 4. *Canali di recupero e quota di recupero dei crediti bancari (1999)*

	% di utilizzo del canale	Durata (anni)	Quota media recuperata
Procedure esecutive mobiliari	3	2,8	44
Procedure esecutive immobiliari	10	6,3	57
Concordati preventivi	5	6,2	36
Procedure fallimentari	21	6,8	27
<b>Accordi di tipo privatistico</b>	<b>41</b>	<b>2,1</b>	<b>68</b>
Altro (cessione crediti, art.58 TUB, ecc)	20	n.a.	n.a.

Fonte: Banca di Italia (2001, pp. 7-9).

### **Proposizione IX: «Le garanzie sono legate al fenomeno del multiaffidamento e spingono verso l'abuso del credito a breve termine»**

La presenza di consistenti garanzie non è estranea al fenomeno del multiaffidamento, che in Italia assume caratteristiche peculiari<sup>30</sup>. È evidente che se i finanziamenti hanno rischi unitari limitati, in considerazione delle garanzie prestate e dell'importo unitario, ne deriva che è possibile realizzare una notevole mobilità dei rapporti di finanziamento e il loro frazionamento presso diversi finanziatori (tab. 5)<sup>31</sup>.

<sup>30</sup> Secondo una recente ricerca, riferita su un campione di 1.079 grandi imprese europee, risulta che le imprese italiane si caratterizzano per il più elevato grado di multiaffidamento (15,2 banche per impresa contro una media di 5,6 per il totale del campione). Cfr.: Ongena e Smith (2000, pp. 26-56).

<sup>31</sup> Il tipico andamento a «*smile*» (valori medi delle nelle code superiori ai valori centrali) del fenomeno riportato nella figura tabella 5 è spiegabile da due ordini di motivi. Al crescere della dimensione aziendale, cresce sia la necessità per le banche di ridurre l'esposizione com-

TAB. 5. *Il grado di multiaffidamento e classe dimensionale (Italia)*

Classi di fatturato (min. di euro)	% di imprese						
	Mediana	Fino a 3 banche	4 banche	5 banche	6 banche	7 banche	Oltre 7
fino a 5	4	35,6	16,6	14,6	10,8	8,4	14,1
da 5 a 10	7	10,8	9,4	11,8	12,8	11,0	44,2
da 10 a 15	9	6,04	6,3	8,5	9,0	10,4	59,4
da 15 a 25	9	4,4	4,8	6,9	7,3	9,2	67,4
da 25 a 50	11	3,2	3,2	4,1	5,6	6,4	77,4
da 50 a 100	13	2,7	3,0	2,3	4,1	4,3	83,5
oltre 100	16	1,9	1,2	3,4	2,5	2,7	88,3
Totale	7	16,6	9,7	10,2	9,4	8,7	45,4

Fonte: Unicredit Banca d'Impresa (2004, p. 27).

Se la garanzia fosse meno diffusa, o rifiutata dagli affidati, o ostacolata dall'ordinamento, ne deriverebbe che i rapporti di finanziamento sorgerebbero solo in conseguenza di una analisi di fido approfondita, basata su dati prospettici, rivelatrici di un *commitment* forte da parte del finanziatore. In questa ipotesi la mobilità del finanziato diverrebbe assai più precaria a vantaggio di relazioni banca-impresa più solide, approfondite, di lungo periodo.

La stessa rilevanza dell'alta quota di finanziamenti a breve termine, ancorché in diminuzione, non è probabilmente estranea alla diffusione della garanzia. Immaginiamo due imprenditori: uno assegna alla sua banca una garanzia capiente, l'altro si rifiuta, pur avendo il patrimonio personale necessario di conferirla. Quale sensibilità avrebbe il primo imprenditore verso la richiesta che il finanziamento fosse revocabile a vista? Probabilmente non avrebbe nessuna difficoltà in questo senso, in quanto il meccanismo di rientro effettivo è governato dalla capienza della garanzia. Quale sensibilità avrebbe invece il secondo imprenditore? Probabilmente non accetterebbe la clausola di salvo revoca perché la banca avrebbe un vero potere discrezionale che potrebbe mettere in forte difficoltà la sua gestione.

Le tesi sulla conduzione del rapporto tra banca e impresa verificate nel focus group sono state dunque due: *i*) se la garanzia spinge verso il multiaffidamento; *ii*) se la garanzia spinge verso il ricorso al credito a breve.

La prima tesi è confermata, la seconda confutata. In particolare, la presenza di garanzie personali esterne, anche ricevute da persone al di fuori del

pletiva verso il singolo affidato e cresce il bisogno da parte dell'impresa di avere interlocutori diversi per ogni area geografica di attività. Con riferimento alle PMI, al contrario, il fenomeno è riconducibile all'opacità informativa, che spinge le banche a frazionare il rischio (o l'imprenditore ad operare con più banche, mostrando a ciascuna solo una parte delle informazioni). In tal senso: cfr. Unicredit Banca di impresa (2004).

«consolidato famiglia-gruppo di imprese», in ciò includendo anche i Confidi, è sì figlia dell'opacità informativa, ma soprattutto, almeno nella classe dimensionale di riferimento degli operatori coinvolti nel focus group (la piccola e media impresa), è legata all'intensità del credito bancario (in rapporto al fatturato), alla rischiosità dell'impresa e alla possibilità di spendere la medesima garanzia su diversi intermediari (multiaffidamento).

La seconda tesi, invece, è smentita dall'evidenza, diametralmente opposta alla tesi oggetto di validazione, che è l'imprenditore che sceglie autonomamente la forma tecnica di finanziamento a breve termine. Dal momento che sceglie anche di comunicare poco e male con la banca, sopporta la conseguenza di dover offrire le garanzie collaterali.

**Proposizione X: «Il prestito garantito produce effetti sulla cultura bancaria»**

È noto a tutti che la valutazione del prestito sulla base della garanzia è particolarmente avvilente sotto il profilo professionale. La valutazione prospettica delle imprese e la concessione di credito su ipotesi di generazione di *cash flow* e di analisi degli equilibri finanziari prospettici sono occasioni di grande crescita professionale. In teoria, si potrebbe sostenere che sono entrambe necessarie. In pratica ciò non accade. La cultura che si forma all'interno di una banca finisce per fare perno su uno solo dei due elementi. Il letterato si usa spesso la metafora dei «due argini»<sup>32</sup>. L'affidabilità intrinseca del finanziato è il primo argine che garantisce la prosecuzione del rapporto creditizio. In caso di sfondamento di questo argine ne è stato predisposto, all'esterno, uno di sicurezza, che fa leva sulla garanzia. Come sanno bene le persone che abitano di fianco ad un fiume, si finisce sempre per credere in un solo argine, ed è su quello che si concentrano le opere di manutenzione.

Dall'ultima verifica condotta nel focus group, gli esponenti del settore creditizio, in linea generale, sono d'accordo sul fatto che sia auspicabile un'analisi basata sulle prospettive dell'impresa. In pratica, i costi di acquisizione delle informazioni (fase di *screening and selection*), da un lato, e i costi di monitoraggio dell'andamento aziendale (*monitoring*), dall'altro, rendono più conveniente la richiesta delle garanzie (quindi l'analisi di un solo argine).

Ciò sarà vero anche con l'entrata di vigore di Basilea 2. Se è vero, infatti, che le garanzie «non Basilea 2 *compliance*», non consentiranno una riduzione nell'assorbimento di capitale per la banca, è altrettanto vero che avranno sempre effetti sul recupero della LGD. Dal momento che il costo del capitale è un costo figurativo, di valore discrezionalmente immaginato dall'azionista di controllo, mentre le erogazioni, i rimborsi e le perdite su crediti sono flus-

<sup>32</sup> Cfr. De Laurentis (2001).

si di cassa reali, è evidente che sia sempre e comunque preferibile, qualora si persegua una sana e prudente gestione bancaria, la richiesta di garanzie collaterali. Inoltre, anche la politica di *pricing* non svantaggerebbe il Cliente: la componente di costo del credito riferita al consumo di capitale proprio (*rectius*, al rendimento alternativo sull'impiego di capitale di vigilanza), è di gran lunga inferiore, quasi marginale, al costo calcolato sul valore della perdita attesa.

### 3. Conclusioni

La discussione che abbiamo gestito con gli operatori ci ha permesso di mettere a fuoco con chiarezza alcune sensibilità che condizionano i comportamenti dei banchieri e degli imprenditori. Sotto un profilo generale, ci ha colpito il fatto che l'impostazione interpretativa complessiva è, quasi generalmente, di orientamento tradizionale. Gli operatori pensano, in fondo, che la garanzia frequentemente sia un elemento essenziale dello scambio finanziario e che, negli altri casi, sia un elemento molto importante. Questo elemento potrà avere dei difetti e comportare delle disfunzionalità rispetto ad un modello astratto, ma questa diffusa soluzione viene giudicata di difficile superamento. Parafrasando un detto celebre, abbiamo trovato che per i nostri interlocutori il prestito garantito è un pessimo modo per esercitare l'attività creditizia, ma migliore di tutti gli altri. Il nostro punto di vista di partenza, probabilmente influenzato da schemi di ragionamento astratti e di natura accademica (nel senso negativo del termine), era più critico verso l'ampia diffusione del prestito garantito e tendeva a considerare la garanzia quasi una modalità contrattuale del passato; abbiamo prontamente rivisto il nostro punto di vista, considerando la più diffusa sensibilità.

Sempre sotto un profilo generale, ci ha poi colpito il fatto che gli operatori sono riluttanti a considerare come effettivamente meritevoli di attenzione obiettivi diversi da quello del recupero del credito da parte del banchiere. Le ipotesi da noi sottoposte hanno riguardato ambiti diversi, tra cui: la tutela dei creditori «deboli»; il temperamento degli interessi organizzati nell'ambito di un disegno generale di *par condicio creditorum*; gli incentivi verso una maggiore capitalizzazione delle imprese; gli incentivi verso una effettiva trasparenza informativa; l'incentivazione all'innovazione; l'aiuto al ricambio della leva imprenditoriale. Secondo il nostro giudizio, su questi aspetti è la sensibilità degli operatori che è ancora insufficiente. Siamo convinti che questi profili di ragionamento siano effettivamente degni di superiore attenzione. Anche l'accademia (nel senso positivo del termine) deve esercitare un ruolo in questo senso.

#### 4. Bibliografia

- Banca di Italia (2001), *Bollettino di vigilanza*, n. 12.
- Banca di Italia (2004 e 2005), Relazione annuale.
- Bernanke B. - Gertler M. (1989), *Agency costs, net worth and business fluctuation*, in «American Economic Review», vol. 79, n. 1.
- Bianco M. - Marcucci M. (2001), *Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessioni per l'economia italiana*, Banca di Italia.
- Bianco M. - Chiri S. (1997), *Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: investimenti e ristrutturazioni finanziarie*, in «Banche, Impresa, Società», vol. 16, n. 3.
- Bianco M. - Jappelli T. - Pagano M. (2001), *Courts and banks: effects of juridical enforcements on credit markets*, CSEF, Working paper n. 58.
- Brealey R.A. - Myers S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance* (Seventh Edition), McGraw-Hill, New York.
- Burkart M. - Ellingsen T. (2002), *In-kind finance*, CEPR, Discussion paper n. 3536.
- Carlstrom C. - Fuerst T. (1997), *Agency costs, net worth and business fluctuation: a computable general equilibrium analysis*, in «American Economic Review», vol. 87, n. 5.
- Carmignani A. (2004), *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, in *Temi di discussione*, Banca di Italia, n. 497.
- Cattaneo M. (a cura di) (1999), *Manuale di finanza aziendale*, Bologna, Il Mulino.
- Corrao S. (2001), *I focus group*, Milano, Franco Angeli.
- De Laurentis G. (2001), *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, Roma.
- Dubey P. - Geanakoplos J. - Shubik M. (2005), *Default and punishment in general equilibrium*, in «Econometrica», vol. 73, n. 1.
- Fabbri D. (2001), *Legal institution, corporate governance and aggregate activity: theory and evidence*, CSEF, Working paper n. 72.
- Gandolfi G. (2002), *La concorrenza nel settore bancario italiano*, Roma, Bancaria Editrice.
- Generale A. - Gobbi G. (1997), *Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamento delle banche*, in I. Angeloni, V. Conti e F. Passacantando (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Bologna, Il Mulino.
- Gertler M. (1992), *Financial capacity and output fluctuation in an economy with multi-period financial relationship*, in «Review of Economic Studies», vol. 59, n. 3.
- Girino E. (2005), *Le nuove garanzie finanziarie: semplificazione ed efficienza*, in «Amministrazione & Finanza», n. 3.
- Harris M. - Raviv A. (1990), *Capital structure and the informational role of debt*, in «Journal of Finance», n. 45.
- Jackson T.H. - Kronman A.T. (1979), *Secured financing and priorities among creditors*, in «Yale Law Journal», n. 88.
- Jensen M.C. - Meckling W. (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, in «Journal of Financial Economics», n. 3.
- Kashyap A. - Scharfstein D. - Weil D.N. (1990), *The high price of land and the low cost of capital: Theory and evidence from Japan*, Dattiloscritto.

- Kehoe T. - Levine D.K. (1993), *Debt-constrained asset markets*, in «Review of Economic Studies», vol. 60, n. 4.
- Kiyotaki N. - Moore J. (1997), *Credit cycles*, in «Journal of Political Economy», vol. 105, n. 2.
- La Porta R. - Lopez-De-Silanes F. - Shleifer A. - Vishny R.W. (1998), *Law and finance*, in «Journal of Political Economy», vol. 106, n. 6.
- McMillan J. - Woodruff C.M. (1999), *Interfirm relationship and informal credit in Vietnam*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 114, n. 4.
- Penati A. - Zingales L. (1997), *Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group*, CRSP Working Paper No. 466. <http://ssrn.com/abstract=224439>
- Ongena S. - Smith D.C. (2000), *What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence*, in «Journal of Financial Intermediation», n. 9.
- Rajan R. - Zingales L. (1995), *What do we know about capital structure: some evidence from international data*, in «Journal of Finance», vol. 50, n. 5.
- Saita F. (2000), *Il risk management in banca. Performance corrette per il rischio e allocazione del capitale*, Egea, Milano.
- Schwartz A. (1981), *Security interests and bankruptcy priorities: a review of current theories*, in «Journal of Legal Studies», n. 10.
- Stein J. (1995), *Prices and trading volume in the housing market: A model with down-payment effects*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 110, n. 2.
- Stiglitz J. (1985), *Money, credit and banking lecture*, in «Journal of Money, Credit and Banking», vol. 17, n. 2.
- Stiglitz J. - Weiss A. (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, in «American Economic Review», vol. 71, n. 3.
- Zammuner V.L. (2003), *I focus group*, Bologna, Il Mulino.

