Stefano Cosma

Il rapporto banca-impresa: le variabili relazionali e comportamentali nella valutazione del rischio di credito

G. Giappichelli Editore – Torino

ISBN 88-348-2326-5

€ 31,50

Il rapporto banca-impresa: le variabili relazionali e comportamentali nella valutazione del rischio di credito



Stefano Cosma

Il rapporto banca-impresa: le variabili relazionali e comportamentali nella valutazione del rischio di credito



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2002 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX: 011-81.25.100
http://www.giappichelli.it

ISBN 88-348-2326-5

Volume pubblicato nell'ambito di una ricerca realizzata con il contributo CNR.

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, comma 4 della legge 22 aprile 1941, n. 633 ovvero dall'accordo stipulato tra SIAE, AIE, SNS e CNA, CONFARTIGIANATO, CASA, CLAAI, CONFCOMMERCIO, CONFESERCENTI il 18 dicembre 2000.

Le riproduzioni ad uso differente da quello personale potranno avvenire, per un numero di pagine non superiore al 15% del presente volume, solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da AIDRO, via delle Erbe, n. 2, 20121 Milano, telefax 02-80.95.06, e-mail: aidro@iol.it

Ind

Ringr

Introd

1. Im
dia

1. Int
2. Un
3. Le
4. Il
imp
5. Lo
6. Le

2. L'i
nel

1. Int
2. Inf
zia
3. Inf
dia
4. Azi
5. Co
ren
6. Il r
7. La
8. Sca

Indice

pag.

Ringraziamenti IX

Introduzione XI

1. Impostazione teorica del rapporto di scambio con gli intermediari finanziari

1. Introduzione 1
2. Una scelta epistemologica funzionalista 4
3. Le funzioni del sistema finanziario 8
4. Il quadro teorico di riferimento: le condizioni di scambio perfette e imperfette 14
5. Lo scambio finanziario: definizione, caratteristiche e problematiche 19
6. Le forme di governo degli scambi finanziari 30

2. L'incertezza dello scambio finanziario: elementi di valutazione negli scambi isolati e negli scambi ripetuti

1. Introduzione 37
2. Informazione asimmetrica, incertezza e problemi degli scambi finanziari 40
3. Informazioni nascoste, i rischi di finanziamento e attività degli intermediari finanziari 45
4. Azioni nascoste e *moral hazard* 51
5. Contesti multiperiodali e scambi ripetuti: tratti caratteristici e differenze 57
6. Il ruolo dei contratti impliciti nello scambio finanziario 60
7. La reputazione come elemento di valutazione: caratteristiche ed efficacia 65
8. Scambi ripetuti, rinegoziazione e informazioni comportamentali 71

pag.

3. Il rapporto banca-impresa: i meccanismi di gestione dell'incertezza comportamentale

1. Introduzione 75
2. La relazione fra banca e impresa 79
   2.1. I fattori del rapporto banca-impresa 83
   2.2. Gli effetti del rapporto banca-impresa 90
3. *Commitment*, intermediazione finanziaria e *moral hazard* 100
   3.1. Una definizione di *commitment* 105
   3.2. Una valutazione del costo del *commitment* 111
4. La fiducia: definizione e caratteristiche 114
   4.1. Le funzioni della fiducia negli scambi finanziari e nella relazione banca-impresa 117
   4.2. Le condizioni della fiducia 123
5. La qualità delle informazioni, la fiducia e lo scambio relazionale 130
6. La fiducia, il *commitment* e il rapporto banca-impresa 135

4. *Internal rating based approach*: la valutazione della relazione bancaria

1. Introduzione 143
2. Il rischio di credito negli orientamenti di vigilanza: implicazioni per le banche 147
3. Il *rating*: aspetti definitori e struttura 154
4. Modelli di elaborazione delle informazioni: criticità nella misurazione del rischio creditizio 160
5. Le problematiche relative alla valutazione della relazione bancaria 167

5. La valutazione del rischio di credito: il ruolo delle variabili relazionali e comportamentali

1. *Relationship banking* e piccole e medie imprese: il *rating* creditizio 177
2. Le variabili qualitative: dalle variabili competitive alle variabili comportamentali 184
3. Le variabili qualitative di tipo relazionale e comportamentale 192
4. La logica *fuzzy*: aspetti definitori 201

pag.

5. La logica *fuzzy*: una possibilità di integrazione fra *relationship banking* e modelli di *rating* 213

6. La logica *fuzzy* nella valutazione delle variabili qualitative: un modello di *scoring*

1. Introduzione 221
2. Le aree di valutazione: le variabili qualitative analitiche 224
3. L'albero decisionale e/o di valutazione 234
4. Una prima verifica empirica della rilevanza delle variabili 240
5. La fuzzificazione degli *input* e la determinazione dei blocchi di regole 250
6. Il sistema di *scoring*: la valutazione finale 257
7. Considerazioni conclusive 266

Appendice 271

Bibliografia 283

Introduzione

L'analisi del rapporto fra banca-impresa ha assunto, per lungo tempo, una connotazione generale. Le modalità di interazione fra banche e imprese hanno finito, molto spesso, per coincidere con il rapporto più diffuso nel sistema bancario, senza precisi sforzi di differenziazione della natura dei vari segmenti di banche e di imprese e del loro comportamento.
L'evoluzione della letteratura e, per quanto riguarda l'Italia, le nuove istanze prodotte dalla deregulation e dall'aumento dell'intensità concorrenziale, hanno ampliato l'orizzonte di analisi, ponendo degli interrogativi più mirati alla natura del rapporto banca-impresa e alle variabili da considerare per esprimere un giudizio di adeguatezza.
La ricerca di nuovi modelli di interazione ha condotto ad una maggiore segmentazione strategico-operativa della clientela *corporate.* Nelle banche si è assistito ad una maggiore definizione dell'attività di *corporate banking*. Inoltre, l'analisi dei bisogni delle singole imprese ha condotto all'adozione di precise strategie di *corporate banking* e ad una graduale differenziazione organizzativa delle banche, necessaria a rendere coerente il sistema di erogazione del servizio alle esigenze e alle caratteristiche delle diverse tipologie di imprese. Queste nuove modalità competitivo-operative delle banche hanno sviluppato una maggiore attenzione sul tipo di rapporto esistente o da perseguire.
Questo lavoro analizza il contributo della relazione banca-impresa alla valutazione del rischio di credito. Le variabili relazionali e comportamentali costituiscono l'espressione del tipo di rapporto esistente e concorrono, in varia misura, a migliorare e a completare le dimensioni di analisi del rischio di credito specifico. L'analisi è svolta:

- sotto un profilo teorico, con l'obiettivo di creare un quadro concettuale di riferimento attraverso cui individuare le variabili qualitative in grado di riflettere i contenuti del rapporto banca-impresa esistente;
- sotto un profilo operativo, con l'obiettivo di verificare la rilevanza delle variabili relazionali e comportamentali, sperimentare le potenzialità della logica *fuzzy* nella loro elaborazione e migliorare la partecipazione dei gestori

corporate alla valutazione del rischio di credito; in questa direzione si colloca la proposta di un sistema di *fuzzy scoring*.

Le variabili relazionali, nella definizione accolta, sono elementi generalmente qualitativi la cui valutazione si fonda essenzialmente su informazioni di tipo esperenziale, acquisite nel corso del rapporto e che riflettono la natura della relazione esistente con il debitore. Le variabili comportamentali costituiscono una sottocategoria di quelle relazionali e riflettono i comportamenti assunti dal debitore, incorporando la qualità degli stessi e, soprattutto, le aspettative di quelli futuri.

L'analisi del contributo delle variabili relazionali alla valutazione della qualità creditizia di un debitore è condotta attraverso:

- una valutazione dei contenuti e delle caratteristiche del rapporto banca-impresa;
- la verifica del contenuto informativo e degli effetti della relazione;
- la verifica della loro rilevanza sul rischio di credito;
- l'individuazione di una modalità di valutazione accettabile in un'ottica di *credit risk management*.

L'analisi delle variabili relazionali necessita di alcune specificazioni sul ruolo della relazione nel finanziamento delle imprese e sulle caratteristiche di un rapporto banca-impresa per potersi definire relazione.

Il primo aspetto riguarda la definizione dei contenuti del rapporto banca-impresa e il suo ruolo nell'ambito dell'intermediazione finanziaria. La bilateralità dello scambio fra banca e debitore pone in essere differenti modalità operative di gestione. La classificazione di dette modalità permette di attribuire la giusta rilevanza alle differenti tipologie di rapporto esistenti e di coglierne il valore informativo e gli effetti sul rischio di *moral hazard*.

Il punto di partenza è costituito dalla definizione di scambio finanziario e delle condizioni che lo caratterizzano. Lo scambio finanziario non è istantaneo. I partecipanti hanno una razionalità limitata e comportamenti non ottimizzanti, agiscono all'interno di un mercato caratterizzato da costi di transazione e da difficoltà di armonizzazione delle preferenze, e possiedono informazioni non omogenee. Tutto ciò contribuisce a creare un elevato grado di incertezza del valore e della convenienza dello scambio finanziario (nello specifico del finanziamento) che riguarda, insieme, l'evoluzione futura dell'ambiente, la consapevolezza di aver effettuato la scelta migliore e i comportamenti degli altri partecipanti.

L'attenzione si focalizza soprattutto sull'incertezza comportamentale, relativa a tutti gli atteggiamenti, azioni e comportamenti posti in essere dai partecipanti

che influiscono direttamente sul valore dello scambio e sul rischio originari. In questo ambito, si concretizzano tutti i problemi di *moral hazard* e di agenzia tradizionalmente evidenziati dalla letteratura finanziaria.
La verifica della natura del rapporto banca-impresa segue un approccio funzionalista. L'analisi è svolta attraverso un paradigma condizioni - bisogni – attività al fine di evidenziare come le "condizioni" che caratterizzano lo scambio finanziario determinino il "bisogno" di gestire e risolvere i problemi e l'incertezza ad esse collegati. I mercati, gli strumenti e gli intermediari finanziari svolgono molteplici e variegate "attività" direttamente finalizzate al soddisfacimento dei bisogni degli operatori economici per il perfezionamento dello scambio finanziario.
Le banche riescono a risolvere il problema dell'elevata incertezza che caratterizza il finanziamento attraverso la loro capacità di creare un rapporto particolare con il richiedente fondi. Questa capacità rappresenta la ragione della loro maggiore efficienza nel perfezionamento degli scambi e ne giustifica l'intervento nell'ambito del finanziamento dell'economia e, in particolare, delle imprese di medie e piccole dimensioni. E' proprio l'analisi delle attività e delle modalità con cui le banche gestiscono l'incertezza che permette di cogliere le differenze fra le varie tipologie di rapporto banca-impresa. In questo senso, si distinguono tre grandi categorie: gli scambi isolati, formalizzati in modelli monoperiodali, gli scambi ripetuti, formalizzati in modelli multiperiodali, e gli scambi relazionali.
Gli *scambi isolati* focalizzano l'attenzione sul tentativo di eliminare o ridurre l'incertezza comportamentale attraverso l'utilizzo di contratti formalizzati, il ricorso a sanzioni e garanzie, la produzione di informazioni ad hoc, l'attivazione di covenant e di tutti i meccanismi atti a limitare la discrezionalità di comportamento. Lo scambio viene ritenuto occasionale, o almeno gestito come tale; l'effetto apprendimento non esiste e tutta l'attenzione è rivolta alla limitazione della possibilità di devianza dagli accordi e dalle promesse effettuate.
Gli *scambi ripetuti*, invece, tendono a valorizzare l'effetto apprendimento; i comportamenti attuali producono delle conseguenze nel periodo successivo e il costo dell'opportunismo aumenta poiché incorpora l'effetto prodotto sulle condizioni di finanziamento nel periodo successivo. In realtà, nonostante aumentino le possibilità di gestione del *moral hazard*, questi scambi amplificano i problemi di asimmetria informativa poiché diviene rilevante anche il comportamento futuro della banca e il grado di pubblicità delle informazioni sul lato dell'offerta (asimmetrie informative orizzontali). L'introduzione di una dimensione temporale più estesa pone il problema dell'efficacia successiva dello scambio oltre che dell'efficienza. In questi scambi, l'informazione deriva anche

dalle esperienze precedenti e gli obiettivi oltrepassano la fine del periodo considerato: ripetizione e multiperiodalità sanciscono la rilevanza del soggetto con cui si scambia. L'allungamento dell'orizzonte temporale tende a ridurre l'efficacia dei meccanismi utilizzati per limitare l'incertezza negli scambi isolati, dato che si pone un problema di *risk sharing* nel tempo e di *time inconsistency* rispetto alle promesse effettuate. I contratti impliciti divengono, quindi, una componente importante dello scambio, per gli ambiti più complessi e incerti, a causa delle difficoltà di trovare soluzioni efficaci per aspetti solo parzialmente conosciuti. La condizione per il mantenimento dei contratti impliciti è individuata nei costi associati al loro mancato rispetto, interpretati come la perdita di reputazione, i maggiori oneri prodotti dalla cessazione dello scambio e l'esistenza di investimenti specifici e costi non recuperabili.
Il passaggio da una modalità di scambio ripetuto ad una modalità di *scambio relazionale* richiede la presenza di due condizioni: l'esistenza di fiducia relazionale e di *commitment* reciproco. Esse sono in grado di assicurare un risultato migliore dello scambio finanziario. Infatti, il rapporto fra banca e impresa può preporsi finalità più ampie, legate non solo al rispetto delle promesse ma, anche, alla creazione di surplus relazionale, mediante forme di interazione in grado di generare comportamenti, reciprocamente migliorativi, che concorrono a migliorare il risultato complessivo.
Negli scambi ripetuti, il *commitment* si configura come una sorta di coinvolgimento forzoso, la cui credibilità è legata alla possibilità di recuperare i costi sostenuti o i benefici che ancora producono, in altre parole, all'esistenza di dipendenza da investimenti o costi specifici.
Negli scambi relazionali, il *commitment* è incrementale ed è associato all'esistenza di dipendenza motivazionale, in grado di permettere alla banca e all'impresa di raggiungere risultati migliori.
I vantaggi dell'esistenza di un *commitment* credibile, in una relazione fra banca e impresa sono legati alla maggiore capacità di distribuire i rischi e di superare i problemi di *time inconsistency*. In questa direzione, la relazione fra banca e impresa diviene una modalità di gestione dell'incertezza dello scambio finanziario fondata, oltre che su tutti i meccanismi individuati (contratti, incentivi, sanzioni, garanzie, interessi, regole di comportamento), anche sulla fiducia. Essa è in grado di semplificare le valutazioni di convenienza, di migliorare la credibilità del *commitment* e di aumentare la reciprocità e la dipendenza motivazionale. La fiducia si configura come l'aspettativa di comportamento positivo futuro assunto dall'altro partecipante, rilevante per la decisione attuale e non controllabile temporalmente o in modo assoluto. La fiducia diviene importante nelle situazioni d'incertezza e segue un processo soggettivo di valutazione attiva, basato sulle informazioni possedute e sull'esperienza diretta precedente. La

fiducia non è sostitutiva del calcolo (valutazione oggettiva) ma complementare, contribuendo alla sua semplificazione. La sua esistenza attribuisce una connotazione dinamica alle informazioni passate, che assumono un significato differente legato all'assunto che l'opportunismo esiste ma che non tutti i soggetti sono opportunisti. Tutti i meccanismi utilizzati per ridurre l'incertezza cessano di essere interpretati, unicamente, come strumenti atti a limitare le azioni future e divengono uno strumento prudenziale e conoscitivo del soggetto con cui si interagisce e dell'opportunità di concedere fiducia.

Le differenti tipologie di rapporto banca-impresa, quindi, non costituiscono unicamente delle modalità operative o strategiche. Le banche sono differenti dalle altre imprese: la gestione del rapporto con i clienti non può essere configurato in un ottica di marketing relazionale ma assume un respiro più ampio e strettamente connesso alle funzioni nei confronti del sistema economico. Questa capacità costituisce uno dei fattori di differenziazione della banca rispetto agli altri intermediari e al mercato, uno dei presupposti per la maggiore efficienza con cui essa supera i problemi legati all'esistenza di asimmetrie informative.

Il secondo aspetto analizzato riguarda il contenuto informativo della relazione. L'analisi si articola lungo due ipotesi fondamentali:

- *la maggiore capacità della relazione di valutare l'incertezza comportamentale e la probabilità di opportunismo o comportamento scorretto nell'ambito di un rapporto consolidato;*
- *la capacità della relazione di creare maggiori incentivi socio-economici in grado di ridurre il rischio di comportamenti del debitore che alterano il rischio del creditore.*

La prima ipotesi è strettamente legata alla capacità della relazione di creare una maggiore quantità di informazioni rilevanti per la valutazione della qualità del debitore. Il riferimento è molto più ampio rispetto alle informazioni create. Infatti, la relazione e la fiducia relazionale costituiscono un mezzo per ottenere migliori informazioni ma, soprattutto, rappresentano una modalità per acquisire quella capacità analitica che permette di cogliere le specificità e le caratteristiche dell'impresa considerata.

La seconda ipotesi è collegata all'esistenza di un *commitment* credibile e agli effetti positivi di una fiducia relazionale consolidata. L'esistenza di una relazione viene messa in relazione con la possibilità di ottenere una maggiore efficacia dello scambio attraverso l'adozione di comportamenti di migliore qualità. Con riferimento all'incertezza comportamentale, tutto ciò si traduce in una migliore previsione del futuro e, soprattutto, in un maggiore incentivo verso l'adozione di comportamenti meno rischiosi. In realtà, sarebbe meglio parlare di interesse piuttosto che di incentivo. Infatti, la possibilità di raggiungere, at-

traverso la relazione, un risultato altrimenti non raggiungibile, crea un interesse condiviso che rende non conveniente l'opportunismo.

Il terzo aspetto riguarda la rilevanza delle informazioni create da un rapporto banca-impresa, ai fini della valutazione del rischio di credito. In realtà, questo punto si estende alla rilevanza complessiva della relazione per il rischio di credito. La valutazione delle variabili relazionali e comportamentali, come si è detto, richiede, da un lato, informazioni non acquisibili al di fuori di un rapporto personalizzato, dall'altro il possesso di uno schema analitico specifico che origina dalla conoscenza della realtà aziendale sotto osservazione. In questo senso, la relazione non solo costituisce un mezzo per l'acquisizione delle informazioni ma diviene essa stessa oggetto di valutazione. La valutazione e l'interpretazione degli aspetti qualitativi si fondano su informazioni personali, derivate da episodi ed esperienze vissuti: esse, quindi, incorporano la natura e i contenuti della relazione; questo è ancora più vero per le variabili comportamentali, dove il giudizio esprime le aspettative di comportamento e il grado di fiducia relazionale esistente.

In questo ambito, si vuole, non solo, confermare l'importanza tradizionalmente attribuita agli aspetti qualitativi, ma giungere alla verifica del ruolo delle variabili relazionali e dell'incertezza comportamentale all'interno del rischio di credito. La rilevanza delle variabili relazionali sul rischio di credito non è sufficiente ai fini di un loro inserimento nei processi di valutazione del rischio di credito. Infatti, occorre risolvere il problema della soggettività dei giudizi espressi dal valutatore e il rischio che l'esistenza di un conflitto di interessi fra obiettivi commerciali e obiettivi di gestione del rischio possa ridurre l'efficacia della valutazione e la correttezza dei giudizi attribuiti.

Il quarto aspetto riguarda l'individuazione di una modalità di valutazione accettabile delle variabili relazionali e comportamentali in un'ottica di credit risk management, in grado di coglierne le potenzialità valutative, minimizzando il rischio di alterare il giudizio complessivo attraverso elementi troppo soggettivi. Infatti, una volta verificata la rilevanza degli aspetti qualitativi, occorre rendere operativo il processo di valutazione.

Le banche, tradizionalmente, hanno sempre fatto leva sul conflitto esistente fra area commerciale e area fidi e sulla suddivisione delle competenze valutative e decisionali al fine di migliorare il giudizio finale. L'orientamento assunto dalle autorità di vigilanza e gli incentivi provenienti dalla possibilità di adottare un sistema di *rating* interno, per finalità regolamentari e gestionali, hanno posto in risalto il problema dell'organizzazione del processo di affidamento.

La logica di *risk management* considera l'attività creditizia come un momento unitario di gestione del rischio di credito, che si integra con la più ampia gestione del portafoglio e dei rischi complessivi bancari. La riduzione della di-

stinzione esistente fra visione creditizia e visione finanziaria conduce verso una maggiore integrazione dell'interpretazione dell'attività bancaria all'interno del *risk management*. Ciò richiede che la gestione dei prestiti e del rischio di credito vengano attuati in modo da poter misurare l'impatto prodotto dall'attività creditizia sul patrimonio attraverso la stima della massima perdita potenziale (*value at risk*). La tendenza verso una visione di *risk management* della gestione del credito introduce la necessità di misurare il rischio di credito di ciascuna posizione, esplicitandone la probabilità di *default* attesa, la quota di credito non recuperabile e il valore assoluto della perdita attesa. La necessità di implementare un sistema di *rating* pone in evidenza una serie di problematiche legate alle caratteristiche del processo, alla metodologia adottata e agli strumenti utilizzati. In particolare, nell'ambito dei sistemi di *rating*, l'elaborazione delle informazioni attraverso modelli *statistical based* pone problemi di valutazione per alcune tipologie di debitori. Questi modelli, infatti, tendono ad utilizzare soprattutto dati quantitativi, oggettivamente misurabili. L'esclusione degli aspetti più qualitativi impedisce di cogliere compiutamente la qualità creditizia di alcune realtà aziendali che richiedono maggiori specificazioni dei dati economico-finanziari. Le piccole e medie imprese, per le loro caratteristiche, necessitano di una maggiore integrazione dei dati quantitativi e degli aspetti qualitativi. Tuttavia, le variabili qualitative relazionali e comportamentali non possono essere misurate attraverso parametri oggettivi, difficilmente permettono il ricorso a *proxy* misurabili e, soprattutto, incorporano un giudizio soggettivo del valutatore. Esse, quindi, derivano da un processo cognitivo specifico del valutatore e dal tipo di rapporto esistente con l'impresa.

In definitiva, i sistemi di *rating* risentono di due spinte opposte: da un lato la necessità di includere i contenuti della relazione e le informazioni connesse, in grado di qualificare meglio la situazione e la qualità creditizia dell'impresa; dall'altro la necessità di eliminare gli elementi di valutazione personale al fine di rendere il sistema, al tempo stesso, efficiente, oggettivo e indipendente. Una soluzione deriva dall'integrazione con modalità di *grading*, attraverso cui il *relationship* manager (o colui che conosce il cliente impresa) modifica il *rating* oggettivo, tenendo conto della situazione specifica dell'impresa e contestualizzando meglio il risultato dell'analisi dei dati economico-finanziari.

Il processo di *judgment-based grading* così articolato rischia di creare due problemi: introdurre nel processo di *rating* complessivo un'elevata disomogeneità di giudizio, dovuta alla percezione valutativa dei singoli e ridurre la rilevanza dei contenuti della relazione, quasi fosse una modalità di *fine tuning* del giudizio complessivo.

Gli aspetti considerati trovano una risposta organica attraverso la proposta e l'analisi di un sistema strutturato di valutazione qualitativa di un'impresa. Esso

risulta composto unicamente da variabili non quantitative che indagano e analizzano la qualità creditizia dell'impresa attraverso l'elaborazione dei giudizi forniti dai *relationship* manager. Il sistema utilizza la logica *fuzzy* per l'elaborazione delle informazioni ed è stato messo a punto, con la collaborazione di una banca di medio-grandi dimensioni, per la valutazione delle imprese di medie e piccole dimensioni.
Perché questo sistema permette di verificare i quattro punti di riflessione esaminati? La risposta deriva dalla necessità di considerare i contenuti specifici di ogni singolo rapporto banca-impresa per verificare tutte le ipotesi formulate. L'utilizzo di dati aggregati o medi per segmento di clientela avrebbe ampliato sicuramente il numero di imprese disponibili ma avrebbe reiterato i problemi di misurabilità dei contenuti di una relazione, riducendo l'attenzione unicamente ai prezzi e alle quantità. Il sistema di *qualitative credit scoring* è stato applicato ad un campione di 287 imprese, composto per il 60% da imprese sane e per il 40% da imprese i cui debiti sono stati classificati come sofferenze dalla banca. Le imprese sono state valutate mediante un questionario compilato dai rispettivi *relationship* manager sulla base delle informazioni e della conoscenza acquisite nel corso della relazione. L'intera analisi ha avuto come finalità la verifica delle ipotesi effettuate, attraverso il confronto fra le caratteristiche aziendali e comportamentali dei due gruppi di imprese. Nonostante la consapevolezza che potessero esistere fattori e situazioni esterni agli elementi qualitativi indagati, la ricerca ha fornito dei risultati soddisfacenti confermando le ipotesi teoriche formulate nel corso del lavoro e avvalorando le riflessioni svolte sulla potenzialità della logica *fuzzy*.
L'analisi e la valutazione dei contenuti e delle caratteristiche delle differenti tipologie di rapporto banca-impresa, svolta sotto un profilo teorico, si rivela propedeutica alla comprensione dei meccanismi relazionali e all'individuazione delle variabili relazionali e comportamentali da inserire nel sistema. La creazione di un sistema operativo di valutazione qualitativa delle imprese, composto per la maggior parte da aspetti relazionali e comportamentali, permette di verificare e confermare:

- *il contenuto informativo della relazione*, nella misura in cui i giudizi, fondati su una conoscenza personale e approfondita, acquisita nel corso di un rapporto relazionale o, comunque, consolidato, riescono a fornire una valutazione corretta della qualità creditizia dell'impresa;
- *la rilevanza delle variabili relazionali e comportamentali per il rischio di credito,* attraverso l'osservazione della capacità di discriminare fra imprese sane e imprese insolventi;

- *la capacità e l'efficacia valutativa dei relationship manager* e gli effetti della soggettività di giudizio, attraverso l'osservazione ex post della correttezza dei risultati.

Oltre alla verifica dei punti precedenti, il ricorso ad un sistema di *fuzzy scoring* qualitativo permette di perseguire due ulteriori obiettivi:

- *la conferma delle potenzialità della logica fuzzy* nelle valutazioni creditizie di tipo qualitativo; emerge, infatti, come la logica *fuzzy* sia particolarmente adatta per affrontare problemi in cui vi siano condizioni di incertezza e di imprecisione, attraverso una modalità di elaborazione più continua delle variabili linguistiche. Essa supera la necessità di dover compattare i giudizi in determinati intervalli rigidi ed utilizza aggregatori delle variabili più raffinati rispetto alle somme e alle medie e più vicini al ragionamento umano. Le elaborazioni risultano perfettamente comprensibili e le regole riflettono le modalità valutative perseguite dalla banca, fornendo la possibilità di verifica sia dei dati di input che delle valutazioni intermedie. Sotto un profilo gestionale e relazionale tutto ciò permette un feed back operativo che migliora la capacità e la flessibilità di gestione del rapporto del cliente. Infatti, emergono chiaramente le indicazioni per la ricerca di ulteriori informazioni e per il perseguimento di azioni correttive in grado di migliorare il merito di credito e limitare il rischio assunto. Inoltre, sotto questo profilo, la condivisione di un sistema e di un metodo di valutazione rappresenta una modalità per definire delle direttrici guida dei comportamenti delle risorse umane dedicate, anche a livello di gruppo;
- *l'opportunità di articolare e strutturare il processo di grading in un sistema più meccanico*, capace di isolare i condizionamenti dei risultati e di assicurare la possibilità di un controllo ex post dei giudizi non corretti; questa modalità di organizzare la valutazione delle imprese permette di avvicinare il *relationship* manager all'area fidi e, in senso lato, integra la logica relazionale alle logiche più finanziarie di *risk management*. Infatti, non si riducono il presidio e la gestione del cliente, ma anzi essi divengono meno soggettivi, più monitorabili e si rende il processo di affidamento più allineato alle leve e alle esigenze derivanti dall'interazione con il cliente, attraverso un meccanismo operativo che riconosce i bisogni gestionali e commerciali del front office.

Infine, la necessità di strutturare la fase qualitativa di determinazione del *rating* attraverso un percorso di valutazione uniforme, contribuisce ad una migliore omogeneità di giudizio dei singoli valutatori, favorisce la socializzazione delle competenze e delle esperienze valutative, completa il sistema informativo aziendale, sviluppando un database di natura qualitativa, utilizzabile

anche in ottica di *customer relationship management* e riducendo l'asimmetria informativa che tradizionalmente si sviluppa fra banca e front office.
I risultati dell'analisi compiuta sulle informazioni raccolte attraverso i questionari e le valutazioni elaborate dal sistema di *fuzzy scoring* hanno fornito una risposta agli interrogativi riguardanti la capacità della relazione di generare informazioni rilevanti, il ruolo della relazione nel risolvere eventuali problemi di opportunismo informativo, la rilevanza dell'incertezza comportamentale e la capacità valutativa e interpretativa dei *relationship* manager.
La capacità della relazione di generare informazioni rilevanti ai fini della valutazione dell'incertezza comportamentale e del rischio di credito nel suo complesso viene confermata dalla capacità di previsione del sistema. Gli aspetti qualitativi indagati, riferiti agli aspetti proprietari, alla capacità competitiva, alle caratteristiche comportamentali del soggetto che gestisce l'impresa e ai fattori di rischio permettono di giungere ad un'accuratezza di previsione pari a circa l'81% del campione. Questo risultato conferma, inoltre, la buona qualità delle informazioni acquisite nel corso della relazione poiché la maggior parte delle valutazioni e interpretazioni considerate si fondano su informazioni non pubbliche e di natura esperenziale.
Le informazioni relazionali, prodotte dall'interazione continua, si rivelano utili alla limitazione dell'asimmetria informativa e dell'opportunismo informativo. Alcuni aspetti valutati sono una verifica mediata delle condizioni della fiducia e confermano come essa insieme a relazione, informazione e valutazione siano un unico processo cognitivo del *relationship* manager. Le variabili comportamentali costituiscono una formalizzazione indiretta della fiducia relazionale; essa migliora la conoscenza e l'interpretazione dell'impresa cliente. Infatti, la loro corretta valutazione e graduazione, con riferimento ai due gruppi di imprese è una conferma della capacità della relazione di limitare l'opportunismo informativo, riducendo il rischio di asimmetria informativa.
Un ulteriore aspetto interessante è costituito dalla capacità discriminante delle variabili comportamentali fra imprese sane e insolventi, che sottolinea la rilevanza dell'incertezza comportamentale sulla probabilità di default. Infatti, le differenze di giudizio esistenti fra le imprese sane le imprese insolventi, evidenziano come la valutazione dell'incertezza comportamentale permetta una migliore misurazione del rischio di credito.
La valutazione della capacità di giudizio dei *relationship* manager richiede alcune considerazioni per evitare che su di essi ricada la responsabilità dell'errore di valutazione. Prescindendo momentaneamente dal sistema *fuzzy*, detto errore deve essere specificato attraverso alcune considerazioni generali legate a: l'esistenza di fenomeni aziendali rilevanti ma esterni agli elementi qualitativi o di impossibile previsione; l'esistenza di margini di miglioramento

possibili nelle scale di giudizio utilizzate; l'opportunità di completare le variabili descrittive con aspetti maggiormente valutativo-interpretativi; la scarsa abitudine alla valutazione da parte dei *relationship* manager, che ha creato un addensamento dei giudizi vicino ai termini centrali della scala di giudizio.
In ogni caso, *i relationship manager possiedono le informazioni necessarie e sono in grado di fornire interpretazioni di buona qualità* sulla maggior parte dei fenomeni aziendali rilevanti. Emergono, tuttavia, una certa cautela e l'inesperienza di utilizzo di modalità formalizzate di valutazione qualitativa; lo dimostrano la diffusione di valutazioni seriali intorno a valori medio-alti o medio-bassi e il non utilizzo dell'intero range di termini di giudizio disponibili. Questi comportamenti non sono dovuti alla soggettività di giudizio; infatti, nella definizione delle regole di funzionamento, gli stessi valutatori hanno attribuito l'interpretazione corretta ai termini di giudizio utilizzati, eliminando il dubbio che fosse un effetto della elevata *customer proximity e della vocazione commerciale*.
La rilevanza delle variabili qualitative relazionali, sia competitive che comportamentali, è emersa in modo univoco. Questo è stato verificato sia in sede di giudizi di input che in sede di valutazioni di output. Infatti, esse sono state in grado di caratterizzare e discriminare in modo soddisfacente le imprese sane e quelle insolventi; lo scarto esistente fra i giudizi attribuiti ai due gruppi di imprese si è ampliato mano a mano che ci si avvicinava alla valutazione finale lungo l'albero di valutazione. Il sistema delle regole di funzionamento ha accentuato questa tendenza, segno che è coerente alle esigenze di valutazione del rischio di credito.
Il sistema fuzzy ha dimostrato una soddisfacente attitudine all'analisi di informazioni caratterizzate da un certo grado di incertezza e imprecisione. Il sistema è stato in grado di recepire, attraverso le regole, una accettabile capacità di elaborazione, capitalizzando tutte le informazioni e le valutazioni inserite e aumentando progressivamente la capacità discriminante fra imprese sane e insolventi.
Il sistema è, inoltre, in grado di ridurre il rischio di eccessiva soggettività valutativa: la valutazione di tutte le variabili qualitative inserite compensa gli effetti soggettivi attraverso la loro combinazione con variabili qualitative più oggettive. A ciò si aggiunge la produzione di molteplici valutazioni intermedie che pone in risalto i risultati dei giudizi forniti dai *relationship* manager, limitando cosi il rischio di *moral hazard* interno attraverso la possibilità di un controllo ex post alquanto analitico. A ridurre la soggettività di giudizio concorre, anche, l'oggettività del sistema di regole che corregge le distorsioni ed elimina l'eccessiva prudenza nelle valutazioni. Il sistema *fuzzy* riesce, attraverso le ag-

gregazioni e la valutazione congiunta dei differenti gradi di appartenenza delle singole variabili, ad attenuare la possibilità di pilotare le valutazioni finali.
La relazione rappresenta una modalità di interazione della banca con le imprese in grado di migliorare la situazione informativa e l'allocazione del credito delle banche. Ciò costituisce una specificità della banca che migliora l'efficacia e riduce il rischio dell'intermediazione creditizia rispetto ad altre forme di governo degli scambi finanziari. L'adozione di sistemi di valutazione della relazione più strutturati, capaci di codificare il patrimonio informativo e la fiducia relazionale che si creano durante il processo di scambio, permettono di migliorare la gestione delle asimmetrie informative sia attraverso la produzione di informazioni, sia attraverso la migliore capacità di interpretazione. Queste informazioni devono divenire patrimonio condiviso della banca attraverso il loro inserimento in un sistema informativo in grado di istituzionalizzare la relazione e la fiducia. L'assenza di questo passaggio rende la relazione unicamente il prodotto di un'interazione personale fra *relationship* manager e impresa; ciò determina una sorta di dissonanza organizzativa derivante dall'assenza di meccanismi operativi allineati alle esigenze gestionali della relazione, ma, soprattutto, rende facilmente contendibile l'investimento sostenuto a causa del turn over del personale di contatto.
La conferma della rilevanza delle variabili relazionali e comportamentali può avere due interpretazioni: una restrittiva connessa unicamente al miglioramento-completamento della valutazione del rischio di credito attraverso un migliore monitoraggio e una gestione più puntuale dell'incertezza comportamentale; l'altra più completa, legata alle istanze del *risk management* e, al tempo stesso orientata al pieno riconoscimento della relazione bancaria quale legittimo fondamento dell'esistenza della banca.

1. Impostazione teorica del rapporto di scambio con gli intermediari finanziari

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Una scelta epistemologica funzionalista. – 3. Le funzioni del sistema finanziario. – 4. Il quadro teorico di riferimento: le condizioni di scambio perfette e imperfette. – 5. Lo scambio finanziario: definizione, caratteristiche e problematiche. – 6. Le forme di governo degli scambi finanziari.

1. Introduzione

L'interazione e la relazione che si origina fra intermediari e imprese rappresenta una delle possibili soluzioni per lo svolgimento dello scambio finanziario e assume un differente valore in relazione alle caratteristiche che contraddistinguono il sistema finanziario, il sistema economico e, soprattutto lo scambio finanziario.

Lo scambio finanziario deriva dalle esigenze derivanti dagli scambi economici, il suo oggetto è rappresentato da potere d'acquisto ma, quasi mai, rappresenta il fine ultimo dell'agire. Molto spesso, lo scambio finanziario avviene a causa delle necessità di rinviare o anticipare il consumo in momenti differenti dall'accumulazione e dalla disponibilità delle risorse necessarie. Le difficoltà incontrate dai soggetti nell'armonizzazione delle differenti esigenze e le condizioni in cui operano non permettono di poter procedere ad uno scambio diretto, dovendosi affrontare elevati livelli di incertezza e costo.

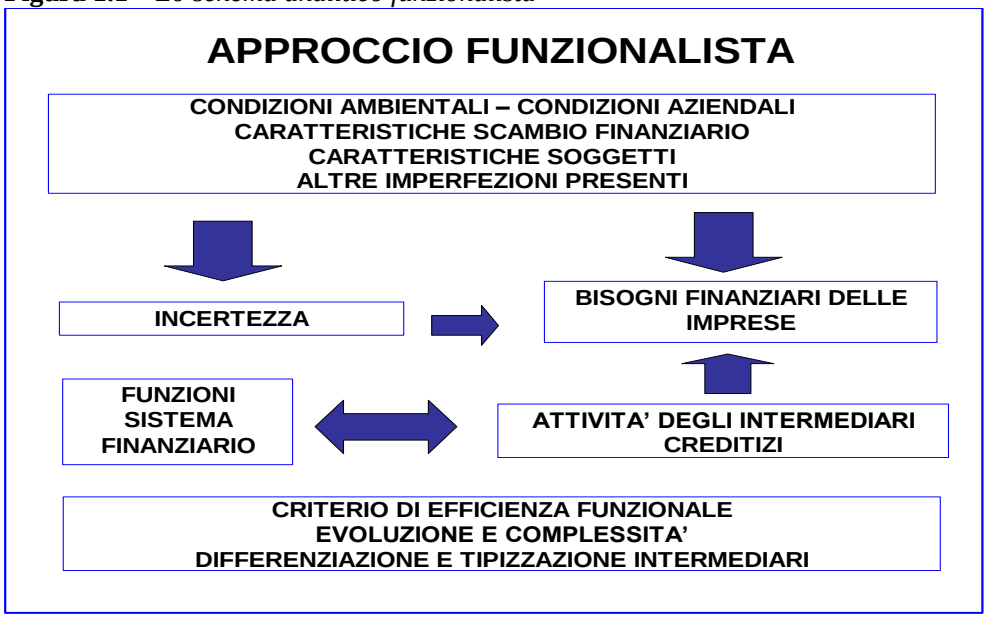
Le caratteristiche dei soggetti che partecipano allo scambio e le condizioni del contesto in cui agiscono, insieme alle particolarità presentate dagli scambi finanziari rispetto agli scambi istantanei, determinano un elevato grado di incertezza, la cui gestione, in prima persona, non risulta efficiente. In alcuni casi, si giunge a minare l'efficiente operare del meccanismo dei prezzi e, conseguentemente, del mercato.

L'esistenza degli intermediari risulta, quindi, giustificata dalla loro maggiore efficienza raggiunta nel governo degli scambi finanziari in presenza di informazione eterogenea e di altre imperfezioni del mercato. Questo capitolo si propone di analizzare le funzioni degli intermediari finanziari al fine di definire un quadro teorico e analitico per valutare il ruolo posseduto dal rapporto fra intermediari ed operatori economici e, nella fattispecie, dalla relazione fra banca e imprese.

La figura 1.1 sintetizza l'analisi svolta in termini funzionali, più staccata dalla realtà istituzionale esistente, che permette di giungere ad affermazioni di più ampia validità e di spiegare gli intermediari e il contesto strutturale, senza relativizzare le conclusioni sulla base degli intermediari esistenti e del particolare contesto di riferimento.

L'analisi del valore della relazione e degli intermediari finanziari, è condotta partendo dai bisogni del sistema economico e dalle funzioni possedute dal sistema finanziario. In particolare, la relazione fra intermediari e operatori economici (banca-impresa) rappresenta una modalità con cui gli intermediari permettono il perfezionamento degli scambi finanziari, minimizzandone il costo rispetto ad altre forme possibili di scambio (efficienza dello scambio).

Figura 1.1 – *Lo schema analitico funzionalista*



Le condizioni e le caratteristiche di mercato e dell'ambiente, insieme all'incertezza esistente, tuttavia, determinano e caratterizzano differenti tipologie dell'agire economico degli operatori e conducono all'insorgere di differenti bisogni nel tempo. Il sistema finanziario, nelle sue componenti strutturali legate ai mercati, agli intermediari e agli strumenti/servizi esistenti, risponde a tali bisogni con nuove e differenti risposte, in relazione alle condizioni che li determinano.

Le funzioni degli intermediari non mutano, se non nel lungo periodo, ma variano le attività poste in essere per svolgere le funzioni tradizionali. L'osservazione e la comprensione delle differenti condizioni in cui lo scambio finanziario si svolge permette di far emergere, definire e valutare il livello di incertezza che i partecipanti devono affrontare e, in seconda battuta, i differenti meccanismi utilizzati per ridurlo o gestirlo, soprattutto con riferimento al tipo di relazione esistente o perseguita.

Il rapporto fra intermediari e imprenditori e, in particolare, il rapporto banca-impresa, come si vedrà, si differenzia nei contenuti, nella durata e nelle modalità di interazione reciproca proprio in funzione dei meccanismi utilizzati per ridurre l'incertezza. Infatti, la sua variabilità richiede differenti gradi di commitment reciproco, variando da un livello minimo, in ipotesi di completezza contrattuale e informativa e di scarsa rilevanza della componente relazionale, ad un livello massimo, gestibile unicamente su base fiduciaria e relazionale.

Il differente ricorso ai contratti formali, agli incentivi, alle routine di comportamento, ai contratti impliciti, alla reputazione, alla fiducia, al fine di ridurre la discrezionalità comportamentale e di gestire l'incertezza, fonda e differenzia, in vario modo, la relazione che si instaura fra banca e cliente. In questo senso, un rapporto su base contrattuale assume un valore differente da un rapporto fondato sulla fiducia poiché modifica la rilevanza della relazione nel permettere determinate tipologie di scambio non altrimenti possibili.

In questo capitolo, l'esame delle ragioni e delle motivazioni che inducono verso l'approccio funzionalista costituisce il punto di partenza per l'utilizzo del paradigma teorico funzionale, attraverso la specificazione e l'approfondimento della differenza fra le "funzioni" e le "attività" degli intermediari: le prime riferite al sistema finanziario e, in ultima analisi, al sistema economico, le altre alle condizioni di mercato, alle caratteristiche degli individui e allo scambio finanziario.

In questa direzione si colloca la rassegna teorica delle funzioni attribuite al sistema finanziario nella letteratura, al fine di individuare, sulla base dei differenti contributi e classificazioni, le funzioni primarie possedute dal sistema finanziario verso il sistema economico. Le funzioni cosi definite costituiscono un costante termine di riferimento per l'analisi degli intermediari creditizi; esse ne spiegano e legittimano l'esistenza, mentre le attività interpretano l'evoluzione e descrivono la morfologia del sistema finanziario.

Il presupposto concettuale consiste nella riflessione che il sistema finanziario pur essendo costituito ed organizzato per istituzioni, è finalizzato allo svolgimento di particolari funzioni. In questo senso, se gli intermediari, e le banche riescono a svolgere in modo più efficiente alcune attività in conseguenza della loro capacità di creare una relazione, allora diviene rilevante analizzare i differenti ruoli attribuiti al rapporto fra banche e imprese nell'ambito del più generale funzionamento del sistema economico.

L'analisi prosegue attraverso l'introduzione graduale delle ipotesi e delle condizioni che realmente configurano lo scambio finanziario e l'incertezza relativa, con riferimento a: le caratteristiche scambio finanziario, le caratteristiche dell'ambiente, le caratteristiche soggetti, i bisogni finanziari dei soggetti e le forme di governo degli scambi finanziari. Al capitolo successivo è rinviato lo studio del ruolo attribuito alla banca nel superamento dei problemi derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative e delle altre caratteristiche dello scambio, nell'ambito dei modelli uniperiodali, dei modelli multiperiodali con scambi ripetuti e dei modelli multiperiodali con scambi relazionali.

2. Una scelta epistemologica funzionalista

Il sistema finanziario è il complesso degli intermediari finanziari, dei mercati e degli strumenti utilizzati (o anche attività finanziarie)[1]. In particolare, sono rilevanti, oltre agli elementi, le "norme", che regolano il funzionamento del sistema finanziario e che delimitano ed organizzano le competenze e l'operare dei singoli elementi, e le "istituzioni", che sovrintendono al funzionamento del sistema attraverso l'attività normativa e di controllo (Onado, 2000)[2]. Un sistema finanziario si caratterizza in relazione al periodo storico e al contesto ai quali viene riferito, considerato che la definizione strutturale risulta espressa dall'insieme degli operatori e delle strutture, dei circuiti di collegamento, diretti o indiretti, e delle tecniche e dei mezzi utilizzate per il suo funzionamento oltrecchè dalla regolamentazione vigente[3].

Il riferimento agli elementi esistenti nella definizione di sistema finanziario, sebbene valido, si rivela non perfettamente efficace per la spiegazione

---

[1] Onado M., 1992, "Economia del sistema finanziario", Il Mulino, Bologna, Cap. IV

[2] Onado M., 2000, "Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione", Il Mulino, Bologna

[3] Goldsmith (1990) afferma che "*il sistema finanziario rappresenta la sovrastruttura finanziaria dell'economia*". Goldsmith, R.W., 1990, "Sistemi finanziari premoderni. Uno studio storico comparativo", Cariplo-Laterza, Milano,

dell'esistenza degli intermediari finanziari e, nella fattispecie, degli intermediari creditizi. Merton e Bodie (1995) evidenziano come la considerazione delle istituzioni come *conceptual anchor* nella spiegazione delle finalità e degli obiettivi del sistema finanziario, nonché nella ricerca della *raison d'etre* dell'esistenza degli intermediari e dei circuiti indiretti, contestualizza oltremodo le conclusioni e ne limita l'utilizzo e le implicazioni[4].

Santomero e Allen (1996)[5] rileggono la letteratura tradizionale sugli intermediari finanziari con uno schema analitico che deriva dalla combinazione del ruolo degli intermediari e delle loro funzioni. Tuttavia, l'intersezione delle istituzioni con le funzioni, se da un lato produce una migliore interpretazione della realtà e un avvicinamento alle situazioni esistenti, dall'altro rischia di ridurre la portata delle conclusioni, dato che rimangono, inesorabilmente, collegate alla forma e alle caratteristiche dell'istituzione.

Un'analisi svolta in termini, essenzialmente, funzionali e staccata dalle realtà istituzionali esistenti, permette di spiegare gli intermediari e il contesto strutturale riducendo il rischio di relativizzare eccessivamente i risultati, rispetto al mutamento ambientale e al dinamismo evolutivo di tali forme. Infatti, la durevolezza delle intersezioni funzioni-intermediari risulta troppo condizionata dall'ambiente di riferimento e dalle dinamiche in atto.

La prospettiva funzionalista, seguendo l'approccio di Merton-Bodie (1995) permette di legittimare l'esistenza degli intermediari finanziari e di delinearne i tratti caratteristici ottimali. La finalità interpretativa dell'approccio prescelto tende a definire le funzioni svolte dagli intermediari finanziari e, specificamente, dagli intermediari creditizi. Coerentemente con un'impostazione funzionalista, si cerca di spiegare l'esistenza degli intermediari creditizi sulla base della maggiore efficienza ed efficacia con cui essi svolgono le attività necessarie a dette funzioni e, in ultima analisi, al soddisfacimento dei bisogni finanziari del sistema economico.

L'esistenza e l'azione degli intermediari creditizi si definiscono mediante l'analisi del contributo che essi offrono al mantenimento, riproduzione e sviluppo del sistema finanziario e, più in generale, del sistema economico genera-

---

[4] *" ..for a variety of reasons, including differences in size, complexity, […] as well as […] differences in political, cultural, and historical background, financial institutions generally differ across borders. They also change over time. Even when the names of institutions are the same, the functions they perform often differ dramatically…"* Merton R.C., Bodie Z. "A conceptual framework for analyzing the financial enviroment" in "The global financial system: a functional perspective", AA.VV., Harvard Business School Press, Boston, 1995

[5] Santomero A., Allen F., 1996, "The theory of financial intermediation", Working Paper, Wharton Financial Institution Center, n. 96.32.

le[6]. L'adozione di un approccio funzionalista deriva, inoltre, da alcune ulteriori motivazioni, di carattere più empirico che metodologico:

- la considerazione che le funzioni si rivelano molto più stabili delle istituzioni cui vengono riferite e degli strumenti utilizzati, essendo legate ai bisogni intrinseci delle moderne economie di scambio e monetario-creditizie;
- l'osservazione che, nella realtà, sono le forme istituzionali e gli elementi ad adeguarsi alle funzioni, tenuto conto dell'epoca e del contesto economico-geografico in cui si trovano ad operare;
- l'osservazione che il riferimento alle funzioni può aiutare a comprendere e valutare i modelli di comportamento, cogliendone la finalità ultima.

Nella storia, con gradi diversi e con modalità differenti, sono sempre esistite alcune delle principali funzioni deputate al sistema finanziario. Il cambiamento che sta coinvolgendo gli elementi del sistema finanziario, a seguito dell'innovazione tecnologica e informatica, non permette ragionevoli previsioni sulle direzioni e sulla rapidità dell'evoluzione futura. Tutto ciò conferma il rischio di prematura obsolescenza delle conclusioni ottenute utilizzando un approccio di tipo strettamente istituzionalista. La riduzione dei costi d'innovazione e di cambiamento, l'avvento del virtual banking, la riduzione dei costi di imitazione e il connesso maggiore effetto di apprendimento hanno migliorato la capacità di gestire l'innovazione. La globalizzazione della competizione e la più ampia intensità concorrenziale fanno, legittimamente, supporre che le spinte innovative non accenneranno a calare nel futuro. Alla luce di ciò, l'approccio funzionalista conferma la sua utilità poiché è scarsamente influenzato da queste dinamiche e si propone come elemento interpretativo di tale evoluzione.

Santomero e Oldfield[7] (1995) hanno specificato la superiorità delle funzioni non solo rispetto le istituzioni ma anche rispetto ai prodotti e ai servizi finanziari; infatti questi risultano più esposti alle conseguenze della concorrenza, ai bisogni contingenti dei clienti e all'evoluzione normativa.

Il significato di funzione è inteso come "*conseguenza oggettiva esercitata da un elemento rispetto al sistema di cui fa parte*"[8]. La funzione si differenzia dal concetto di disposizione soggettiva (bisogno, motivazione e finalità personale) proprio per la sua natura oggettiva, in cui non assume rilevanza alcun carattere contingente legato alle motivazioni o agli scopi dell'elemento che possiede la funzione. La funzione può essere positiva o negativa, nel senso che

[6] La spiegazione funzionalista di tali elementi del sistema finanziario non presuppone alcuna ipotesi sulle cause che li determinano.

[7] Oldfield G., A. Santomero, 1995, " The place of risk management in financial institutions", Working Paper, Wharton Financial Institution Center, n. 95.05.

[8] Merton R. K., 1971, "Teoria e struttura sociale", Il Mulino, (terza edizione), Bologna.

l'elemento indagato può avere un contributo negativo o positivo per il sistema, perciò nella spiegazione si può parlare di funzioni o di disfunzioni[9] di un elemento. Il concetto di funzione cosi definito permette, inoltre, di distinguere esplicitamente fra funzioni e attività, considerando le seconde come un insieme di azioni elementari, una sequenza di azioni e risultati necessaria allo svolgimento della funzione.

Per cogliere meglio la differenza fra funzione e attività, si pensi alla funzione di trasferimento delle risorse in senso spaziale o temporale. Nell'ambito di un finanziamento, un'azienda di credito pone in essere un'istruttoria di fido in cui procede all'analisi della situazione economico-finanziaria dell'impresa richiedente. Non si può affermare che la banca svolge una funzione di valutazione delle imprese per il sistema finanziario o economico. La banca svolge una funzione di trasferimento delle risorse finanziarie dai settori in surplus ai settori in deficit mediante la concessione di credito e, per assolvere questa funzione, la banca compie una serie di attività fra cui la valutazione del merito creditizio delle imprese. Per completezza, con la concessione di credito, la banca svolge una duplice funzione per il sistema, oltre al trasferimento delle risorse, essa compie anche un'ulteriore funzione di assunzione e gestione del rischio associato al trasferimento temporale delle risorse.

La differenza fra funzioni e attività si rivela fondamentale nell'analisi dell'intermediazione finanziaria, del sistema finanziario e, più in generale, di qualsiasi fenomeno finanziario. Spesso accade che si svolga una medesima funzione mediante attività differenti e si utilizzi, allo stesso tempo, la stessa attività per svolgere funzioni differenti.

L'assunzione che non tutte le attività sono utili per tutto il sistema in modo omogeneo, la possibilità dell'esistenza di elementi non funzionali e l'osservazione che non ogni attività è indispensabile per lo svolgimento di funzioni conducono all'affermazione che non necessariamente esistono strutture specializzate e insostituibili per lo svolgimento delle funzioni primarie. Esiste, invece, sia la possibilità che una funzione venga svolta in modi alternativi, sia la possibilità che un elemento abbia più funzioni. In termini dinamici, questo permette di spiegare il cambiamento e l'innovazione che si producono all'interno del sistema finanziario ed economico mediante il formarsi delle "*alternative funzionali"* e degli "*equivalenti funzionali"*[10]. In questo senso, ogni

[9] La differenziazione fra funzioni e disfunzioni è dovuta all'impostazione di Merton che, supera la staticità della definizione classica di funzione e introduce l'accezione di conseguenza (positiva o negativa) rispetto al semplice significato di contributo dell'elemento al sistema.

[10] Le *alternative funzionali* sono costituite dai modi alternativi di svolgere una determinata funzione con efficacia differente (e dalle strutture e relazioni che ne rendono possibile il miglioramento). Gli *equivalenti funzionali* rappresentano, rispettivamente, le modalità di pari efficacia di svolgimento di una funzione.

miglioramento dello svolgimento delle funzioni spiega la morfologia del sistema finanziario e l'evoluzione dell'intermediazione.

La spiegazione in termini funzionali degli elementi del sistema finanziario è finalizzata alla comprensione delle loro conseguenze oggettive (funzioni). Questa prospettiva disgiunge le loro funzioni dalle attività svolte, legando le prime ai bisogni del sistema economico, le seconde alle condizioni in cui si perfeziona lo scambio finanziario e alle sue caratteristiche.

L'esistenza degli elementi del sistema finanziario non è legata alle imperfezioni ma al ruolo positivo svolto nei confronti del sistema economico. In questo modo, si riesce a fornire una connotazione dinamica del sistema finanziario, intesa come avvicendamento di alternative funzionali legate al mutare dell'ambiente e dei bisogni del sistema economico. Il sistema finanziario, organizzato per istituzioni e strumenti, è finalizzato a predeterminate funzioni primarie. Il funzionamento del sistema economico risulta possibile dal quotidiano svolgimento di tali funzioni, dato che sono queste ultime che ne legittimano l'esistenza.

3. Le funzioni del sistema finanziario

Il concetto di funzione richiama, secondo la terminologia introdotta nel precedente paragrafo, il concetto di bisogno di un'entità superiore rispetto l'elemento considerato. Il sistema finanziario, cosi come definito nella sua componente "strutturale", possiede delle funzioni nei confronti del sistema economico di cui, come si è visto, rappresenta la sovrastruttura (Goldsmith, 1990). La definizione delle funzioni in relazione ai bisogni può essere condotta con differenti livelli di specificazione. La funzione fondamentale di qualsiasi sistema finanziario consiste, univocamente, nel rendere possibile l'allocazione, lo smobilizzo e il trasferimento delle risorse finanziarie, sia in senso temporale che spaziale[11]. Questa funzione fondamentale si presta ad un'ulteriore scomposizione, al fine di individuare alcune categorie funzionali di primaria importanza per lo svolgimento dell'attività economica.

Non è facile definire le funzioni primarie di un sistema finanziario, spesso. una singola attività è collegata a differenti funzioni oppure molteplici attività si riferiscono alla medesima funzione. Inoltre, un ulteriore motivo di confusione, il più importante a parere di chi scrive, deriva dalla correlazione non sempre lineare fra funzione e bisogno e dalla diffusa tendenza a collegare le funzioni ai fattori che impediscono la perfezione dello scambio diretto.

[11] Si veda Merton, Bodie (1995), Onado (2000), Demattè, Forestieri, Mottura, (1993)

Greenbaum e Thakor (1994), cosi come Saunders (1995), spiegano l'esistenza degli intermediari finanziari in negativo, partendo dall'osservazione di cosa accadrebbe nell'ipotesi di non esistenza di tali istituzioni, un analogo approccio può essere esteso all'intero sistema finanziario. Il sistema economico, privato della sua "sovrastruttura finanziaria", risulterebbe meno efficiente ed efficace nel mobilitare le risorse finanziarie necessarie alle scelte dei differenti settori produttivi, nel garantire il regolamento e il pagamento degli scambi effettuati, nel gestire il rischio derivante dal trasferimento nel tempo delle risorse finanziarie, nell'assicurare la convergenza delle preferenze dei singoli operatori e nel rendere disponibili le risorse finanziarie nelle quantità adeguate.

Queste osservazioni aiutano ad individuare, con maggiore facilità, le funzioni primarie del sistema finanziario legate allo svolgersi dell'attività economica. Lo scambio finanziario si svolge in un ambiente caratterizzato da: informazione costosa e eterogenea, incertezza, comportamenti reattivi, razionalità limitata, indivisibilità non perfetta delle attività e presenza di non convessità nella curva di produzione. Ciò crea l'esigenza di numerose attività differenziate. Dette attività servono a rendere possibili alcune funzioni primarie in presenza di individui caratterizzati da razionalità cognitiva limitata (Simon, 1947), da comportamenti non ottimizzanti (Milgrom Roberts, 1994)[12] e che attuano un confronto ridotto con il mercato (Williamson, 1975).

Una prima funzione di base o primaria è costituita dalla *compensazione e dal regolamento dei pagamenti relativi agli scambi di beni e servizi nell'economia*. L'insieme degli strumenti, dei soggetti, delle procedure e delle strutture finalizzati all'espletamento di questa funzione viene definito sistema dei pagamenti. Esistono modalità alternative e differenti per gestire il sistema dei pagamenti, in particolare per organizzare il regolamento degli scambi e per ridurne l'ammontare mediante la compensazione. Il sistema finanziario contribuisce per il tramite di molteplici istituzioni e di variegati strumenti finanziari a soddisfare il bisogno di regolamento degli scambi. Le diverse alternative funzionali si differenziano, si avvicendano o si completano, essenzialmente sulla base del costo, dei tempi e del rischio che, rispettivamente, possiedono[13].

La seconda funzione di base, svolta dal sistema finanziario, è *il trasferimento delle risorse fra coloro che hanno deciso di rinviare il consumo e coloro che hanno necessità di risorse finanziarie in misura eccedente alla loro capacità di risparmio*. Questa funzione sembrerebbe poter comprendere tutte le funzioni possedute dal sistema finanziario nei confronti del sistema economico. In effet-

[12] Si fa riferimento alla traduzione italiana "Economia, organizzazione e management" Il Mulino, Bologna, 1994 del testo originale Milgrom P., Roberts J., 1992, "Economics, Organization and Management" Prentice Hall, Englewood Cliffs.

[13] Per un maggiore approfondimento sui sistemi di pagamento si veda Padoa Schioppa (1992), Onado (1992), Migliaccio (1994), Dematté, Forestieri, Mottura (1993), Leonelli (2000).

ti, la tentazione di aggregare all'interno di questa categoria funzionale più funzioni, in modo indifferenziato, costituisce una semplificazione che potrebbe, però, contribuire a rendere meno evidente il grado di variabilità possibile ammesso dal sistema.

La scomposizione della "funzione intermediazione"[14] possiede una valenza euristica nella spiegazione delle funzioni dei particolari elementi esistenti nel sistema, soprattutto del ruolo delle banche nell'ambito dell'attività creditizia. L'intermediazione fra unità in deficit e in surplus comporta l'assunzione e la gestione di differenti categorie di rischio, attività che assolvono, a ben vedere, ad un'ulteriore funzione rispetto al semplice collegamento di tali unità. L'intermediazione può essere scomposta su due piani:

- il primo legato alla funzione di "convergenza" rispetto le differenti preferenze manifestate dalle unità in oggetto;
- il secondo legato all'assunzione e alla gestione del rischio connesso.

Il primo, quindi, attiene alla funzione di trasferimento delle risorse nel tempo e nello spazio, il secondo riguarda le funzioni di assunzione e controllo del rischio e di gestione dell'incertezza, svolte nei confronti dei soggetti coinvolti nel trasferimento delle risorse. Si ipotizza, quindi, una duplice funzione nei confronti degli operatori economici, la prima relativa al bisogno di finanziamento e investimento in relazione alle specifiche preferenze possedute e, quindi, di trasferimento spazio-temporale delle risorse finanziarie, la seconda relativa alla gestione dei rischi collegati all'incertezza presente nella realtà. Il primo aspetto può essere letto come finalizzato verso un maggior completamento del mercato e degli scambi, il secondo come un contributo verso una maggiore perfezionamento del mercato in cui si scambia.

Una terza funzione, quindi, è individuata nell'*assunzione e gestione del rischio e nel controllo dell'incertezza, per conto o nei confronti degli operatori.* Occorre distinguere fra bisogni di gestione del rischio espliciti, legati all'assunzione di particolari posizioni da parte degli operatori, e bisogni di gestione o trasferimento del rischio, ovviamente costosi, impliciti, legati alla attività di trasferimento delle risorse finanziarie mediante la creazione di passività

[14] Sulla inopportunità di accorpare tutto all'interno di una generica funzione di intermediazione si veda J. Revell (1980). Nonostante Revell effettui questa critica con l'intenzione di evidenziare l'incongruenza dell'interpretazione dell'istituzione finanziaria esclusivamente come intermediario, in un'ottica microeconomica, si rivela rilevante, ai nostri fini, la sua specificazione circa le funzioni delle istituzioni finanziarie e, soprattutto, la decisa separazione fra intermediazione e assunzione e gestione del rischio come specificità di dette istituzioni. Egli esplicitamente differenzia tali caratteristiche, ponendo l'accento sulla gestione del rischio quale tratto caratterizzante degli intermediazione finanziaria piuttosto che sul trasferimento dei fondi.

secondarie da parte del sistema finanziario[15] o ad altre combinazioni ed interazioni degli elementi del sistema finanziario.

La funzione di gestione del rischio, rappresenta una specificità del sistema finanziario (Revell, 1980) correlata alle particolari dimensioni dello scambio finanziario[16]. La funzione di gestione del rischio posseduta dal sistema finanziario nei confronti dei bisogni espliciti può essere ricondotta, in termini generali, all'offerta classica di possibilità di bilanciamento delle posizioni assunte (*hedging)*, di possibilità di diversificazione adeguata per i portafogli detenuti oppure all'offerta di tradizionali servizi assicurativi che, a fronte di un costo, permettono di evitare gli effetti negativi del verificarsi di particolari fenomeni. Esistono numerosi rischi, impliciti alla funzione di intermediazione, che vengono naturalmente assunti e gestiti, in vario modo, dal sistema finanziario.

La quarta funzione posseduta dal sistema finanziario riguarda *la riunione (pooling) delle risorse e la suddivisione in quote (sharing) delle attività/passività finanziarie*. Questa funzione potrebbe essere considerata una sottocategoria funzionale all'interno della funzione di trasferimento delle risorse finanziarie. Tuttavia, sembra opportuno distinguere che la capacità di rendere disponibili finanziamenti o, più in generale, risorse finanziarie per lo sviluppo di iniziative e progetti di dimensioni molto superiori ai saldi finanziari positivi individuali, non deve essere collegata unicamente ad un processo di omogeneizzazione di preferenze differenti. Non si tratta di permettere il raggiungimento delle combinazioni desiderate in termini di rischio, rendimento e scadenza. Si crede che il *pooling* delle risorse risponda ad un bisogno tipico delle economie moderne, dove le dimensioni assunte dalle aziende rispetto agli intermediari e agli individui, originano la necessità di differenti tipologie di intervento (strumenti e canali specifici) e di interazione (relazioni o interventi coordinati) e fra gli elementi del sistema finanziario al fine di superare i casi di asimmetria fisica. Questa funzione può essere analizzata da un duplice punto di vista, dalla parte del datore dei fondi che cosi può prendere decisioni sulla composizione del proprio portafoglio scegliendo direttamente fra una gamma di alternative disponibili più ampia, dal punto di vista del prenditore che può decidere come finanziarsi, interagendo, contemporaneamente e complementariamente, con elementi differenti del sistema finanziario.

---

[15] Su tale aspetto si veda Mottura P., "Nuove tendenze dell'intermediazione finanziaria: analisi dei rapporti fra intermediari e risparmiatori" in AA.VV: "Nuove tendenze dell'intermediazione finanziaria", Egea, Milano.

[16] Gli scambi o interazioni finanziari sono caratterizzati da alcuni elementi che contribuiscono a differenziarli dagli scambi reali, come si vedrà approfonditamente nei paragrafi successivi. In particolare, si pensi alla *dimensione temporale*, all*'incertezza*, alla *dimensione informativa e al potere d'acquisto, oggetto* diretto o indiretto di tali scambi.

Le quattro funzioni individuate coincidono con quelle individuate nella classificazione proposta da Merton-Bodie (1995)[17]. Tuttavia, essi individuano due ulteriori funzioni del sistema finanziario legate alla gestione degli *incentive problems* nei rapporti finanziari riconducibili a situazioni di agenzia e alla produzione di informazione, finalizzata a completare e migliorare il coordinamento delle decisioni finanziarie assunte nei differenti settori dell'economia.

Il dubbio principale che deriva da detta impostazione riguarda la possibilità di considerare queste due categorie come funzioni[18]. E' sicuramente vero che il sistema finanziario contribuisce a fornire informazioni cosi come contribuisce a ridurre i problemi di agenzia, ma queste due conseguenze potrebbero essere inserite nella più ampia funzione di risk management. L'asimmetria informativa, l'incertezza comportamentale, insieme alla scarsa *visibility* dell'operare dell'*agent* e alle difficoltà di controllo, costituiscono due considerevoli imperfezioni che affliggono lo scambio finanziario e si configurano come due aspetti

[17] "…We can distinguish six basic function performed by the financial system: a) clearing and settling payments; b) pooling resources; c) transferring resources across time and space; d) managing risk; e) providing information; f) dealing with incentive problems…" Merton-Bodie (1995), pagg. 12-16.

[18] Un ulteriore dubbio è stato affrontato nella valutazione dell'opportunità di inserire la funzione di trasmissione degli impulsi di politica monetaria e politica economica fra le funzioni primarie del sistema finanziario. Secondo l'approccio adottato, la funzione di meccanismo di trasmissione non appare una funzione primaria del sistema finanziario. Sembra, piuttosto, configurarsi come una conseguenza delle altre funzioni possedute, del ruolo svolto dal sistema finanziario per il sistema economico e delle sue caratteristiche morfo-genetiche, senza una corrispondenza evidente e diretta con un bisogno del sistema economico da soddisfare.

Tuttavia, essa possiede un ruolo importante, Onado (1992) la inserisce fra le funzioni primarie del sistema finanziario. Sebbene non si vuole negare la rilevanza detenuta dall'intervento pubblico ai fini dei sistemi economico e finanziario, sulla base della prospettiva utilizzata, l'intervento pubblico non sembra essere mirato a soddisfare un bisogno diretto del sistema economico e del suo agire. Il sistema finanziario agisce secondo altre finalità funzionali e la tensione strutturale interna si origina e muove verso direzioni e finalità che nulla hanno a che vedere con gli obiettivi e le esigenze di politica economica, anche se ne rimane influenzato e, spesso, subordinato. E' pacifico che la politica monetaria ed economica utilizzano per perseguire i propri obiettivi, specifici elementi del sistema finanziario, siano essi particolari attività finanziarie, particolari regolamentazioni, specifici intermediari o interventi su determinati mercati, ma può sembrare una forzatura giungere a generalizzare che il sistema finanziario si modifica ed evolve verso particolari direzioni perché assolve meglio la funzione di trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Una soluzione accettabile può essere la scelta di non annoverare la trasmissione degli impulsi di politica monetaria e di politica economica fra le funzioni primarie del sistema finanziario, specificando che la motivazione è da rinvenirsi nella definizione di funzione accolta in questa sede piuttosto che nella negazione del ruolo e della rilevanza che alcuni elementi del sistema finanziario possiedono per le scelte, gli indirizzi e gli orientamenti delle autorità monetarie e che, la trasmissione degli impulsi degli orientamenti monetari e di politica economica si frazionano e si mescolano all'interno delle quattro funzioni evidenziate.

che causano l'esigenza di determinate attività del sistema finanziario. Nel primo ambito diviene rilevante la capacità di produzione delle informazioni, nel secondo ambito le due modalità di gestione sono il controllo (*monitoring*) del prenditore e la capacità di orientare il comportamento del prenditore in modo conforme al progetto iniziale *(incentive compatibility)*.

La riduzione del rischio e il controllo, più efficiente, dell'incertezza da parte del sistema finanziario, come funzione di base nei confronti del sistema economico, deve essere ampliata a tutte le categorie di rischio e risulta possedere un significato più generale. La valutazione degli effetti relazionali nella valutazione di elementi qualitativi che condizionano il rischio dell'attività creditizia, è particolarmente importante poiché si attribuisce alle banche una maggiore efficienza nella gestione dell'incertezza e dei rischi e, in particolare, del rischio di credito, proprio in virtù della loro maggiore capacità di costruire relazioni e della conseguente migliore efficacia informativa relativa alle variabili comportamentali e imprenditoriali non altrimenti desumibili. La maggiore efficienza allocativa ed informativa deriva dal fallimento dei meccanismi tradizionali, dalla manifesta incompletezza dei contratti espliciti e dalla crescente importanza che assumono i contratti impliciti e, perciò stesso, il mutual commitment e la fiducia relazionale nella gestione dell'incertezza e del rischio.

4. Il quadro teorico di riferimento: le condizioni di scambio perfette e imperfette

Nell'ipotesi di perfezione dei mercati[19], gli scambi vengono posti in essere da individui o da imprese caratterizzati da una razionalità illimitata e da comportamenti ottimizzanti, senza restrizioni di sorta, all'interno di mercati concorrenziali definiti perfetti. Sotto queste ipotesi, la situazione d'equilibrio si configura in corrispondenza di un prezzo che permette agli operatori di scambiare esattamente le quantità che corrispondono alle proprie preferenze e alla massimizzazione della propria funzione d'utilità, in un dato momento temporale e per quel determinato livello di prezzo. L'economia walrasiana assume, quindi, mercati senza frizioni e senza imperfezioni, in cui l'azione individuale decentralizzata, di un numero considerevolmente alto di operatori, sia consumatori che produttori, conduce alla determinazione di un prezzo di equilibrio che per-

[19] Sulle condizioni di mercato perfetto si veda, diffusamente, Cozzi T., Zamagni S., 1989, "Economia politica", Il Mulino, Bologna. Varian Hal R., 1993, "Microeconomia" (Terza Edizione), Cafoscarina, Venezia. Dornbusch R, Fischer S., 1992, "Macroeconomia", Il Mulino, Bologna. Samuelson P.A., 1985, "Economia", Utet, Bologna.

mette lo scambio delle quantità programmate che massimizzano, rispettivamente, il profitto e l'utilità.

La condizione di base per il raggiungimento dell'equilibrio economico generale[20] si fonda sul meccanismo dei prezzi e su un meccanismo concorrenziale basato su uno schema di contrattazione competitiva[21]. Detto ciò, qualsiasi forma di interazione fra operatori deve passare per il mercato e, soprattutto, qualsiasi scambio deve soddisfare il *principio dello scambio volontario*[22].

Le condizioni che determinano l'esistenza di un mercato perfetto *à la Walras* possono essere sintetizzate: nell'assenza di gruppi organizzati che bloccano o sostituiscono i meccanismi concorrenziali di mercato; in una presenza minimalista dello stato nell'economia; nel comportamento massimizzante degli operatori, nell'interazione atomistica; nell'informazione perfetta, nell'assenza di qualsiasi limitazione all'agire economico; nella numerosità elevata degli operatori; nell'assenza di condizionamenti delle decisioni degli altri operatori presenti sul mercato. Inoltre, in tale contesto non si verifica alcuno scambio prima che il mercato raggiunga l'equilibrio, significando l'assenza di qualsiasi variazione delle quantità per livelli di prezzo differenti da quello di equilibrio. Infine, affinché si possa parlare di equilibrio di tipo walrasiano, occorrono, necessariamente, due condizioni: il comportamento ottimizzante dell'imprenditore, che tenta di ottenere in continuazione dei profitti, che in equilibrio sono nulli, e un banditore di mercato che permette la fissazione del prezzo di equilibrio, mediante una contrattazione competitiva, a cui scambiare ex-post le quantità desiderate.

Nelle ipotesi neoclassiche, in equilibrio generale tutti i mercati raggiungono l'uguaglianza fra quantità domandate ed offerte. Sul mercato dei capitali, l'equilibrio si forma intorno al tasso di rendimento (i) che eguaglia il saggio marginale di produttività del capitale fisso finanziato per l'impresa e il saggio marginale di preferenza intertemporale[23]. Tali ipotesi di perfezione dei mercati

---

[20] L'equilibrio economico generale presuppone il raggiungimento di una situazione di equilibrio sugli n mercati esistenti.

[21] Lo scambio può avvenire anche mediante altri meccanismi di tipo non competitivo. E' l'ipotesi della contrattazione negoziale, dove domanda e offerta si incontrano in corrispondenza di livelli di prezzo differenti, pur giungendo a scambiare tutte le quantità desiderate e a eguagliare le quantità offerte con le quantità domandate.

[22] Il principio dello scambio volontario presuppone che ogni operatore, supposto razionale, non procederà in nessun caso, ad uno scambio che non ne migliori la posizione rispetto lo stato precedente, ciò implica che uno scambio comporta un aumento di benessere per entrambi i soggetti che vi partecipano.

[23] Tale affermazione è equivalente alla negazione dell'influenza di qualsiasi forma esterna al mercato sulla determinazione del tasso di interesse, unicamente legato alle decisioni di investimento e alle decisioni di risparmio (non consumo) degli operatori.

hanno influenzato nella sostanza sia la teoria della finanza d'impresa che la teoria dei mercati finanziari, impedendo per molti anni la formulazione di una teoria compiuta degli intermediari e la creazione di un interesse verso i modelli di comportamento degli intermediari finanziari (Onado, 1992).

Sia la teoria della finanza che la teoria dei mercati finanziari e, in generale, la teoria finanziaria tradizionale, muovono dal comune assunto di mercati perfetti e di comportamenti ottimizzanti e razionali. La teoria della finanza assume che un operatore può effettuare le sue scelte in ordine alla massimizzazione della sua utilità, in termini di rischio e di rendimento[24], e raggiungere detta posizione mediante il ricorso al mercato, non lasciando alcuno spazio ad una legittimazione teorica degli intermediari finanziari[25]. Con riferimento agli intermediari finanziari si hanno due conseguenze. Da un lato, l'assenza di giustificazione teorica della loro esistenza e dell'attività posta in essere, dato che essi producono, sostenendo un costo, un'attività o dei servizi che gli individui possono produrre da sé stessi senza sostenere alcun costo d'intermediazione. Dall'altro, l'affermazione che la struttura finanziaria non esercita alcun effetto sul valore delle azioni, se per le imprese non finanziarie sancisce la sostanziale distinzione fra scelte d'investimento e di finanziamento, per le imprese finanziarie implica l'impossibilità della spiegazione della loro fondamentale particolarità, dovuta alla stretta correlazione e interrelazione esistente fra scelte di finanziamento (o di raccolta), scelte di investimento e mantenimento dell'equilibrio di liquidità e di solvibilità[26].

Le teoria della finanza[27] non riesce, quindi, a spiegare l'esistenza degli intermediari finanziari poiché nega la loro valenza produttiva[28], configurandoli

---

[24] Si ricordino I famosi contributi di Modigliani F., Miller M.H., 1958, "The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" American Economic Review, 48; e 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares" in Journal of Business, 34.

[25] Santomero (1996), pag. 2, "…In the traditional Arrow-Debreu model of resource allocation, firms and household interact throught market and financial intermediaries play no role. […] household can construct portfolios which offset any position taken by an intermediary and intermediation cannot create value.

[26] Si veda Forestieri G., Mottura P. (1994) in Ruozi R., (a cura di), 1994, "La gestione della banca", (Quarta edizione), Egea, Milano.

[27] La teoria del portafoglio elaborata da Markowitz (1952), successivamente ripresa e approfondita durante gli anni sessanta, ha posto in evidenza la possibilità di raggiungere, mediante opportune scelte di portafoglio, la massimizzazione della propria utilità attesa in relazione alla propria propensione al rischio. La teoria del portafoglio e il *capital asset pricing model*, riconducono tutte le problematiche di comportamento degli operatori alle scelte interpretate in termini di media, quale indicatore del rendimento atteso, e di varianza, quale indicatore del grado di rischio, evidenziando come operando su queste due variabili, risulti possibile assumere le posizioni di indebitamento e di portafoglio caratterizzate dai profili di rischio e di rendimento ammessi dalle proprie preferenze do consumo e di risparmio. Gli operatori, inoltre, possono indebi-

come entità di puro scambio che acquistano titoli delle imprese e si finanziano con la vendita di propri titoli presso il pubblico, negando l'esistenza di un problema di liquidità nelle scelte di composizione del portafoglio.

In un'ottica funzionalista, la teoria della finanza non riesce a spiegare l'esistenza degli intermediari poiché riduce o annulla le funzioni che tali istituzioni possiedono nei confronti del sistema. L'alternativa funzionale risulta essere costituita dal mercato finanziario, che possiede tutte le funzioni necessarie al sistema economico.

L'ipotesi di perfezione dei mercati[29], rende impossibile legittimare teoricamente l'esistenza degli intermediari come alternativa funzionale più efficace dei mercati finanziari nello svolgimento di particolari funzioni, dato che il perfetto funzionamento del meccanismo dei prezzi non lascia spazio ad alcuna forma alternativa di governo degli scambi, misurata lungo la dimensione dell'efficienza. In effetti, il mercato finanziario riesce a svolgere tutte le attività necessarie ai bisogni finanziari espressi dal sistema economico e risulta più conveniente dato che non impone al sistema economico il costo derivante dall'esistenza di un entità di intermediazione quale si configurerebbe l'intermediario finanziario e creditizio.

All'interno di questo filone teorico, sulla spinta delle numerose critiche di ipotesi troppo stringenti e irrealistiche, nel corso del tempo si sono introdotti e

---

tarsi o investire risorse al tasso di interesse puro ed effettuano le proprie valutazioni sul rendimento atteso che sconta il premio per il rischio. Markowitz H.M., 1959, "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment", Yale University press, New York. In questo senso, l'attività degli intermediari finanziari intesa nelle funzioni individuate nel primo capitolo, perde senso dato che, sotto queste ipotesi, non riescono a creare valore aggiunto per gli operatori del mercato, né con riferimento alle posizioni di rischio, né con riferimento alla massimizzazione dell'utilità. Coerentemente alle ipotesi sottostanti ai modelli precedentemente illustrati, *l'option pricing model*, formulato da Black e Sholes (1973), sottolinea come qualsiasi operatore, utilizzando il mercato delle opzioni, possa raggiungere la posizione di rischio-rendimento preferita, che ne massimizza l'utilità. In condizioni di mercato perfetto, l'acquisto o l'emissione di opzioni permette di posizionarsi insieme ad una compravendita di titoli, in equilibrio, e di avere una posizione completamente coperta, ad un tasso pari al tasso d'interesse puro. Ai nostri fini, ciò costituisce un'ulteriore espressione dell'assenza di attività creatrici di valore svolte da un intermediario finanziario che non possano essere poste in essere direttamente dagli operatori mediante il mercato, unicamente con l'ausilio di attività finanziarie primarie o secondarie Black F., Scholes M., 1973, "The pricing of options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy", n.81.

[28] *L'intermediario non può creare valore dato che la componente produttiva dell'intermediario finanziario viene vista come attività di puro scambio, al limite come portafoglio unitario composta da attività e passività, quest'ultime considerate come attività a rendimento negativo*.

[29] Nella teoria della finanza tradizionale, ferme restando le ipotesi di perfezione dei mercati e di comportamenti razionali, gli intermediari non trovano alcun antecedente causale in grado di giustificare e spiegare la loro presenza.

studiati gli effetti di specifiche imperfezioni del funzionamento del mercato che, in alcuni ambiti lasciavano spazio per la presenza di particolari e contingenti forme di intermediazione finanziaria finalizzate unicamente a gestire più efficacemente e rimuovere o compensare tali fattori, al fine di ripristinare le condizioni di mercato perfetto[30].

La legittimazione teorica degli intermediari finanziari implica la risposta all'interrogativo: gli intermediari possiedono delle funzioni nei confronti del sistema finanziario? Qual è il nesso logico e la rispondenza fra dette funzioni e le funzioni possedute dal sistema finanziario per il sistema economico? In termini più dinamici quali sono i bisogni del sistema economico che determinano l'esistenza degli intermediari finanziari, il loro ruolo e la loro evoluzione?

Qualsiasi impianto teorico che continui ad assumere l'ipotesi di mercati perfetti impedisce di attribuire una qualche funzione positiva agli intermediari, quale modalità di coordinamento fra bisogni dei datori e prenditori finali di risorse finanziarie migliore rispetto il mercato. Tali istituzioni si configurerebbero sempre come alternative funzionali ridondanti, non riuscendo ad esprimere nessun livello di efficienza ed efficacia superiore nello svolgimento di alcuna funzione.

La rimozione dell'ipotesi di mercati perfetti consente di pensare gli intermediari come organismi in grado di offrire al sistema economico e finanziario un "output" con un livello di efficienza non replicabile da alcun altro elemento del sistema finanziario esistente, almeno in un dato momento. Ciò significa l'abbandono della connotazione di intermediario quale portafoglio di attività e/o passività finanziarie di mercato e il riconoscimento della natura di impresa, in grado di creare valore, sorta come alternativa al mercato (Arrow, 1974)[31] e capace di superare il sistema del meccanismo dei prezzi quale unico meccanismo di coordinamento (Coase, 1937).

L'intermediario acquisisce una sua funzionalità nei confronti del sistema, di pari passo all'emergere e al riconoscimento delle imperfezioni che caratterizzano lo scambio finanziario e dei correlati bisogni del funzionamento e dell'agire del sistema economico. Il mercato e il meccanismo dei prezzi funzionano solo in ipotesi di scambi istantanei, caratterizzati da certezza e posti in essere da operatori razionali e numerosi, che li caratterizzi come scambi economico-simmetrici (Lindblom, 1977)[32].

---

[30] Su questo orientamento di introduzione graduale e progressiva, seppur molto spesso isolata, della considerazione di talune imperfezioni, si vedano Cesarini F. e Onado M. (1984) nell'introduzione al Van Horne, "Principi di finanza aziendale", Il Mulino, Bologna.

[31] Arrow, K., 1974, "The limits of organization", New York, W.W.Norton, trad. ital. "I limiti dell'organizzazione", Il saggiatore, Milano

[32] Lindblom C.E., 1977, "Politics and markets", New York, Basic Book,. Trad. It. "Politica e mercato", Etas Libri, Milano, 1979.

Lo scambio finanziario, invece, è per sua natura incerto, a causa del differimento di una delle due prestazioni nel tempo che comporta una certa probabilità di variazione del valore di scambio. L'eliminazione "dell'incertezza"[33], quando possibile, impone il sostenimento di un costo, spesso rilevante, rendendo, in alcuni casi, meno efficiente il coordinamento diretto rispetto un coordinamento intermediato.

In realtà, l'introduzione di ipotesi più realistiche nella descrizione dello scambio finanziario contribuisce alla spiegazione degli intermediari e alla comprensione delle cause della diversità esistente, legata alla varietà dei bisogni esplicitati. Se da un lato, la letteratura si sta progressivamente allontanando dagli schemi strutturalisti che implicano un eccessivo grado di determinismo comportamentale, dall'altro si continua a considerare invariato il valore e la rilevanza delle variabili più facilmente parametrizzabili, quali prezzi e quantità, piuttosto che dei processi d'interazione strategica e soggettiva.

In questo lavoro, la letteratura di riferimento nella spiegazione dell'intermediazione finanziaria si muove nell'ambito di un'impostazione di tipo più realista, assumendo una concezione di intermediario di derivazione economico-finanziaria piuttosto che manageriale. L'*agency theory e, in generale, tutta la teoria delle asimmetrie informative*, nella letteratura finanziaria, conservano sostanzialmente l'impostazione neoclassica, focalizzandosi sull'allocazione razionale come fonte di valore.

La letteratura di riferimento e la teoria dell'intermediazione sono principalmente d'impostazione neoclassica anche se ciò non significa l'utilizzo, *sic et simpliciter*, dei modelli marginalisti e delle ipotesi sottostanti. Non sembra necessario ricordare che, ormai, gli intermediari non vengono identificati in una, seppur complessa, funzione di produzione. Tuttavia, con gradi di moderazione maggiori, si continua ad ipotizzare una razionalità comportamentale di tipo economico-naturale, l'ottimizzazione e il calcolo nella descrizione dei comportamenti e nella attività di *decision making.* L'intermediario finanziario è inteso come entità microeconomica, il cui agire è interpretato come ricerca della soluzione a problemi complessi, e anche in situazioni di incertezza o di informazione incompleta e asimmetrica, il suo comportamento viene assunto ottimizzante e calcolatore, quantunque occorra ricorrere ai contratti formali o impliciti per poter ridurre o dominare l'incertezza, con il minimo costo possibile.

[33] Occorre precisare che si sta utilizzando il termine incertezza in un'accezione molto lata, da intendersi come assenza di certezza negli scambi. Le cause di tale situazione devono essere riferite alle divergenze in termini di preferenze degli operatori del mercato, alle imperfezioni oggettive del mercato legate alla distribuzione asimmetrica delle informazioni e all'esistenza di costi di accesso e utilizzo del mercato e alle caratteristiche soggettive (neurofisiologiche) degli individui che si rivolgono al mercato.

L'analisi delle condizioni e delle caratteristiche dello scambio finanziario permette una migliore contestualizzazione delle attività degli intermediari finanziari e del valore della relazione di clientela.

5. Lo scambio finanziario: definizione, caratteristiche e problematiche

All'interno del sistema finanziario, esistono differenti strutture per organizzare e governare gli scambi. Il governo e il controllo degli scambi da parte del mercato, alcune volte non è efficiente in presenza di incertezza del valore di scambio (Coase, 1937) e, tale incertezza, in presenza di determinate e particolari condizioni può rendere, addirittura, non utilizzabile il mercato (Arrow, 1969).

La definizione dello scambio finanziario[34], delle sue caratteristiche e delle specifiche condizioni ambientali ed individuali in cui si svolge, risultano differenti da quanto ipotizzato per le economie di mercato perfetto. La loro specificazione e comprensione permettono di cogliere ed evidenziare i bisogni che il sistema economico esprime nel momento in cui uno dei suoi elementi, sia esso un'impresa, una famiglia o qualsiasi altro operatore, si trova a perfezionare uno scambio finanziario. Infatti, al variare delle caratteristiche intrinseche dello scambio e delle condizioni in cui si svolge, variano i bisogni espressi dal sistema economico e, di conseguenza, si modificano le attività svolte dagli intermediari finanziari e la loro rilevanza ai fini della conclusione e perfezionamento dello scambio.

Nell'ambito di questo lavoro, lo scambio finanziario, inteso nella sua accezione più estesa, si propone di recuperare ed evidenziare, soprattutto, la complessità che caratterizza l'interazione "finanziaria" fra i soggetti. L'utilizzo di una definizione di derivazione sociologica permette di illustrare la varietà dei comportamenti e dei bisogni espressi durante lo scambio dagli attori ma, soprattutto, permette di non modificare le dimensioni di analisi dello scambio quando si passi da una tipologia di scambio isolato verso modalità di scambio a maggiore contenuto relazionale. *Lo scambio sociale, relativo a qualsiasi atto possibile fra due soggetti nell'ambito della loro esistenza non solo economica, è inteso come categoria estesa del processo mediante il quale, due o più soggetti cedono, reciprocamente, una qualsiasi risorsa (sociale) al fine di derivare una gratificazione e un'utilità intrinseca o estrinseca* (Gallino, 1993). L'estensione dello scambio sociale alla sfera economica impone di considerare

[34] Si sta facendo riferimento ad ipotesi di scambio isolato.

le finalità dello scambio e come esso debba necessariamente migliorare o aumentare l'utilità del soggetto (principio dello scambio volontario).

I termini dello scambio riguardano: *l'equivalenza, l'equilibrio e l'equità* delle risorse scambiate; *l'opportunità* del momento, del luogo e delle circostanze in cui avviene; *la condizione di libertà* con cui le due parti scambiano, misurata dalla scarsità e dal valore reciproco della risorsa scambiata e dal potere reciproco delle parti[35]. Non si configura come scambio qualunque interazione che non abbia un'equivalenza complessiva delle risorse scambiate, misurata su tutte le dimensioni, materiali e immateriali, rilevanti per i soggetti coinvolti. Allo stesso modo, coloro che partecipano devono giudicare opportune anche le modalità fisiche in cui lo scambio avviene, con riferimento sia al luogo e al momento, sia alle circostanze, oggettive e soggettive, in cui avviene la negoziazione e la decisione. Infine, non si può parlare in alcun modo di scambio quando la decisione è viziata, distorta o indotta da una qualsiasi forma di imposizione derivante da autorità gerarchica o da stati di necessità. Infatti, lo scambio deve avvenire all'interno di situazioni in cui non ci sia un sensibile potere monopolistico di uno dei due partecipanti e la risorsa scambiata non deve avere un valore reciproco asimmetrico (almeno a livello aggregato) per i soggetti coinvolti.

Lo scambio finanziario, in letteratura, viene riferito al trasferimento di risorse finanziarie fra settori istituzionali o fra unità economiche attraverso l'intervento di un intermediario o direttamente sul mercato. In relazione all'attività finanziaria utilizzata e alle modalità tecniche dello scambio, esso risulta subordinato a particolari discipline e regolamenti. Detta definizione rappresenta un'accezione ristretta di scambio finanziario poiché risulta focalizzata sul trasferimento di risorse ma non sul ruolo dei soggetti e sul processo d'interazione che ne caratterizza la decisione e il perfezionamento.

L'interpretazione dello scambio finanziario come *categoria estesa del processo mediante cui, due o più soggetti cedono, reciprocamente, potere d'acquisto (e servizi direttamente collegati) al fine di aumentare la propria utilità intrinseca o estrinseca*, permette di recuperare la componente socio-comportamentale e, altresì, di qualificare meglio la natura dei rapporti esistenti fra i soggetti coinvolti. Infatti, la dimensione processuale slega lo scambio dal singolo atto o, comunque, ne amplia la portata, superando l'unicità del concetto di scambio spot fino a giungere gli scambi relazionali in cui la valutazione della singola interazione finanziaria non può essere slegata dalla storia della relazione e dalla sua evoluzione attesa. Il rapporto esistente fra banca e cliente non può essere ricondotto semplicemente ad una serie di scambi finanziari distri-

[35] Gallino L., 1993, "Dizionario di sociologia", Utet, Torino

buiti nel tempo, se non con il rischio di utilizzare una chiave di lettura non adeguata.

Lo scambio finanziario prevede, in generale, una dazione di potere d'acquisto, anche se incorporato in specifiche tipologie di titoli, e riferito al presente o al futuro. La cessione di potere d'acquisto avviene a fronte di una promessa di restituzione dato che lo scambio di moneta per moneta, di titoli per titoli o di crediti per crediti della stessa natura non ha senso. Il potere d'acquisto scambiato è sempre frutto di scelte di anticipo o di rinvio delle decisioni di consumo e di investimento.

Il problema più importante deriva dall'interrogativo riguardante l'opportunità di individuare nel potere di acquisto l'unico oggetto caratterizzante lo scambio finanziario. L'attuale evoluzione del sistema finanziario, l'apparire di nuove forme di intermediazione, il consolidarsi delle tradizionali forme di intermediazione "leggera", lo sviluppo di canali informativi e distributivi innovativi, l'evoluzione delle attività finanziarie, il sempre maggiore grado di complessità e sofisticatezza nel soddisfacimento dei bisogni delle unità economiche, la crescente componente di servizio che contraddistingue molteplici strumenti finanziari contribuiscono a far apparire troppo severa una simile interpretazione. Ruozi (1991) poneva il problema della necessità di modificare la definizione delle modalità organizzative degli scambi finanziari evolvendo da una distinzione fra circuiti diretti e indiretti verso una distinzione fra circuiti autonomi, senza alcun intervento dell'intermediario, e circuiti intermediati, in cui l'intermediario permette di superare i problemi delle asimmetrie informative oppure agisce come *"qualitative asset trasformer"*.

L'interrogativo consiste nel chiedersi se l'attività dell'intermediario finanziario che supporta e rende possibile lo scambio di potere d'acquisto sia da considerarsi anch'essa come scambio finanziario oppure no. La definizione tradizionale sembrerebbe escludere questa possibilità dato che non si pone in essere una dazione di potere d'acquisto. Tuttavia, l'attività dell'intermediario finanziario ha un effetto diretto sul potere d'acquisto scambiato poiché contribuisce a ridurre l'incertezza del valore di scambio e, quindi, il rischio caratterizzante lo scambio stesso. Una banca che presta denaro ad un cliente, scambia finanziariamente. Una banca che vende una propria obbligazione ad un cliente, scambia finanziariamente. Una banca che fornisce consulenza finanziaria agli investimenti, eroga un servizio di risk management, svolge un'attività di private placement, svolge un'attività di gestione patrimoniale individuale sembrerebbe non scambiare finanziariamente con il cliente. Tuttavia, tutti questi servizi finanziari incidono sul rischio del cliente e, quindi, incidono sul valore complessivamente scambiato, anche se con un altro soggetto.

Questa considerazione induce verso un ampliamento dell'oggetto dello scambio finanziario a tutti gli elementi che comportano un effetto sul potere d'acquisto scambiato: sia attraverso un'influenza diretta sul suo ammontare, sia

attraverso una riduzione dei rischi derivanti dalla presenza di asimmetrie informative e di altre imperfezioni dello scambio. In questo modo, le molteplici interazioni che caratterizzano una relazione fra clienti ed intermediari finanziari assumono una rilevanza fattiva nel momento in cui determinano un effetto concreto sulle decisioni finanziarie. La relazione può essere naturalmente definita come un insieme di scambi finanziari in grado di generare un surplus aggiuntivo rispetto all'ipotesi di scambi finanziari ripetuti ma, sostanzialmente, isolati. In questo ambito deve essere contestualizzata la natura processuale introdotta nella definizione di scambio finanziario. La realtà ha evidenziato come gli scambi finanziari siano destinati a ripetersi e, molto spesso, ciò avviene fra i medesimi soggetti. La relazione fra intermediario e cliente non rappresenta una sequenza di singoli atti ma, a parere di chi scrive, rappresenta un'unica categoria di scambio finanziario, di natura più composita e complessa molto differente rispetto gli scambi ripetuti che non possiedono alcun legame o conseguenza fra di loro.

Lo scambio finanziario avviene all'interno di precise regole e strutture, sancite e sanzionate legalmente anche quando si perfeziona fra soggetti privati. Le regole e le strutture che supportano e regolamentano lo scambio hanno la funzione di aumentarne la certezza. Infatti, una caratteristica frequente dello scambio finanziario deriva dalla eterogeneità della natura dei soggetti coinvolti. Spesso, gli individui si trovano a cedere o ottenere risorse finanziare e negoziare con soggetti di natura collettiva quali sistemi e organizzazioni. L'eccessiva eterogeneità introduce un elemento di asimmetria contrattuale nella negoziazione e il rischio che gli individui non siano in grado di valutare in misura paritaria il valore e la convenienza dello scambio.

Lo scambio finanziario non crea utilità ai soggetti in modo simultaneo. La decisione di rinvio o anticipo di consumo comporta un'utilità anticipata per il prenditore rispetto al datore di fondi che dovrà attendere la conclusione dello scambio per poter aumentare la propria utilità. La dimensione temporale implicita nello scambio finanziario e la natura di promessa costituiscono uno degli aspetti più caratteristici e tradizionalmente valutati.

Infine, lo scambio finanziario è, sostanzialmente, "estrinseco" dato che non è mai fine a se stesso ma risulta subordinato al raggiungimento di un fine successivo, tranne nel caso di approvvigionamento e detenzione di potere d'acquisto per scopi transazionali o precauzionali. Al pari del rapporto fra sistema finanziario e sistema economico, deve essere letto il rapporto fra scambio finanziario e scambio economico in cui il primo rappresenta il mezzo per il perfezionamento del secondo e il raggiungimento di uno scopo ulteriore.

La caratteristiche di maggior interesse sono rinvenibili nella particolarità dei termini dello scambio dove l'equivalenza fra le risorse scambiate risulta mediata da una specificità dello scambio finanziario legata al differimento di una delle prestazioni che espone almeno uno dei partecipanti ad un certo grado di insi-

curezza circa l'ottenimento della risorsa attesa. Ciò determina una valutazione attendibile dell'equivalenza dello scambio unicamente al termine dello scambio stesso. L'opportunità delle modalità di esecuzione concreta dello scambio può essere considerata una problematica trascurabile data l'attuale varietà e l'ampia discrezionalità con cui le parti possono assumere le proprie decisioni. Al contrario, assume una certa criticità il grado di libertà posseduto dai soggetti, legato soprattutto al grado di bisogno-valore (scarsità) correlato all'effettuazione dello scambio e al potere reciproco posseduto che potrebbe, fattivamente alterare le condizioni, nell'ambito di scambi fra soggetti asimmetrici[36].

Il portato dell'analisi effettuata giunge a definire lo scambio finanziario, come un atto caratterizzato da elevata incertezza del valore di scambio finale, dovuta , in primo luogo, alla non contestualità della cessione delle risorse (Mottura, 1991) e alle altre caratteristiche di eterogeneità ed estrisecità individuate. Ad aumentare detta incertezza concorrono, inoltre:

- le caratteristiche dei soggetti e la razionalità non assoluta (Simon, 1947) che ne limitano le capacità di valutazione reciproca e delle alternative esistenti;
- l'esistenza di informazioni costose e non simmetriche (Stigler, 1961), la cui omogeneità, spesso, non risulta raggiungibile neppure a fronte di un costo;
- la possibilità di comportamenti opportunistici volti al perseguimento dell'interesse proprio che possono alterare l'equivalenza dello scambio;
- le altre imperfezioni del mercato e degli scambi che rendono costoso l'uso del mercato o ne impediscono un utilizzo completo (Williamson, 1975).

L'incertezza del valore di scambio

L'incertezza del valore definitivo dello scambio finanziario deriva dalla non istantaneità dello scambio e deve essere riferita, in primo luogo, all'impossibilità di conoscere quali stati di natura si verificheranno, al fine di associare il comportamento adeguato e conoscere il valore finale della decisione.

La teoria economica classica non considerava l'incertezza, poiché il decisore-operatore economico era supposto in grado di conoscere tutti gli aspetti del problema, cioè le situazioni, le alternative, le conseguenze, le preferenze e la

[36] Si consideri che lo scambio finanziario può verificarsi fra soggetti asimmetrici, dotati di caratteristiche molto differenti: l'intermediario creditizio, l'investitore istituzionale, l'individuo, l'impresa di differenti dimensioni, lo Stato, ecc.

scala delle preferenze. In queste condizioni, l'operatore, attraverso il calcolo, era in grado di decidere e scambiare-agire[37], concludendo gli scambi che ne massimizzavano l'utilità attesa. L'introduzione dell'incertezza, intesa come non conoscenza dello stato di natura futuro, ha reso più complicato il calcolo, legandolo alla non perfetta conoscenza delle condizioni che influiscono sulla propensione a scambiare e sul desiderio a scambiare con quegli "stessi termini del contratto" (Arrow, 1974)[38].

Occorre inoltre, definire la differenza fra il concetto di rischio e il concetto di incertezza, funzionale alla comprensione dei comportamenti nei confronti dello scambio e della scelta effettuata. Tale differenza riguarda le modalità d'individuazione della distribuzione di probabilità e alle informazioni disponibili associate ad una "situazione di rischio" e ad una "situazione d'incertezza"[39], in cui, molto spesso, ricade uno scambio finanziario. La gestione dell'incertezza richiede l'utilizzo di alcune componenti che si legano all'osservazione soggettiva di variabili soprattutto comportamentali. Nell'ambito della gestione di un prestito o di un portafoglio prestiti,

---

[37] Simon (1955) evidenzia come esistano dei fattori di forte oggettività, soprattutto nella costruzione di una scala delle preferenze di tipo cardinale, difficilmente conciliabili con la natura umana e le caratteristiche della realtà.

[38] L'utilizzo di contratti condizionali e la creazione del concetto di bene contingente e di mercato contingente hanno consentito di riportare il processo di scelta e di scambio all'impianto logico-matematico delle scelte in condizioni di certezza, ampliando il numero di mercati necessari e introducendo un meccanismo di prezzi contingenti in luogo dei prezzi fissi. Arrow, (1974) enuncia in modo completo ed esaustivo, le motivazioni sulla difficoltà reale del funzionamento di un simile meccanismo di prezzi. Per una formalizzazione matematica delle ipotesi e delle condizioni delle scelte in presenza di incertezza si veda Saltari, (1997).

[39] La situazione caratterizzata da *rischio* è associabile a una distribuzione di probabilità delle conseguenze calcolata su base frequentista, cioè sulla frequenza con cui una particolare situazione si è verificata nel corso del tempo. Va da sé che un tale metodo necessità di un periodo di osservazione sufficientemente lungo, una serie storica da cui inferire la distribuzione.

Le situazioni caratterizzate da incertezza, non possiedono un periodo di osservazione significativo, dato che si tratta di eventi piuttosto isolati, la cui valutazione degli eventuali relativi precedenti storici non sarebbe significativa e, molto spesso, possibile. La valutazione della probabilità avviene, in questi casi, su base soggettiva, e viene definita come il grado di fiducia che un individuo coerente (leggi razionale) attribuisce, sulla base delle sue convinzioni, opinioni e informazioni, al verificarsi di una particolare situazione o evento (Saltari, 1997). In situazioni del genere può verificarsi la circostanza che non sia possibile avere informazioni sufficienti ad associare alcun grado di fiducia nell'avverarsi di particolari stati di natura (Faccipieri, 1989).

Per un'applicazione più specifica al contesto finanziario e, nella fattispecie alla valutazione del rischio di credito nel finanziamento d'impresa da parte degli intermediari, si può vedere Ecchia S. (1996), "Valutazione e gestione del rischio d'insolvenza", in Ecchia S. (a cura di), "Il rischio di credito. Metodologie avanzate di previsione delle insolvenze", Giappichelli Editore, Torino.

l'incertezza ha una diretta influenza sul rischio di credito, collegandosi più specificamente al rischio specifico che caratterizza un rapporto di finanziamento. Infatti, la sua gestione viene attuata a livello di singolo finanziamento e gestita attraverso la valutazione delle caratteristiche quantitative e qualitative del soggetto affidato. Le prime possono essere gestite attraverso tecniche più oggettive e standardizzate, che possono riferirsi a imprese differenti, gli aspetti qualitativi, legati alla qualità dell'imprenditore, alla moralità e all'etica comportamentale, alle sue capacità organizzative e strategiche, non riescono a prescindere dall'esistenza di una qualche forma di rapporto che riesca a ridurre l'asimmetria informativa e a creare delle aspettative fondate di comportamento in relazione a specifiche situazioni future. Sotto questo profilo, l'incertezza risulta legata ad altri due fattori che caratterizzano lo scambio: l'informazione e le caratteristiche delle capacità dell'individuo. L'incertezza, quindi, si presenta all'interno dello scambio finanziario sotto tre componenti:

- *l'incertezza ambientale,* legata all'evoluzione futura del contesto ambientale, di mercato e macroeconomico all'interno del quale si svolge lo scambio e che produce effetti sul valore previsto;
- *l'incertezza comportamentale,* legata all'agire degli altri soggetti coinvolti nello scambio e che ne altera ex post il valore attraverso comportamenti differenti da quelli dichiarati nella fase decisionale e di perfezionamento;
- *l'incertezza cognitiva o computazionale,* derivante dall'assenza di consapevolezza sulla precisione e sulla correttezza delle valutazioni di convenienza eseguite e sulla completezza degli aspetti analizzati per la decisione di scambio e per le determinazione del valore di scambio.

La razionalità limitata

Gli individui non possiedono la razionalità assoluta e globale ipotizzata per l'uomo economico, essi presentano limitate conoscenze e limitate capacità previsive, di apprendimento e di calcolo. Queste caratteristiche fanno parte dell'individuo, gli costano fatica e gli procurano insuccessi nel cogliere gli obiettivi assegnatigli dalla teoria economica. Simon afferma che gli individui agiscono e, quindi, affrontano un processo di scambio con le proprie capacità, sono costretti a tentare di ridurre la complessità e l'incertezza esistente ma, seppur risultano coerenti nelle intenzioni, non riescono a giungere a risultati ottimizzanti, a causa delle semplificazioni del mondo che sono costretti ad utilizzare e che introducono delle discrepanze con la realtà (Simon, 1955).

Le capacità degli individui, inoltre, risentono delle risorse possedute e della convenienza di investire tali risorse nella valutazione dello scambio, introducendo la possibilità che gli individui, supposti intenzionalmente razionali, af-

frontino un problema di convenienza economica fra il tentativo di ottimizzare la decisione e le risorse necessarie a tale scopo.

La letteratura finanziaria ha mantenuto un'impostazione neoclassica in questo ambito, trattando alcune conseguenze di queste limitazioni come attività economiche. L'informazione è stata considerata una attività economica, caratterizzata da scarsità e costo (Stigler, 1961; Muth, 1961), essa è entrata a far parte della funzione di produzione per cui, come osserva Simon (1978), invece di "alleviare" i problemi computazionali e di elaborazione del soggetto partecipante allo scambio, né ha aumentato la complicatezza di calcolo.

Simon (1978) è estremamente critico sulla capacità di trattare il fenomeno dell'incertezza attraverso la considerazione del costo delle informazioni[40], dato che occorrono altri elementi, affinché si riduca la complessità affrontata dall'individuo durante lo scambio finanziario. Il problema dell'informazione, limitata, incompleta o costosa, ha rilevanza nell'ipotesi di un individuo in grado di gestire l'informazione sufficiente all'ottimizzazione dello scambio, in assenza di vincoli, di natura non solo economica, all'accesso a particolari informazioni e in presenza di un comportamento attivo nei confronti dell'incertezza.

Questo punto segna il passaggio dall'economia dell'incertezza all'economia dell'informazione. La prima è intesa come assenza di certezza sugli stati di natura futuri, come esistenza d'informazione omogenea, incompleta e non migliorabile da nessuno e come comportamento adattivo degli individui a tale incompletezza[41] La seconda focalizza l'attenzione sull'esistenza di informazione eterogenea e distribuita in modo non simmetrico e sul comportamento attivo degli operatori che, per quanto nelle loro possibilità e capacità, si attivano per ridurre tale asimmetria (Saltari, 1990)[42]. La differenza sostanziale consiste nel passare da un'idea di informazione esogena ad un concetto di informazione endogena e, quindi, subordinata al comportamento e ai limiti degli individui.

---

[40] In realtà, Simon (1978) è critico nei confronti di tutte le modalità utilizzate dall'economia neoclassica per trattare e affrontare l'incertezza. Esplicita è la critica alle aspettative razionali, che, di fatto, eludono il problema dell'incertezza assumendo che nelle aspettative sia già considerato il modello teorico e, quindi, ridotta l'importanza del processo decisionale su cui si esercita l'incertezza. Allo stesso modo è esplicita la critica nei confronti della teoria statistica delle decisioni e della teoria dei giochi, la prima supponendo "eroicamente" una quantità elevata d'informazioni, la seconda che nel tentativo di considerare l'ambiguità delle reazioni dell'altro soggetto, in ipotesi d'interazioni strategiche, è costretta a ricorrere ad una tale complessità che, di fatto, dimostra l'inevitabilità dell'ambiguità del criterio di razionalità necessario alla soluzione del gioco. Pagg. 302-307. Per una completa esposizione della teoria delle aspettative e delle differenti caratteristiche, si veda Pesaran M.H., 1987 "No limits to rational expectations" Oxford, Basil Blackwell

[41] Il comportamento ottimizzante rimane supposto presente.

[42] Sulla differenza fra economia dell'incertezza e economia dell'informazione si vedano Phlips (1988) e Hey (1981) e Laffont (1989), citati da Saltari (1990).

Gli individui finanziari possiedono, quindi, una razionalità limitata e una limitata capacità computazionale, essi riconoscono di non essere in grado di comprendere ogni cosa, cosi come sono consapevoli di non essere in grado di acquisire e processare tutta l'informazione, anche se si sforzano di assumere un comportamento coincidente con il loro meglio (Milgrom Roberts, 1994)[43].

Informazione asimmetrica

L'incertezza del valore dello scambio non deriva unicamente dalla non conoscenza perfetta degli stati di natura futuri ma si produce continuamente per l'agire degli altri soggetti partecipanti allo scambio non istantaneo. I comportamenti degli altri generano sempre nuove informazioni utili ma non sempre è possibile conoscerle, spesso neanche a fronte di un costo, e capire perfettamente il loro significato (Radner, 1968).

Lo scambio finanziario ha due particolarità che lo caratterizzano, la natura non simultanea nel determinare utilità o gratificazione ai partecipanti e il valore estrinseco, legato alla sua funzionalità per scopi ulteriori.

Queste caratteristiche determinano l'impossibilità di assicurarsi completamente ex-ante da eventuali variazioni del valore originario a causa della dipendenza di tale valore dal comportamento successivo di almeno uno dei partecipanti al processo di scambio. Inoltre, la natura eterogenea dei partecipanti implica una differenza nelle capacità cognitive e computazionali possedute; questo rende non equilibrati la valutazione del valore, la capacità di alterare sia ex ante che ex post i termini dello scambio e lo scambio nel suo complesso.

L'ipotesi di informazione asimmetrica e privata nei mercati dei beni viene riferita all'incertezza sulla qualità dei beni oggetto della transazione. Nello scambio finanziario l'informazione asimmetrica riguarda molteplici aspetti, legati alla comprensione dell'equivalenza dello scambio. La non simultaneità e la natura estrinseca comporta che il datore di fondi rimanga soggetto all'influenza del comportamento del prenditore per tutta l'estensione dello scambio. Il prenditore risulta in possesso di informazioni maggiori relative non solo al rendimento atteso ma, soprattutto, alle caratteristiche dello scopo a cui tali risorse sono destinate. Il datore di risorse non riesce a conoscere tutti gli aspetti noti al prenditore, anche perché, in parte, derivano dal suo comportamento e dalle decisioni assunte. L'informazione risulta parziale, con riferimento alle caratteristiche strategiche o operative del progetto finanziato, sia esso un'impresa nel suo complesso o un investimento specifico. Essa non è completamente appro-

[43] Si fa riferimento alla traduzione italiana "Economia, organizzazione e management" Il Mulino, Bologna, 1994 del testo originale Milgrom P., Roberts J., 1992, "Economics, Organization and Management" Prentice Hall, Englewood Cliffs.

priabile e, soprattutto non verificabile per quanto riguarda il comportamento del prenditore che influenza direttamente il rendimento del progetto e il grado di rischio che lo caratterizza[44].

Infine, l'asimmetria informativa esistente negli scambi finanziari deve essere interpretata in senso soggettivo oltre che oggettivo. Può accadere che l'informazione esistente sia sufficiente alla conclusione efficiente dello scambio, mentre le capacità soggettive dell'individuo trasformano tale situazione in una situazione di inadeguatezza informativa dello scambio. Si specifica, cosi, una componente delle asimmetrie informative insita nelle capacità computazionali di una delle parti coinvolte che rende il livello informativo esistente una condizione necessaria ma non sufficiente allo scambio finanziario (Mottura, 1991).

I costi di transazione e altre caratteristiche rilevanti

Lo scambio finanziario, avendo ad oggetto il potere d'acquisto, pone non pochi problemi di armonizzazione delle preferenze dei due soggetti relative alle caratteristiche più operative dei termini dello scambio. Inoltre, la natura estrinseca comporta la necessità di rendere compatibili le caratteristiche degli scopi per cui viene posto in essere[45] da entrambi i soggetti.

L'incertezza e l'informazione eterogenea, insieme alla necessità di rendere compatibili le caratteristiche oggettive e soggettive delle parti coinvolte conducono ad un'attività, più o meno costosa, di ricerca e di armonizzazione delle rispettive istanze. Tali attività si riassumono nel processo di ricerca fisica della controparte, della raccolta di informazioni, della negoziazione della scelta e della stesura del contratto. Inoltre, lo scambio comporta: costi di analisi e valutazione della congruità dei termini dello scambio, un'attività di verifica e controllo dell'adempimento di quanto previsto dai termini dello scambio, una valutazione dell'impatto di quanto pattuito sulla situazione finanziaria dei soggetti. Sono, in definitiva, le attività di esecuzione dello scambio, strettamente legate alle caratteristiche dei soggetti e, difficilmente standardizzabili in modo completo. I fattori critici della scelta e della conclusione dello scambio rendono

[44] Questo punto e i suoi effetti verranno analizzati più avanti. Le informazioni considerate riguardano le competenze dell'imprenditore, la sua onestà, il suo impegno, i veri obiettivi del progetto, le reali motivazioni che lo spingono, oltre che alle caratteristiche più oggettive legate alla natura del progetto, alle possibilità di successo, al mercato o segmento di mercato in cui si inserirà alle tecniche di gestione e quant'altro abbia rilevanza.

[45] Questa osservazione risulta valida sia dal lato dell'offerta di risorse che dal lato della domanda di risorse, l'una legata alle preferenze e ai programmi di consumo, l'altra alle necessità produttive e ai programmi di investimento.

ineliminabile il processo di ricerca e di esecuzione dello scambio, a causa dell'ampiezza della varietà esistente, e comportano l'impiego di risorse e il sostenimento di costi.

Lo scambio finanziario risulta, inoltre, soggetto ad altre limitazioni che concorrono, insieme, ad aggravare alcune delle caratteristiche già esaminate e a ridurre la possibilità e la difficoltà di definire i termini dello scambio in modo ottimo:

- *l'asimmetria nelle dimensioni e delle esigenze finanziarie;* l'indivisibilità completa delle attività finanziarie e le differenze fra fabbisogni e risorse possedute accentuano il divario esistente fra le esigenze e le istanze presentate dai soggetti, rendendo più complesso il processo di scambio;
- *l'eterogeneità della "natura" dei soggetti;* la natura collettiva o individuale esercita una considerevole influenza sulle modalità negoziali e di contenuto dello scambio e sulle capacità computazionali e decisionali del soggetto. Le potenzialità valutative e interpretative di un'organizzazione o di un'impresa risultano superiori rispetto a quelle di una famiglia, ciò diviene importante quando a scambiare sono entrambi.
- *il differente potere contrattuale e le limitazioni alla libertà delle parti,* da intendersi sia come varietà delle alternative possibili sia come opzione *exit* al rapporto; sotto questo profilo l'accesso a tutte le alternative di mercato esistenti non è simultaneo e completo, frequenti sono le situazioni di limitazione affrontate da chi vuole procedere allo scambio e i "piccoli numeri" (Williamson, 1975) con cui può confrontarsi.

L'equivalenza dello scambio e il valore derivante ai soggetti risultano fortemente condizionati dall'esistenza di questi fattori, insieme all'incertezza, alle informazioni eterogenee, alla razionalità limitata e alla natura costosa delle attività di perfezionamento ed esecuzione dello scambio. L'efficienza allocativa, in queste condizioni non può essere demandata, unicamente, al meccanismo dei prezzi. Occorrono alcune valutazioni più approfondite sul grado di efficienza e sulle capacità di governo possedute da detto meccanismo e modalità di governo alternative.

6. Le forme di governo degli scambi finanziari

L'incertezza che caratterizza lo scambio finanziario e la determinazione del suo valore finale determina l'esistenza di differenti modalità di scambio. Esse possono essere definite e classificate sulla base del grado di partecipazione e di responsabilizzazione del datore finale alla decisione della scelta del prenditore finale (progetto d'investimento). Al ridursi di tale partecipazione, si passa da uno scambio diretto allo scambio "leggero" e, infine, allo scambio "intermediato". Tali differenti categorie possono essere associate, in modo graduato, a forme di governo della transazione legate al mercato e alle sue regole, o agli intermediari, nelle loro differenti funzioni di "intermediazione leggera" e di "intermediazione pesante"[46]. Il criterio assunto nelle differenti situazioni viene individuato nell'efficienza allocativa sia delle risorse che dei rischi connessi, in funzione dei bisogni posseduti dai soggetti dello scambio. Seguendo tali criteri appare possibile spiegare la contestuale esistenza dei mercati e degli intermediari sulla base dell'efficienza con cui svolgono le loro funzioni nei confronti del sistema finanziario e del sistema economico. Sembra cosi evitato, inoltre, l'*impasse* logico-teorica di assumere l'evoluzione del sistema finanziario, attraverso l'esistenza degli intermediari e il crearsi di nuove forme di intermediazione, come involuzione verso forme meno perfette del sistema, dovuta all'assunto teorico della teoria dei "mercati perfetti" (Mottura 1991).

In presenza delle caratteristiche dello scambio evidenziate nel precedente paragrafo[47], il mercato finanziario possiede due funzioni di base: la distribuzione dei rischi e la distribuzione delle informazioni. Esso si fonda sul meccanismo dei prezzi; essi, quindi, svolgono un duplice ruolo: allocativo ed informativo. Essi devono da un lato, permettere il governo più efficiente degli scambi al fine di raggiungere l'allocazione ottimale delle risorse nel sistema, dall'altro devono trasmettere l'informazione al fine di permettere il coordinamento delle

[46] Mottura (1991) utilizza questi aggettivi per descrivere le differenti funzioni svolte dagli intermediari finanziari e dal modificarsi dei tradizionali confini esistenti fra circuiti di scambio diretti e di scambio intermediati. Mottura (1991), riferendosi all'affermarsi dell'attività di *market making* e alle funzioni svolte dagli intermediari nella *Security industry*, evidenzia come gli intermediari svolgano un ruolo anche all'interno del mercato o del tradizionale circuito diretto, proponendo una terminologia preferibile ad indicare la distinzione fra circuiti autonomi e circuiti intermediati, all'interno dei quali gli intermediari offrono sia servizi di intermediazione leggera, completando i mercati finanziari sia funzioni di intermediazione pesante, emettendo proprie passività ed attività finanziarie intermedie.

[47] In particolare, l'esistenza di incertezza e di informazione costosa e eterogenea.

decisioni decentralizzate al fine di raggiungere l'equilibrio. La condizione affinché ciò si verifichi è l'efficienza informativa del mercato, nella fattispecie, la capacità dei prezzi di esprimere, sempre e comunque, tutta l'informazione disponibile (Fama, 1970)[48]. In presenza di un perfetto funzionamento, gli intermediari non avrebbero alcuna ragione di esistere, dato che non avrebbero alcuna funzione e non svolgerebbero attività generatrici di valore per nessun operatore del sistema economico (Campbell-Kracaw, 1980)[49].

L'incertezza e l'informazione eterogenea e privata riducono le potenzialità del meccanismo dei prezzi poiché riducono la loro significatività, "rendendoli troppo informativi". Grossman e Stiglitz (1976) compiono un'analisi del ruolo dei prezzi in presenza di asimmetrie informative, al fine di valutare la capacità e le modalità di trasmissione delle informazioni. La trasformazione dell'informazione da privata in pubblica, rende non conveniente il sostenimento di un costo a fronte di un beneficio di cui si approprieranno gli altri. I prezzi non riescono a trasmettere tutta l'informazione e non riescono a segnalarne la causa. Una loro variazione può dipendere sia dal comportamento di un operatore più informato che da una variazione esogena dell'offerta, creando l'impossibilità di separare completamente gli effetti della curva di domanda e di offerta. Accade, quindi, che ogni comportamento può trasmettere un'informazione incompatibile con il raggiungimento o il mantenimento dell'equilibrio, la funzione allocativa dei prezzi viene assorbita dalla funzione informativa e la curva di domanda, sotto certe condizioni, può assumere inclinazione positiva.

In presenza di asimmetrie informative, il prezzo trasmette informazioni e influenza i comportamenti perché la qualità giunge a dipendere dal prezzo. Nei mercati, tradizionalmente intesi, con informazione omogenea accade il contrario, è la qualità ad influenzare il prezzo[50]. Stiglitz (1987) analizza le ragioni e gli effetti della dipendenza della qualità dal prezzo, e, quindi, come anche i comportamenti ne risultino influenzati a causa dei fenomeni di selezione avversa e di moral hazard che caratterizzano molti mercati accomunati dalla presenza strutturale di informazione asimmetrica (Akerlof, 1970).

Il governo degli scambi finanziari, in presenza delle caratteristiche di mercato individuate, risente di notevoli restrizioni e conseguenze. Il mercato non è completo, se non in particolari condizioni, provocando l'esistenza di operatori

---

[48] Fama (1970) distingue tre livelli di efficienza informativa del mercato (*weak form, semi-strong form, strong form)* classificazione che, nonostante alcune lievi modificazioni e integrazioni, mantiene ancora la sua valenza esplicativa.

[49] Campbell-Kracaw, 1980 "...in a perfect market environment, intermediation could perform no unique financial service that investors would be unable to reproduce as easily.."

[50] Banalmente, a prezzi maggiori corrispondono beni di qualità maggiore.

che vorrebbero scambiare ma non sono in grado di farlo alle migliori condizioni.

I problemi maggiori derivano dalla variabilità e incertezza che caratterizza il valore di scambio. Il mercato, e soprattutto il meccanismo dei prezzi[51], non sono in grado di affrontare tali condizioni, di operare in modo corretto e di giungere all'equilibrio. Arrow (1974) sostiene che al fallimento del mercato possono supplire differenti entità[52], in grado di coordinare, ove necessario, gli scambi sia economici che sociali. Le imperfezioni che affliggono lo scambio finanziario, lasciano, quindi, spazio a differenti soluzioni sia organizzative che di altra natura[53] che concorrono a completare il mercato laddove il meccanismo dei prezzi non riesce a governare le transazioni[54].

La varietà dell'intermediazione può essere, quindi, spiegata in relazione alle particolari condizioni che caratterizzano gli scambi, riguardando i possibili meccanismi o sistemi di regole necessari a rendere gestibile il rapporto fra i partecipanti allo scambio (Grillo, Silva, 1989)[55].

L'esistenza di forme di intermediazione nel governo degli scambi finanziari, da un lato riduce alcune problematiche e completa il mercato, colmando molte lacune provocate dalle caratteristiche dello scambio finanziario e dei soggetti che vi partecipano. D'altro canto, introduce nuovi elementi di complessità e di incertezza poiché replica la medesima situazione di scambio finanziario fra prenditori, datori finali e intermediari. L'intermediario può creare valore per il sistema economico attraverso il raggiungimento di una migliore allocazione delle risorse, che misurata con un criterio efficientistico, implica la riduzione dei costi connessi allo svolgimento dello scambio oppure l'aumento dell'utilità a parità di costi sostenuti.

Non sembra un'ipotesi azzardata, l'affermazione che nello scambio finanziario, il soggetto più debole, sembra essere il datore finale di fondi, rimanendo

---

[51] Per una critica al sistema dei prezzi si legga Arrow (1974) che estremizza gli effetti del meccanismo dei prezzi sul comportamento degli individui e sul funzionamento della società sul sistema dei prezzi. Ogni cosa possiede un prezzo, l'individuo non ha bisogno di sapere null'altro e può, quindi, agire unicamente conoscendo il prezzo. Il problema consiste nel giungere a prezzare anche gli altri individui, espediente utilizzato per evidenziare che esistono beni (esternalità) che non possono essere valutati e scambiati, in altre parole non esiste un mercato.

[52] L'esistenza di forme intermedie fra mercato e impresa è un concetto pacifico in letteratura, soprattutto quando si adotti un criterio selettivo basato sull'efficienza.

[53] Infatti, Arrow effettua una valutazione sia in termini di efficienza che di equità distributiva e di benessere sociale, ricorrendo a forme di organizzazione estremamente varie, dalle imprese, ai partiti, ai sindacati, al governo e, addirittura, i codici etici e la morale della società.

[54] La transazione viene assunta nel significato classico di scambio fra due parti distinte da un interfaccia tecnologicamente separabile. Williamson, (1975).

[55] Grillo M., Silva F., 1989, "Impresa, concorrenza e organizzazione", Roma, La Nuova Italia Scientifica

maggiormente esposto all'incertezza dell'equivalenza negoziale[56]. Con le precisazioni del caso, esiste una certa asimmetria dimensionale e una differente natura fra i soggetti che partecipano allo scambio finanziario. Spesso, i prenditori di fondi sono costituiti da imprese o da imprenditori, caratterizzati da competenze e da professionalità specifiche e da una maggiore capacità di analisi e di valutazione delle condizioni e dei termini dello scambio. Il punto cruciale, tuttavia, si manifesta nella quantità di informazione posseduta dal prenditore. La migliore posizione informativa contribuisce, sensibilmente, a rendere disomogenea l'incertezza sul valore finale di scambio e a differenziare i rischi di comportamento non controllabile che rimangono a carico del datore[57].

L'intermediazione può, dunque, essere interpretata come un entità che, per produrre valore, legittimando la sua esistenza, contribuisce a migliorare l'equivalenza, l'opportunità e la libertà dello scambio, aumentando la gratificazione di entrambi i soggetti e riducendo le difficoltà di raggiungimento di un contenuto adeguato alle preferenze e alle esigenze possedute.

In questa accezione, l'intermediazione ha una funzione positiva sia per i datori che per i prenditori di fondi, caratterizzati da scarsa propensione al moral hazard e da progetti di investimento di elevata qualità, per i quali l'incertezza del valore finale e l'informazione asimmetrica costituiscono uno svantaggio, soprattutto in presenza di possibili effetti di adverse selection o di blocco dello scambio.

L'intermediazione, come modalità di governo degli scambi finanziari, in presenza di particolari condizioni, permette una allocazione delle risorse e una distribuzione dei rischi più efficiente rispetto il mercato. L'intermediazione finanziaria permette di superare le difficoltà create: dalla limitata razionalità dell'individuo, riducendo la complessità e, quindi limitandone il bisogno; dall'eccessiva incertezza, assumendo alcuni rischi e trasformando le caratteristiche e i termini dell'oggetto dello scambio; dai costi di transazione, grazie all'esistenza di economie di scala nelle tecnologie di transazione; dalle asimmetrie informative, mediante il miglioramento della qualità dell'informazione e la riduzione dei rischi, ad esse, connessi.

In questa direzione, la letteratura finanziaria ha elaborato differenti spiegazioni del valore e dell'esistenza degli intermediari, fondate:

---

[56] Chiaramente, anche il prenditore di fondi soffre delle condizioni dello scambio, sostiene un costo maggiore per superare i problemi e l'incompletezza del mercato e, nella peggiore delle ipotesi, non riesce a concludere lo scambio finanziario.

[57] Il problema dello scambio finanziario può essere sintetizzato dal differente grado di incertezza che affligge i due soggetti.

- sulla capacità di armonizzare le preferenze e di ridurre i rischi, a costi inferiori rispetto quelli sostenuti nello scambio diretto[58], mediante l'emissione di attività finanziarie intermedie possibili grazie all'esistenza di economie di specializzazione, alla migliore capacità di diversificazione e alle economie di scala nello scambio,
- sulla capacità di migliorare l'informazione, riducendo le differenze nella sua distribuzione fra i soggetti coinvolti nello scambio[59] e la correlata l'incertezza attraverso il miglioramento della credibilità e della qualità delle informazioni, la riduzione del loro costo, la riduzione dei processi di *adverse selection* e di *moral hazard*, la riduzione dell'incompletezza degli scambi diretti.

Il filone teorico dell'intermediazione finanziaria, legato all'economia dell'informazione e alla teoria dell'agenzia, sembra, a parere di chi scrive, essere in grado di cogliere meglio le peculiarità dell'intermediazione finanziaria quale forma di governo degli scambi finanziari, spiegando le cause dell'esistenza e dell'evoluzione degli elementi del sistema finanziario e la varietà delle forme di intermediazione esistenti. Le differenti tipologie di scambio rappresentano la modalità e, per le banche, la specificità con cui si producono le informazioni che migliorano il risultato complessivo dello scambio.

[58] In questo senso si veda Gurley-Shaw (1960), Pyle (1971), Benston-Smith (1976), Tobin (1961), Klein (1973).

[59] Per una rassegna si veda: Bhatacharya-Thakor (1993), Dabrassi (1995), Hellwig (1991), Mottura (1991), Onado (1992), Santomero (1984, 1996).

2. L'incertezza dello scambio finanziario: elementi di valutazione negli scambi isolati ne negli scambi ripetuti

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Informazione asimmetrica, incertezza e problemi degli scambi finanziari. – 3. Informazioni nascoste, i rischi di finanziamento e attività degli intermediari finanziari. – 4. Azioni nascoste e moral hazard. – 5. Contesti multiperiodali e scambi ripetuti: tratti caratteristici e differenze. – 6. Il ruolo dei contratti impliciti nello scambio finanziario. – 7. La reputazione come elemento di valutazione: caratteristiche ed efficacia. – 8. Scambi ripetuti, rinegoziazione e informazioni comportamentali.

1. Introduzione

Le caratteristiche dei soggetti e i termini e le condizioni dello scambio finanziario, determinano i bisogni del sistema economico e le funzioni primarie del sistema finanziario. L'analisi di detti bisogni permette di individuare le attività svolte dagli elementi del sistema finanziario e, in particolare, dagli intermediari finanziari, legittimandone l'esistenza quali alternative funzionali più efficienti rispetto ad altre forme di supporto dello scambio finanziario. L'utilizzo di un criterio d'efficienza per spiegare l'esistenza degli intermediari è, quindi, di volta in volta, ricondotto alla loro capacità di svolgere alcune attività specifiche, minimizzandone il costo, in relazione all'esistenza di particolari bisogni del sistema economico.

L'esistenza degli intermediari finanziari, nel corso del tempo, è stata ricondotta alla presenza di costi di transazione e di alcune tipologie di rischio che gravavano su operatori con propensioni al rischio e preferenze disomogenee e

non allineate[1] (Gurley-Shaw, (1960), Fama (1980), Pyle (1971), Benston-Smith, (1976), oppure all'esistenza d'incertezza contrattuale e di asimmetrie informative fra domanda e offerta di risorse finanziarie (Leland-Pyle (1977), Diamond (1984), Campbell-Kracaw (1980), Jensen-Meckling (1976)).

Una delle ragioni principali che determinano l'esistenza degli intermediari può essere individuata nella presenza di incertezza ambientale, comportamentale e cognitiva che comporta una certa difficoltà e, spesso, l'impossibilità di definire ex ante il valore dello scambio finanziario. Questa difficoltà rende arduo l'utilizzo di contratti istantanei e, contestualmente, determina la necessità di individuare forme di governo e di coordinamento degli scambi migliori che sostituiscono, affiancano o integrano il mercato. L'analisi dello scambio finanziario ha evidenziato come le limitate capacità cognitive degli individui, la situazione informativa esistente, il comportamento degli individui coinvolti, il rischio di opportunismo insito nella loro natura e, infine, le difficoltà informative del prezzo non permettono una delega al meccanismo di mercato.

L'incertezza del valore di scambio, inoltre, impedisce la possibilità di utilizzo di contratti completi, lasciando spazi di indeterminatezza dovuti all'incapacità di prevedere le contingenze e i comportamenti futuri, e al rischio di presenza di informazione privata, sia nelle fasi precedenti la decisione dello scambio, sia nelle fasi di esecuzione dello scambio. L'esistenza di informazione eterogenea e asimmetrica non riguarda semplicemente il costo (Stigler, 1961) ma, focalizza l'attenzione sulle possibilità di ottenere tale informazione (Onado, 1992) e, quindi, sull'impossibilità della parte meno informata di porsi su un livello paritario di definizione del valore scambiato.

Il ruolo dell'intermediazione, in presenza di asimmetrie informative, è valutato sulla base della sua capacità di migliorare la situazione informativa delle parti e di ridurre i rischi derivanti dall'informazione privata. In questo senso, l'intermediazione assume caratteristiche differenti in relazione alle differenze di informazione esistente, alla propensione al rischio degli operatori economici, al grado di inefficienza o di incompletezza dello scambio diretto e agli obiettivi dei soggetti coinvolti nello scambio finanziario (Dabrassi, 1995). L'esistenza delle asimmetrie informative e dell'incertezza contrattuale e comportamentale, oltre a individuare differenti attività degli intermediari finanziari, richiede l'utilizzo di contratti e meccanismi differenti per la gestione delle situazioni possibili e delle distribuzioni di rischio ottenibili. In quest'ambito, il riferimento al filone dell'*agency theory* e all'impostazione contrattualista contribuisce a definire le modalità di interazione e di formalizzazione degli incentivi e degli impegni, nonché a migliorare la distribuzione del rischio e a ridurre l'incertezza.

[1] Per una rassegna critica delle teorie che fondavano sui costi di transazione la spiegazione dell'esistenza degli intermediari finanziari si veda Santomero (1984).

Figura 2.1 – *Lo schema analitico della ricerca*



La letteratura fondata sulla presenza di asimmetrie informative si compone di numerosi e variegati contributi su temi specifici e su singoli aspetti dell'intermediazione. Molto spesso, detti contributi coincidono con lo svilupparsi di un dibattito intorno a tematiche particolari e risentono sensibilmente delle ipotesi su cui fondano i modelli matematici o econometrici di validazione empirica adottati. Tuttavia, questo filone teorico possiede il merito di evidenziare, esplicitamente ed efficacemente, i limiti e i problemi fondamentali dello scambio finanziario e di spiegare l'esistenza dell'intermediazione e, in particolare, le differenti tipologie di rapporto fra intermediario e operatori del sistema.

In questo quadro teorico di riferimento, il paradigma problemi dello scambio – bisogni dei partecipanti – attività degli intermediari (Figura 2.1) consente di:

- ordinare i differenti contributi teorici in relazione ai bisogni del sistema economico e alle attività svolte dagli intermediari;
- spiegare l'esistenza degli intermediari, focalizzando l'attenzione sulle specificità della loro natura e delle loro attività;
- classificare le diverse tipologie di rapporto fra intermediario e unità economica (prenditori e datori finali di fondi);

- classificare le diverse modalità di interazione banca-cliente, specificando il ruolo e la funzione di tali scambi;
- approfondire il ruolo e le funzioni della relazione banca-cliente, e nello specifico, banca-impresa ai fini della riduzione delle asimmetrie informative, della gestione dell'incertezza e, quindi, del rischio di credito.

Lo schema espositivo prescelto trova, quindi, il suo filo logico nel ruolo svolto dall'intermediario finanziario nei confronti dei problemi posti dall'esistenza delle asimmetrie informative e nell'utilizzo dei meccanismi più idonei per la distribuzione ottimale dei rischi e per la più efficiente incentivazione dei comportamenti.

Il primo passo consiste nell'introduzione e illustrazione dei principali problemi allo scambio finanziario dalle asimmetrie informative e dalle altre condizioni che lo caratterizzano (sia nell'interazione prenditore-datore finale di fondi, sia nello scambio intermediato e, quindi, tra datore, prenditore e intermediario finanziario). Successivamente si approfondisce i diversi ruoli assunti e le attività svolte dall'intermediario, specificando le modalità con cui l'intermediazione riesce a coordinare e governare gli scambi in modo più efficiente del mercato. Si individuano, cosi, le motivazioni che legittimano l'esistenza degli intermediari finanziari e, caso per caso, quali forme di intermediazione risultano migliori o più adeguate ai bisogni espressi dal sistema economico e finanziario.

2. Informazione asimmetrica, incertezza e problemi degli scambi finanziari

La distribuzione non omogenea delle informazioni fra le parti coinvolte in una transazione o in un'interazione strategica casi può essere definita non solo come la situazione in cui alcuni soggetti dispongono di informazioni che altri soggetti non hanno" (Phlips, 1988) ma, anche, come l'impossibilità di ottenere un'informazione omogenea, nonostante il sostenimento di un costo**.** Nel caso dello scambio finanziario e, nella fattispecie, del finanziamento di un progetto d'investimento, le informazioni rilevanti, a cui si sta facendo riferimento, sono le informazioni relative al rendimento atteso, alle possibilità di successo e alla qualità dell'investimento, alle situazioni contingenti che potrebbero vanificare o ridurre l'efficacia dell'investimento. Tuttavia, risulta rilevante conoscere, ai fini della decisione di finanziamento, anche la rettitudine e l'onesta del richiedente fondi, la sua competenza specifica, la qualità imprenditoriale, i veri obiettivi dell'azione, il grado di impegno che profonderà nella conduzione

dell'investimento e tutte le informazioni che risultano significative e che possono determinare un conflitto d'interesse fra prenditore e finanziatore.

L'esistenza di asimmetria informativa fra il datore e il prenditore di risorse finanziarie può essere analizzata sotto due aspetti:

- una componente di costo, necessaria per acquisire l'informazione oppure per ridurre gli effetti prodotti dall'asimmetria e poter dare luogo allo scambio;
- una componente di accesso, legata alla possibilità di poter acquisire e condividere le informazioni rilevanti in misura paritaria alla controparte nello scambio.

Le possibilità di ottenere le informazioni necessarie agiscono sulle probabilità attribuite al verificarsi di una situazione futura e, quindi, sulle decisioni e i comportamenti assunti dagli individui nell'ambito del processo di scambio. Sicuramente, gli individui sono razionali, preferiscono una situazione di informazione diffusa e assumono un comportamento attivo nel tentativo di ridurre la disparità e l'incompletezza informativa, al fine di minimizzare l'incertezza a cui risultano esposti nello scambio. Tuttavia, al contrario delle altre imperfezioni che determinano unicamente un incremento dei costi di scambio, l'esistenza delle asimmetrie informative determina alcune difficoltà maggiori, dovute al rischio di informazione nascosta e di azioni e comportamenti non osservabili, che oltrepassano la dimensione economica dello scambio e giungono a minare il processo e la propensione degli individui a scambiare in presenza di tali rischi. Infatti, l'impossibilità di giungere ad un livello di incertezza accettabile e sostenibile può causare una situazione di blocco dello scambio. La parte meno informata (i datori di fondi) potrebbe non concludere lo scambio finanziario per evitare fenomeni di selezione avversa o il rischio di incorrere in comportamenti opportunistici dei prenditori finali di fondi.

Il problema effettivo deriva dall'incapacità di verificare la congruità del rischio del progetto e del tasso richiesto, dato che risulta impossibile conoscere l'effettiva evoluzione dell'iniziativa e, soprattutto, detta evoluzione può essere modificata da comportamenti posti in essere successivamente dal soggetto finanziato. Tutto ciò conduce il mercato verso la formazione di un prezzo che riflette la qualità media, con un'ovvia sovrastima delle situazioni con qualità peggiore e una conseguente sottostima delle situazioni con qualità migliore Akerlof (1970).

Figura 2.2 – *I problemi legati alle asimmetrie informative*

Problemi per il prestatore di fondi	Problemi per il prenditore di fondi
Incapacità di ottenere le informazioni	Difficoltà nel segnalare la qualità del progetto

Incertezza sulla completezza e sulla omogeneità delle informazioni	Difficoltà nel segnalare la completezza delle informazioni
Incertezza sulla qualità delle informazioni	Difficoltà nel segnalare la propria competenza
Incertezza sulle intenzioni di comportamento futuro e sull'esistenza di fini nascosti	Difficoltà nel segnalare la propria onestà
Ridotte capacità valutative	Difficoltà nel segnalare la credibilità delle informazioni

La maggior parte dei problemi prodotti sullo scambio finanziario dall'esistenza di asimmetria informativa (Figura 2.2), per coloro che offrono fondi, sono collegati all'incertezza sulla qualità del progetto e, quindi, sulla congruità del valore di scambio rispetto al prezzo richiesto. All'incapacità operativa di ottenere le informazioni, si aggiungono l'incompletezza relativa del risultato valutativo raggiunto e la consapevolezza del rischio legato alla possibilità o all'esistenza di comportamenti opportunistici e le ridotte capacità cognitive e di analisi di coloro che devono effettuare il processo di selezione e di allocazione delle risorse.

Questa incertezza si ripercuote anche sui prenditori che hanno bisogno di risorse finanziarie per i propri piani di consumo e di investimento. Infatti, la ridotta capacità valutativa dei prestatori e l'esistenza, anche solo paventata, di comportamenti scorretti creano molteplici difficoltà nella segnalazione credibile della qualità imprenditoriale e della veridicità delle informazioni.

Figura 2.3 – *I rischi legati alle asimmetrie informative*

Rischi per il prestatore di fondi	Rischi per il prenditore di fondi
Rischio di selezione avversa e costo opportunità dell'allocazione sub-ottimale del credito	Elevato costo di segnalazione-certificazione di qualità e credibilità informazioni
Costo opportunità del mancato scambio	Costo opportunità del mancato scambio
Rischio di alterazione del valore di scambio per comportamenti opportunistici successivi	Elevato costo di segnalazione della propria onesta e competenza
Elevato costo di valutazione	Elevato costo dei fondi ottenuti
Mancata remunerazione del rischio sostenuto	Discriminazione e/o razionamento da parte dei prestatori

I problemi descritti comportano l'esistenza di molteplici rischi per entrambi i partecipanti allo scambio (Figura 2.3). Essi possono essere sintetizzati in tre categorie:

- *il rischio di procedere ad una valutazione e allocazione non ottimale*, assumendo un livello di rischio non remunerato, non sostenibile o non desiderato;
- *il rischio legato all'alterazione del valore di scambio*, nelle fasi successive alla decisione di scambio, per il verificarsi di comportamenti differenti da quelli dichiarati in fase negoziale;
- *il sostenimento di un costo elevato*, legato alla gravosità del processo di valutazione e, in alcuni casi, al costo opportunità del mancato scambio.

Nonostante l'informazione sia prevalente per il richiedente fondi, anch'egli rimane esposto ai rischi provocati dalla distribuzione non omogenea delle informazioni. In particolare, si configura:

- *il rischio di risultare discriminato e razionato* dal sistema finanziario e dall'insieme degli offerenti fondi, a causa dell'impossibilità di segnalare soddisfacentemente la propria qualità complessiva;
- *il rischio di sostenere un costo del debito maggiore* rispetto la rischiosità del progetto e a situazioni di mercato più efficiente;
- *un costo legato all'attività di certificazione e segnalazione* e, al limite, il costo opportunità derivante dal mancato scambio.

I problemi e i rischi derivanti dalle condizioni dello scambio finanziario impediscono, molto spesso, lo scambio diretto sul mercato o lo rendono estremamente difficoltoso e costoso. Il sistema economico esprime nei confronti del sistema finanziario una serie di bisogni legati al proprio agire corrente. Gli intermediari finanziari riescono, attraverso lo svolgimento di specifiche attività, a risolvere i problemi e soddisfare i bisogni creati dalle asimmetrie informative.

Figura 2.4 – *Le attività degli intermediari finanziari*

Bisogni dei prestatori	Attività degli intermediari
Aumento completezza informativa – per corretta remunerazione rischio – riduzione rischio mancato scambio	Produzione di informazione Rating Attività di valutazione
Riduzione rischio selezione avversa – superamento limiti competenze valutative – corretta remunerazione rischio – riduzione rischio mancato scambio – riduzione rischio moral hazard *ex ante*	Attività di intermediazione leggera Produzione di informazione Attività di valutazione Attività di screening
Riduzione rischio di moral hazard e di alterazione valore di scambio	Attività di controllo diretto Adozione e produzione di contratti otti-

– riduzione comportamenti scorretti – riduzione alterazione progetto iniziale – riduzione occultamento informazione	mali Incentivi contrattuali Covenants e Sanzioni Allineamento interessi
Bisogni dei richiedenti credito	**Attività degli intermediari**
Difficoltà segnalazione qualità – rischiosità progetto – valenza strategica del progetto – competenze professionali – capacità imprenditoriali – moralità, etica e onestà	 *Produzione di informazioni* *Certificazione e Condivisione credibilità* *Rating* *Valutazione e Screening*
Difficoltà certificazione informazione – credibilità informazioni – completezza informativa	*Produzione di informazioni* *Certificazione e Condivisione credibilità* *Rating*
Massimizzazione sviluppo economico e efficienza allocativa – Minimizzazione costo finanziamento – Corretta valutazione del rischio – Riduzione rischio di razionamento	 *Produzione di informazioni* *Rating* Valutazione e Screening

Le attività necessarie a soddisfare i bisogni dei prestatori e dei prenditori di fondi (Figura 2.4) sono strettamente connesse alle caratteristiche intrinseche dello scambio finanziario e degli individui e alle condizioni esogene di scambio. Gli intermediari e le differenti tipologie di intermediario sono state spiegate sulla base di dette attività. Esse possono essere svolte direttamente a supporto dei soggetti e dello scambio oppure nell'ambito di una propria attività di intermediazione con una posizione attiva nei confronti dei partecipanti allo scambio finanziario.

L'analisi delle singole attività e la verifica delle caratteristiche e dei presupposti che rendono efficiente l'intervento degli intermediari finanziari costituiscono i fondamenti della teoria dell'intermediazione finanziaria. Inoltre, dette attività e le modalità con cui si svolgono differenziano il rapporto instaurato fra intermediario finanziario e operatore economico e, ai fini di questo lavoro, fra banca e impresa.

3. Informazioni nascoste, i rischi di finanziamento e attività degli intermediari finanziari

La presenza di informazione asimmetrica e, quindi, il rischio di esistenza di informazione privata rilevante ai fini dello scambio, della determinazione del valore di scambio e del suo grado di certezza, produce il rischio di selezione avversa dei progetti da finanziare. Il rischio di selezione avversa può essere ridotto in un unico modo, aumentando la parità informativa e la capacità degli acquirenti di comprendere la qualità reale del bene o, nella fattispecie, del progetto per cui si richiedono fondi.

I richiedenti fondi, soprattutto coloro con progetti d'investimento di migliore qualità, hanno una convenienza economica ad attivarsi al fine di segnalare il livello effettivo della qualità posseduta ed evitare il fenomeno dell'*adverse selection*. Il meccanismo di signalling è stato affrontato per varie tipologie di beni e di mercati, Spence (1973) analizza i segnali nel mercato del lavoro da parte di coloro che offrono lavoro[2] oppure Ross (1977)[3] analizza i segnali emessi dagli imprenditori e dai manager delle imprese per segnalare la qualità dell'impresa tramite la struttura finanziaria. Leland e Pyle (1977)[4] analizzano le possibilità dei possessori di progetti di investimento di segnalarne il valore mediante l'acquisizione di una determinata quota di capitale di rischio in tale progetto. I problemi del superamento delle asimmetrie informative, nel caso di progetti di investimento, risiedono nella capacità di fornire informazioni, nel costo relativo alla produzione e trasferimento delle informazioni e alla credibilità e qualità delle stesse.

Gli imprenditori possono dichiarare esplicitamente la qualità del progetto ai datori di fondi ma il rischio di comportamenti opportunistici o disonesti (moral hazard) riduce l'effetto di tali dichiarazioni a causa dell'assenza di una garanzia di credibilità. Esistono, però, dei comportamenti concludenti che possiedono

---

[2] Interessante appare, nel contributo di Spence, la distinzione fra *indici e segnali*, i primi legati a fattori oggettivi non modificabili a discrezione dell'individuo e i segnali, fattori osservabili che possono essere modificati dall'individuo.

[3] Ross S.A., 1977, "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", The Bell Journal of Economics, n.8.

[4] Le ipotesi del modello di Leland e Pyle non prevedono assunzioni particolari. Si considera una certa avversione al rischio, la non appartenenza del progetto ad un portafoglio diversificato, la dotazione iniziale di ricchezza, la singolarità del progetto, le ridotte dimensioni del progetto rispetto le dimensioni degli scambi sul mercato, il comportamento razionale (almeno intenzionalmente) degli individui orientati alla massimizzazione della propria utilità/funzione obiettivo.

maggiore validità delle dichiarazioni e che l'esame attento del comportamento degli imprenditori è in grado di "dire molto più di quanto facciano le loro stesse parole" (Leland-Pyle, 1977).

La quantità di capitale proprio investita nel progetto è in grado di segnalare la qualità effettiva del progetto, dato che conferma la fiducia dell'imprenditore nella riuscita del progetto attraverso la sua disponibilità a sostenere un costo e ad affrontare il rischio. La costosità di tale comportamento garantisce la qualità del segnale e la sua efficacia nel trasferire informazioni credibili. Si verifica un circolo virtuoso che correla positivamente la quota di capitale e la disponibilità ad investire nel proprio progetto alla qualità. Ovviamente, rispetto all'equilibrio in condizioni di informazione completa e perfetta, in un equilibrio di segnale l'imprenditore si troverà con una quota maggiore di investimento nel progetto.

Parallelamente all'attività di signalling dei richiedenti fondi, i datori di fondi pongono in essere comportamenti volti alla acquisizione di informazioni rilevanti alla comprensione della qualità effettiva del progetto e si attivano per individuare eventuali informazioni nascoste e comportamenti opportunistici, finalizzati all'occultamento o alla falsificazione delle informazioni fornite e all'alterazione della qualità evidenziata e del rischio sotteso. Tuttavia, questa attività risente delle capacità cognitive dei datori di fondi e della loro capacità di decifrazione dei segnali emessi dalle imprese. Non tutti coloro che hanno risorse finanziarie in eccesso, sono in grado di comprendere i segnali emessi dagli imprenditori. L'attività di selezione risulta costosa, in modo proporzionale al grado di approfondimento dell'analisi che, comunque, rimane subordinato al grado d'accessibilità di alcune informazioni, non sempre ottenibili a fronte di un costo (Bhattacharya-Thakor, 1993). Il rischio di selezione avversa e il timore di non riuscire ad interpretare i segnali provenienti dagli imprenditori determinano, come vedremo, la convenienza dell'intervento degli intermediari finanziari come interpreti specializzati dei segnali e valutatori dei differenti progetti esistenti e disponibili per gli investitori.

Boyd e Prescott (1986) analizzano il ruolo dell'attività di *screening* nella gestione del rischio di selezione avversa, quale la ragione d'essere della formazione e esistenza degli intermediari finanziari. Nel modello, si analizza come un'attività di *screening* totalizzante, in grado di assicurare la valutazione costosa di tutti i progetti e la produzione dell'informazione relativa le caratteristiche di rischio-rendimento, assicuri il ritiro dal mercato dei progetti di scarsa qualità e la canalizzazione delle dotazioni di ricchezza dei possessori di progetti *bad* verso i progetti di migliore qualità. L'attività di *screening* ha un costo che rende onerosa l'attività di valutazione di progetti cattivi che non verranno affidati e per i quali non vi sarà un recupero dei costi sostenuti attraverso il rendimento dell'investimento.

Le due direzioni percorribili per ridurre i rischi di selezione avversa e di *moral hazard* pre-contrattuale, dal lato della domanda, avvengono mediante la produzione di segnali credibili relativi alla qualità, e dal lato dell'offerta, attraverso un processo di valutazione e selezione dei progetti disponibili. Tali attività determinano un costo per entrambi i soggetti coinvolti nello scambio che, peraltro, non li garantisce completamente dal verificarsi di alcuni effetti perversi legati all'informazione mai completamente pubblica e alla incertezza di scambio. L'analisi limitata a scambi finanziari isolati (spot) permette di evidenziare le modalità elementari d'intervento degli intermediari, i presupposti e la necessità di migliorare la produzione di informazioni, sottolineando contestualmente le attività attraverso cui gli intermediari migliorano la qualità e la completezza delle informazioni e delle valutazioni.

Gli intermediari rendono più efficiente lo scambio per entrambe le parti coinvolte e, quindi, per l'intero sistema. L'intermediazione finanziaria svolge un duplice ruolo nei confronti del rischio di selezione avversa e delle conseguenze derivanti dall'esistenza d'informazione privata pre-contrattuale. Gli intermediari svolgono:

- un'attività di selezione dei progetti, che riduce le difficoltà derivanti dalle limitate capacità degli operatori e, soprattutto, rende più efficiente e meno costoso l'intero processo di screening e di decisione e perfezionamento dello scambio;
- un ruolo di produttori di informazione *(information producer)* per il sistema economico, migliorando la capacità di segnalazione degli imprenditori e la qualità dell'informazione.

L'intervento degli intermediari finanziari nel processo di scambio, oltre alla produzione di una maggiore quantità di informazioni, permette il miglioramento della qualità dell'informazione a cui attribuisce una maggiore credibilità e trasparenza. La produzione di informazioni riduce il rischio di adverse selection, mentre il miglioramento dell'attendibilità aiuta a superare il rischio di subire comportamenti opportunistici o, addirittura, sleali. Tuttavia, la produzione d'informazione da parte degli intermediari, sebbene più efficiente e meno problematica, non rimane immune dal rischio di moral hazard legato a comportamenti faziosi dello stesso intermediario.

La credibilità delle informazioni prodotte dall'intermediario può essere garantita in due modi: mediante un'attività di controllo diretto oppure mediante l'individuazione degli incentivi adeguati che rendano economicamente conveniente la produzione di informazioni di buona qualità. L'attività di controllo diretto risulta una soluzione scarsamente perseguibile, data la difficoltà di porre in essere le azioni necessarie all'osservazione dell'operato degli intermediari. Molto più efficace risulta l'indirizzo dei comportamenti mediante l'allineamento degli interessi dell'intermediario con quelli dei soggetti meno informati e l'individuazione degli incentivi corretti. In questo senso,

l'internalizzazione del rischio conseguente alle attività di produzione dell'informazione rappresenta un'accettabile soluzione e un sufficiente deterrente per eventuali comportamenti opportunistici dell'intermediario. Un ulteriore aspetto che riduce il moral hazard, è legato al costo del deterioramento dell'immagine e della reputazione dell'intermediario professionale. Tuttavia, occorre spostarsi da un'ottica uniperiodale ad un contesto multiperiodale di scambi ripetuti affinché questa soluzione sia utilizzabile e la reputazione costituisca un meccanismo valido.

L'attività di selezione dei progetti conseguente al rischio di adverse selection viene indicata come una delle attività che legittimano l'esistenza dell'intermediazione finanziaria (Boyd-Prescott, 1986).

Le economie di scala derivanti dalla dimensione, la possibilità di condivisione e riutilizzo delle informazioni, la specializzazione professionale e, soprattutto, la selezione più efficiente dei progetti di investimento da finanziare costituiscono le ragioni della maggiore efficienza dello scambio intermediato rispetto allo scambio diretto. Il minore costo di *screening* permette di raggiungere una migliore allocazione delle risorse verso i progetti più profittevoli, poiché consente di valutare e selezionare una quantità di progetti notevolmente più elevata rispetto quelli valutabili da ogni singolo operatore[5].

Gli intermediari finanziari possono agire come produttori di informazione, specializzati nell'attività di acquisizione, garanzia e vendita-trasmissione dell'informazione rilevante per il processo di scelta dei progetti da finanziare. Infatti, il meccanismo di segnalazione diretto, posto in essere dagli imprenditori attraverso l'investimento di risorse proprie nel progetto, sebbene formalmente corretto, può incontrare due ordini di problemi che ne vanificano il significato: l'incapacità d'interpretazione dei segnali da parte dei destinatari e l'eccessiva onerosità del meccanismo.

L'intermediario finanziario può intervenire a miglioramento di entrambe le fasi del processo di scambio finanziario, agendo sui costi, sulla credibilità dell'informazione e sulla capacità d'interpretazione degli investitori. La presenza di economie di scala permette la riduzione dei costi di acquisizione, elaborazione, garanzia e vendita dell'informazione.

Il problema della qualità delle informazioni prodotte dall'intermediario, viene risolto attraverso il medesimo meccanismo di signalling proposto per le imprese, questa volta riferito alla struttura finanziaria e alla qualità del portafoglio dell'intermediario. Infine, la credibilità delle informazioni viene garantita dal determinarsi di un circolo virtuoso dovuto alla tendenza degli imprenditori

[5] Alle medesime conclusioni giunge Chan, (1983)

a farsi selezionare ed entrare nei portafogli degli intermediari più efficienti, segnale ancora più forte della qualità del progetto[6].

La credibilità dell'informazione può essere controllata:

- attraverso un'attività di confronto diretto fra costo dell'informazione e prezzo di vendita in modo da determinare la convenienza a produrre informazioni false;
- attraverso l'osservazione dell'investimento di ricchezza propria nell'intermediario, quale garanzia della buona qualità e della credibilità dell'informazione prodotta e che viene utilizzata anche per i propri investimenti (Kracaw-Campbell, 1980)[7].

L'attività di raccolta, elaborazione e trasmissione-produzione d'informazioni costituisce l'attività caratteristica dell'intermediario per la migliore capacità di garantire l'affidabilità dell'informazione prodotta (Ramakrishnan-Thakor, 1984). Egli assume il ruolo di produttore d'informazione per conto dell'impresa richiedente fondi che, incapace di segnalare da se stessa la propria qualità, ricorre ad una fonte d'informazione reputata attendibile dal mercato[8] e meno costosa rispetto ad un'attività di signalling propria. Si fa riferimento ad un intermediario che non assume alcun tipo di rischio e che interviene nel processo di scambio unicamente come produttore di informazioni al solo scopo di rivenderle sul mercato[9].

L'attività di produzione e trasmissione delle informazioni può costituire il *core business* dell'intermediario nell'ipotesi d'intermediazione leggera, in cui

---

[6] La concessione di credito da parte degli intermediari creditizi produce un segnale positivo, riflesso dall'andamento del valore delle azioni dell'impresa sul mercato, molto più forte dell'emissione e collocamento di un prestito obbligazionario sul mercato, (James, 1987).

[7] Kracaw e Campbell (1980) analizzano gli intermediari come produttori di informazione, tuttavia, essi si discostano dalle conclusioni di Leland-Pyle poiché non ritengono che l'intermediario possa essere legittimato, nella sua esistenza, unicamente dall'attività di produzione di informazioni. Essi propongono una teoria dell'intermediazione "eclettica", individuando molteplici cause all'esistenza degli intermediari e differenti variegate attività svolte dagli stessi per il sistema economico, in grado di giustificare l'esistenza degli intermediari.

[8] La credibilità dell'informazione prodotta viene a dipendere dalla capacità di controllo interno all'intermediario, oltre che dal mantenimento di un'immagine esterna di serietà e affidabilità. Le economie di scala nella produzione di informazioni sembrano incontrare, nelle ipotesi di Ramakrishnan-Thakor, un limite nell'eccessiva complessità dimensionale che, oltre determinati limiti, aumenterebbe il rischio di free riding e ridurrebbe l'efficacia del *monitoring* interno, in grado di assicurare la qualità delle informazioni (Benassi, 1992). L'ipotesi degli autori conduce all'affermazione che, nonostante l'assenza o la non dimostrabilità delle economie di scala, la presenza degli intermediari migliora la qualità e l'attendibilità delle informazioni, fondandosi sulla capacità di ridurre il *moral hazard* interno mediante meccanismi di controllo sociale interno e mediante la divisione dei rischi.

[9] Si veda anche Millon-Thakor (1985) e Allen (1990)

l'intermediario si configura come un semplice *broker*, oppure essere un effetto collaterale dell'intermediazione pesante, effettuata nel caso di intermediari che svolgono un'attività di *asset qualitative transformation* (Greenbaum-Thakor, 1995). Nei modelli considerati, gli intermediari non sono immediatamente individuabili in forme di intermediazione specifiche. Questo filone di letteratura, fonda la propria analisi su modelli uniperiodali e su modalità di scambio isolate. Il focus riguarda l'esistenza dell'intermediario, le attività svolte e l'efficienza con cui dette attività migliorano il processo di scambio.

Sorgono alcuni interrogativi inerenti le modalità con cui l'intermediario riesce a migliorare la qualità dell'informazione e la stessa quantità di informazione. Lo scambio isolato fra intermediario e richiedente fondi non riesce a produrre un'informazione approfondita e certa poiché, al di là di tutto, non riesce a possedere quelle dimensioni di analisi che permettono una valutazione effettiva delle variabili comportamentali e del rischio di moral hazard. In queste condizioni, l'intermediario mette a disposizione le proprie competenze per una valutazione quali-quantitativa del progetto ma non permette assolutamente alcuna valutazione ulteriore sulla variabilità del rischio misurato. Il moral hazard, sebbene in misura più ridotta, può distorcere e alterare anche le analisi svolte dagli intermediari, sebbene esse risultino migliori e più efficaci di quelle svolte singolarmente dai prestatori finali.

Gli intermediari finanziari e, in particolare, le banche hanno una migliore capacità di produzione e segnalazione nell'ambito di un'intermediazione di tipo "pesante". La banche ottengono informazioni migliori; l'utilizzo ai fini di investimento è un ottimo segnale di fiducia nelle imprese (Fama, 1985).

James (1987) verifica gli effetti positivi derivanti dalla concessione di un prestito sul valore delle azioni, quale segnale informativo esplicito della qualità dell'impresa. In questa direzione, Lummer-McConnell (1989) giungono a differenziare fra gli effetti positivi derivanti dal rinnovamento dei crediti rispetto ad un nuovo affidamento da parte di una banca. In questo senso, la capacità informativa e di segnalazione degli intermediari risulta confermata, ma se si sposta l'attenzione sulle modalità valutative e sui *driver* conoscitivi, ci si rende immediatamente conto che non si parla più di scambi isolati ma, quantomeno, di scambi ripetuti. Infatti, l'ottenimento e la sedimentazione di specifiche informazioni, cosi come la possibilità di riutilizzo delle informazioni che determina una delle principali cause delle economie di scala informative, derivano direttamente da una conoscenza fra intermediari e imprenditori che presuppone un certo periodo di osservazione. L'interpretazione e la valutazione dei segnali delle imprese e dei molteplici comportamenti concludenti posti in essere dall'imprenditore deve essere reiterata affinché riduca il margine di errore e risulti di migliore qualità sia per la segnalazione e la vendita al mercato che per l'attività di screening svolta a supporto dei partecipanti allo scambio finanziario.

4. Azioni nascoste e moral hazard

Le asimmetrie informative impediscono la perfetta conoscenza delle intenzioni di comportamento futuro, dell'agire della controparte e la valutazione complessiva dei comportamenti effettivamente posti in essere nella fase precontrattuale e nella fase di esecuzione dello scambio. L'incertezza del valore di scambio si produce, quindi, oltre per tutti i motivi visti, anche per la possibilità di uno dei due soggetti di adottare comportamenti che influenzano la qualità del progetto finanziato e, quindi, l'equivalenza fra prezzo corrisposto e rischiosità e qualità del progetto finanziato.

Le valutazioni di convenienza possono spingere verso comportamenti meno costosi ma meno favorevoli alla controparte, che alterano il valore originario di scambio. Le caratteristiche dello scambio finanziario impediscono la conoscenza esatta di tali comportamenti, rendono costosa, ancorché impossibile, l'acquisizione di informazioni e rendono difficile differenziare i prezzi in relazione agli effettivi comportamenti assunti.

L'esistenza del rischio di *moral hazard* nel comportamento dei prenditori di fondi può manifestarsi in modi differenti:

- l'imprenditore può destinare le risorse ottenute verso tipologie di attività diverse da quelle indicate al momento dello scambio e con rischiosità differente;
- l'imprenditore può drenare tali risorse dall'impresa per destinarle al finanziamento di altre imprese, business oppure, nella peggiore delle ipotesi, al finanziamento dei propri consumi personali;
- l'imprenditore può modificare i propri comportamenti, disinteressarsi alle sorti dell'impresa o del progetto, profondendo un minore grado di impegno e riducendo le possibilità di successo;
- l'imprenditore può non comunicare informazioni rilevanti per il rischio del progetto, nascondendo avvenimenti che di fatto alterano il valore di scambio e la congruità del tasso d'interesse negoziato;
- l'imprenditore può modificare il proprio stile di vita e, nell'ipotesi in cui risulti l'unico depositario delle competenze necessarie per l'attuazione del progetto, aumentarne il livello di rischio.

La numerosità delle situazioni che possono verificarsi impedisce una considerazione completa delle contingenze possibili e rappresenta la causa fondamentale dell'incertezza comportamentale che rende inutili e incompleti i contratti istantanei e formali. Questa situazione può essere gestita lungo due aree di intervento contestuali: il controllo diretto attraverso un'attività di verifica e indirizzo dei comportamenti oppure attraverso una serie di meccanismi in grado di avvicinare gli interessi dell'imprenditore agli interessi.

Nello scambio diretto, gli operatori sono costretti a sostenere direttamente i costi di controllo, costi sostenuti singolarmente da tutti i finanziatori del progetto. Spesso, essi non hanno le capacità sufficienti e necessarie a svolgere tale attività in modo efficace e, comunque, difficilmente le azioni degli imprenditori sono osservabili direttamente attraverso l'informativa pubblica e i momenti di interazione istituzionale. In questa fase, il rapporto continuativo fra intermediari e imprenditori è in grado di creare numerosi momenti di riscontro all'attività delle imprese che permettono di ottenere maggiori informazioni sull'andamento del valore di scambio e di rendere più efficace l'attività di controllo diretto.

Parallelamente, il ricorso ai contratti e ad altri *incentive devices* permette un migliore controllo del rischio di *moral hazard;* i creditori o i finanziatori a vario titolo possono ricorrere a forme di finanziamento strutturate, in modo da creare gli incentivi ad un comportamento corretto e ridistribuire meglio il rischio e il valore fra *principal e agente*. Gli inc*entive devices,* a cui si fa riferimento, sono costituiti dalla previsione di opportune garanzie, da specifiche forme di rimborso, da contratti particolari, dalla previsione di opportune sanzioni, pecuniarie e non, e da tutti quei meccanismi che permettono di riequilibrare il rapporto fra i guadagni ottenuti dagli incentivi con i costi legati ai rischi sostenuti (Milgrom-Roberts, 1992).

L'esistenza degli intermediari finanziari permette di gestire in modo più efficiente il rischio di *moral hazard* sia mediante l'attività di *monitoring* sugli imprenditori che mediante l'internalizzazione dei costi e dei rischi gravanti sui datori di fondi. La possibilità di utilizzare contratti *incentive compatible*[10] permette di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici dell'intermediario nella sua attività di controllo e di tutelare il datore di fondi dal rischio di accordi collusivi fra imprenditori e intermediari.

L*'agency theory* ha un ruolo complementare nella spiegazione dell'intermediazione finanziaria. Essa si occupa dei problemi di incentivazione, cioè dei problemi che si hanno quando il contratto non è completo e vi sono delle zone di ambiguità o di oscurità nell'agire dell'agente; essa non riesce a definire le ragioni dell'esistenza dell'intermediario, anche se sottolinea alcune condizioni legate all'utilizzo di alcune forme contrattuali (ad es. il contratto di debito standard o il contratto di deposito) che migliorano l'efficienza degli scambi finanziari.

L'attività di controllo dell'operato degli imprenditori nella fase successiva al finanziamento può essere svolta individualmente da ogni singolo finanziatore oppure può essere svolta da un unico organismo, in grado di ridurre il costo

[10] Un contratto risulta *incentive compatible,* quando contiene clausole specifiche capaci di incentivare comportamenti coerenti con la qualità del progetto iniziale e con le dichiarazioni effettuate nella fase negoziale o pre-contrattuale.

medio per singolo finanziatore[11]. Diamond (1984) analizza l'intermediario finanziario come organizzazione che svolge un'attività di *monitoring* nei confronti degli imprenditori, per conto degli investitori, permettendo di ridurre il costo di *monitoring* sostenuto individualmente. L'intermediario è inteso come "*delegated monitor"* dei prenditori di fondi che riduce e gestisce gli effetti dell'incertezza comportamentale sui risultati economici raggiunti. L'efficienza di detta attività deriva dall'esistenza di economie di scala nell'attività di controllo e dalle migliori capacità di diversificazione dell'intermediario che riducono il rischio complessivo per il depositante. Questa attività assume un orizzonte monoperiodale e si associa all'utilizzo del contratto di debito, quale forma di distribuzione ottimale del rischio di credito fra investitori e intermediario[12].

Il contributo di Diamond, si fonda completamente sull'utilizzo del contratto di debito sia nei rapporti con i depositanti che nei rapporti con gli imprenditori finanziati. L'impostazione contrattuale appare un ottimo strumento per l'analisi e la risoluzione di alcuni problemi e aspetti che caratterizzano lo scambio finanziario e il *modus operandi* degli intermediari finanziari. L'esistenza di asimmetria informativa, la scarsa possibilità di conoscenza dell'azione e del comportamento posto in essere dall'imprenditore, gli effetti esercitati da detti comportamenti sull'equivalenza dello scambio, la scarsa *visibility* del legame fra sforzi e risultati ottenuti hanno indotto verso l'applicazione dei risultati e delle evidenze di questo filone teorico allo studio delle forme di scambio legate all'intermediazione finanziaria. L'esistenza di un rapporto finanziario crea, quindi, degli *agency cost,* legati alla presenza delle caratteristiche individuate nello scambio finanziario e alla non coincidenza degli interessi. L'obiettivo dell'*agency theory* consiste nell'individuazione delle modalità ottimali al fine di minimizzare i *costi, massimizzare il valore prodotto dallo scambio* e soddisfare i bisogni derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative, gestendone i rischi connessi[13].

---

[11] In presenza di un'attività di *monitoring* individualmente svolta, supponendo un costo medio fisso di controllo dell'attività degli investitori *k,* la presenza di *n* finanziatori che possono finanziare più di un progetto a testa, l'esistenza di $N<n$ progetti finanziati, il costo complessivo del sistema economico sarà pari a: $K = \Sigma h_n * k$, *dove* h_n corrisponde al numero dei progetti finanziati da ogni singolo investitore.

[12] Infatti, ai depositanti è assicurato un rendimento costante, l'intermediario lucra sullo spread esistente fra profitti ottenuti dagli investimenti e il totale dei costi di remunerazione dei depositanti e dei costi di *monitoring*. L'incentivo a minimizzare i rischi e a porre in essere un'attività attenta di *monitoring* e una diversificazione ottimale del portafoglio sono assicurati dall'interesse economico legato alla massimizzazione del proprio profitto.

[13] Un contributo fondamentale, in questa direzione, è dovuto a Jensen e Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, *Agency* Cost and Ownership Structure", in Journal of Financial Economics, n. 3.

L'utilizzo di forme contrattuali di finanziamento e di investimento fa variare i costi di agenzia e modifica le possibilità di gestione del rischio di *moral hazard*. La soluzione ottimale, il *first best*, coincide con l'eliminazione dell'asimmetria informativa, l'allineamento degli interessi del *principal* e dell'*agent*, mediante una distribuzione dei rischi e del valore ottimale. Tale soluzione diviene difficilmente raggiungibile nell'ambito del rapporti finanziari, dove si fa riferimento, soprattutto, ad una soluzione di *second best*, dove le asimmetrie informative continuano a permanere ma si pongono in essere dei contratti e dei meccanismi capaci di incentivare i comportamenti corretti e di allineare, almeno parzialmente, gli interessi al fine di minimizzare i costi di agenzia.

La letteratura teorica si è focalizzata sull'individuazione del contratto ottimo, dividendosi in due grandi filoni legati alla durata temporale del modello in cui si analizza l'azione e lo svolgersi del rapporto:

- lo scambio finanziario monoperiodale, al di là della durata temporale, implica sia l'assenza di continuità rispetto alla storia dei partecipanti, sia l'assenza di alcun tipo di valenza sugli scambi finanziari futuri. E' uno scambio isolato che caratterizza l'interazione finanziaria come una transazione economica pura, eliminando qualsiasi componente relazionale;
- lo scambio finanziario multiperiodale considera, invece, la possibilità che esso si ripeta nel tempo e che i risultati e i comportamenti adottati abbiano conseguenze nel periodo successivo. Lo scambio non è isolato, avviene tra soggetti che hanno già dato luogo ad altri scambi finanziari e, quindi, tende a configurarsi come un elemento informativo aggiuntivo.

Al primo filone, fondato sull'ipotesi di monoperiodalità, appartiene Townsend (1979) che per primo assume l'utilizzo del contratto di debito standard (CDS)[14] come contratto ottimo per la gestione e soluzione dei problemi di *moral hazard* nella fase post contrattuale. La pre-determinazione di una prestazione, slegata dallo stato di natura che si verifica e dal comportamento assunto dalla controparte, limita il sostenimento del costo di verifica alle uniche situazioni in cui la controprestazione non è effettuata (mancato rimborso). Tuttavia, essa deve essere definita in modo da rendere più conveniente il mantenimento degli impegni rispetto al mancato rispetto. Nello scambio finanziario ciò comporta l'individuazione di una somma di denaro (interessi), da restituire al veri-

[14] Per contratto di debito standard si intende un contratto che prevede, a fronte della dazione di una somma di denaro, la restituzione di tale somma e di un ammontare fisso di interessi predeterminato, slegato dal verificarsi di particolari eventi. Nell'ipotesi che il debitore non sia in grado di restituire la somma prefissata ed esiste la possibilità di fallimento, si assume che il creditore possa assumere il controllo di tutti i beni del debitore al fine di recuperare il suo credito.

ficarsi di alcuni stati di natura, che non è correlata al rendimento realizzato e allo stato di natura verificatosi. Solo nell'ipotesi di non restituzione della somma pattuita, il creditore sosterrà i costi di verifica della situazione del debitore, appropriandosi di tutto il rendimento realizzato dal progetto finanziato fino al raggiungimento della somma dovuta.

Molti autori hanno visto nel contratto di debito standard una modalità risolutiva a molteplici problemi sollevati dall'esistenza di asimmetria informativa e di costi di agenzia. Il CDS risolve il rischio di *moral hazard* nei confronti dei depositanti, trasferendo il rischio di credito sull'intermediario e stabilendo una penalità non pecuniaria nel caso di mancato pagamento. Esso rappresenta una modalità efficiente [15]. nella minimizzazione dei costi di agenzia e nella distribuzione del rischio fra *principal* e agent, in un contesto uniperiodale.

La soluzione al problema del *moral hazard* deriva dalla riduzione della necessità dell'attività di controllo e dal ridursi della convenienza a barare sul risultato effettivamente conseguito, visto che il prezzo pattuito è completamente indipendente dal risultato. Tuttavia, l'utilizzo del contratto di debito standard presenta alcune inefficienze nella verifica dell'alterazione del rischio e dell'equivalenza di scambio. Sotto questo profilo, il moral hazard non viene monitorato se non nell'ipotesi estrema dello stato di bancarotta, non risolvendo il problema dell'incertezza del valore effettivo dello scambio negli altri casi[16]. Inoltre, cosi come è definito, il contratto di debito standard rende difficoltoso il discernere fra stati di *mild financial distress* dagli stati di bancarotta reale, rallentando o impedendo eventuali azioni di recupero ed accelerando l'aggravamento della crisi aziendale. Infine, un'ulteriore critica riguarda l'inefficacia del contratto di debito in presenza di asimmetrie informative nella fase pre-contrattuale, dove il rischio di selezione avversa rende poco attraente tale contratto (Berlin-Mester, 1990) e richiede l'utilizzo di clausole accessorie di garanzia.

Il limite principale di questo approccio consiste nel non considerare che, in realtà, la maggior parte degli scambi finanziari si svolgono all'interno di contesti che non sono monoperiodali. L'obiettivo in un contesto monoperiodale o, se dir si voglia, in uno scambio isolato consiste nel raggiungimento del maggior grado di tutela e di certezza dei diritti attraverso la limitazione dei comportamenti e attraverso il tentativo di rendere il più completo possibile il ventaglio delle possibilità future considerate. L'allungamento dell'orizzonte temporale tende a ridurre l'efficacia del contratto di debito standard: incapace di prevedere gli eventuali sviluppi che potrebbero giovare sia al prenditore che al datore

[15] Si veda Diamond (1984), Gale-Hellwig (1985) e Williamson (1986).

[16] Il medesimo tasso viene applicato a finanziamenti, originariamente con il medesimo livello di rischio, ma successivamente modificato a causa di comportamenti differenti del prenditore.

di fondi; incapace di distinguere fra imprese di elevata qualità e imprese di scarsa qualità; e, soprattutto, incapace di essere flessibile al fine di aumentare il valore creato dallo scambio nel corso della sua esistenza. In generale, in ipotesi di scambi ripetuti e di contesti in cui l'interazione finanziaria assume caratteristiche più relazionali, perdono efficacia tutte le tipologie di contratti stato-contingenti e formalizzati[17].

L'estensione dell'orizzonte temporale modifica parzialmente i risultati raggiunti dai modelli uniperiodali e rimanda ad una concezione di scambio finanziario differente. In ipotesi di estensione multiperiodale, acquisiscono rilevanza la possibilità di ripetizione, l'esperienza come fonte informativa privilegiata, la possibilità di applicazioni di semplificati contratti contingenti e, soprattutto, l'incidenza delle conseguenze attese sui calcoli di convenienza degli operatori e sul costo dei comportamenti opportunistici.

Nell'analisi dello scambio finanziario e, in particolare, del rapporto banca-impresa è necessario ampliare la gamma delle dimensioni considerate per la valutazione dell'incertezza e del rischio di credito, spaziando verso concetti come scambio ripetuto, relazione, reputazione, fiducia, accordi impliciti che permettono di valutare, in modo più approfondito, le caratteristiche dell'interazione finanziaria e si propongono come strumenti più efficaci per la previsione e il controllo dei comportamenti.

[17] Marotta-Pittaluga (1993b) ipotizzano l'esistenza di una sequenza di contratti di debito standard uniperiodali, che prevedono determinati pagamenti con particolari scadenze, con una successione di trasferimenti indipendenti da quanto accaduto nel periodo precedente. Si assume che in presenza di asimmetrie informative pre-contrattuali, i progetti o le imprese di minore qualità potrebbero inserirsi fra i contraenti senza che sia possibile individuarne l'effettiva qualità. In un caso del genere, sarebbe migliore l'utilizzo di contratti correlati al comportamento assunto dagli imprenditori nei periodi precedenti, mediante l'utilizzo di forme contrattuali in grado di assegnare rendimenti più elevati a quelli di buona qualità rispetto i peggiori. Ciò permetterebbe di ridurre il prezzo per gli imprenditori migliori e di ridurre il rischio di credito per gli investitori, rendendo più efficiente un contratto di debito a rendimento variabile o contingente rispetto il tradizionale contratto di debito standard.

5. Contesti multiperiodali e scambi ripetuti: tratti caratteristici e differenze

Alcune conclusioni valide nei modelli monoperiodali perdono importanza e risultano limitate allorché si passi in contesti multiperiodali, dove le azioni passate e le conseguenze di quelle presenti divengono rilevanti e acquisiscono un valore economico. L'analisi dello scambio finanziario isolato e del ruolo degli intermediari possiede il pregio di evidenziare, con chiarezza, le conseguenze dell'esistenza di informazione asimmetrica, le attività degli intermediari e il loro ruolo di governo degli scambi finanziari. Tutto ciò pone in risalto alcuni meccanismi importanti nella fase di avvio di una relazione o di una modalità di scambio ripetuta ma non nella gestione di una relazione. La capacità degli intermediari finanziari di minimizzare i rischi delle asimmetrie informative si fonda, soprattutto, sull'esistenza di economie di scala nella raccolta e produzione delle informazioni. Bhattacharya-Thakor (1993) sintetizzano tali economie di scala nel vantaggio di costo degli intermediari nella acquisizione, elaborazione e produzione dell'informazione derivante da: le competenze e la professionalità degli intermediari nel cogliere e comprendere i segnali sottili (*subtle signal*)[18] e dall'*information reusability*, sia *cross-sectional*, per prodotti differenti al medesimo cliente, che *intertemporale*, per lo stesso cliente più volte nel tempo (Chan, Greenbaum, Thakor, 1986). A ciò devono essere aggiunte le osservazioni in merito sia alla riduzione dei problemi di agenzia, attraverso l'utilizzo di contratti non stato-contingenti, che all'ampia diversificazione raggiunta che riduce il rischio e la necessità di monitoring per i prestatori finali[19].

Gli intermediari finanziari sono, dunque, distinti sulla base delle attività svolte e dell'utilizzo delle informazioni prodotte. Si hanno gli intermediari che producono informazioni da destinare ai soggetti dello scambio o al mercato, la cui attività si limita alla ricerca, raccolta, elaborazione, certificazione e vendita delle informazioni. Esiste una categoria di intermediari finanziari che produce informazione da utilizzare in proprio. Essi possono essere definiti come *qualitative asset transformer* poiché assumono il rischio e l'incertezza dell'esito del-

[18] Non tutti i segnali, infatti, sono espliciti e immediati, esistono caratteristiche e informazioni che non sono "*trivially observable*", perciò occorrono esperienza e competenza per coglierli nel modo corretto.

[19] Sul collegamento fra diversificazione del portafoglio prestiti, riduzione del rischio di fallimento dell'intermediario e riduzione dei costi di *monitoring* si vedano Diamond, (1984) per le *depository financial institutions*, e Ramakrishnan-Thakor, (1984) per le *non-depository financial institutions*.

lo scambio finanziario, gestendoli grazie all'informazione prodotta. L'informazione prodotta viene utilizzata per selezionare e monitorare i progetti di investimento più meritevoli di finanziamento. Si produce, inoltre, attraverso l'aumento delle probabilità di verifica del rischio, un effetto di incentivazione verso un comportamento non opportunistico dei prenditori e verso la scelta di progetti di maggiore qualità. Hellwig (1991) definisce questa teoria dell'intermediazione come fondata sulla funzione di verifica[20] delle imprese finanziate.

L'esistenza di un orizzonte temporale di riferimento multiperiodale contribuisce a dare rilevanza a meccanismi diversi di incentivazione e di superamento degli effetti della asimmetria informativa. Inoltre, si estende, anche il concetto di informazione asimmetrica, che riguarda non solo le informazioni attuali ma, anche, le informazioni relative al comportamento precedente del soggetto analizzato. La passata esperienza, nonostante non possa essere considerata di valenza prospettica, assume un significato rilevante nel superamento dei problemi connessi alle asimmetrie informative. La conoscenza del comportamento assunto in passato costituisce un'informazione utile alla comprensione della qualità e della moralità dell'imprenditore ed è rilevante nella valutazione del suo merito creditizio. Essa, infatti, aiuta a distinguere ed isolare gli effetti di eventi esogeni dalle conseguenze dei comportamenti dell'imprenditore nella valutazione dell'esito dei progetti finanziati precedentemente e, quindi, della componente di rischio non attribuibile al business intrapreso. Il superamento dei modelli monoperiodali attenua le conseguenze dell'asimmetria informativa attribuendo rilevanza alle azioni e ai comportamenti assunti. Essi producono conseguenze sulle decisioni future dei finanziatori e sul costo del credito del periodo successivo.

Il ricorso a forme contrattuali più articolate, inoltre, permette alle imprese di segnalare meglio la propria situazione e la qualità dei progetti posseduti, equilibrando il costo sulla base della qualità posseduta. Il rischio di moral hazard pre-contrattuale risulta attenuato dalla eventuale perdita di credibilità per il periodo successivo, che rende più costosi comportamenti volti a mentire sulla reale qualità dei progetti. Allo stesso modo, i rischi di comportamenti opportunistici durante l'esecuzione del progetto vengono ridotti dalla possibile correlazione del rifinanziamento a predefinite soglie di rischio-redditività raggiunte nel periodo precedente. L'utilizzo di contratti stato-contingenti con un rendi-

[20] Si sta facendo riferimento ad un'accezione più ampia del significato attribuito normalmente a detta attività. Il monitoraggio non riguarda unicamente il controllo del comportamento dell'imprenditore durante la fase di esecuzione del progetto finanziato ma si riferisce alla raccolta di informazioni relativa alla redditività e alle potenzialità dell'impresa o del progetto finanziato, alla capacità di rimborso del finanziamento ottenuto, alla qualità e rischiosità del progetto e al rispetto delle condizioni accettate e delle obbligazioni assunte.

mento variabile, in luogo del contratto di debito standard, permette di raggiungere una migliore *incentive compatibility* e di armonizzare meglio le esigenze dell'imprenditore alle esigenze del finanziatore.

L'ipotesi di multiperiodalità e di scambi ripetuti rende possibile ottenere distribuzioni migliori dei rischi e dei costi durante l'arco temporale di riferimento, allineando l'ammortamento dei costi sostenuti dall'intermediario all'asse temporale di redditività del progetto finanziato o dell'impresa (von Thadden, 1990). La ripetizione degli scambi permette una maggiore conoscenza dei soggetti partecipanti e permette il ricorso all'utilizzo di contratti impliciti per compensare l'incompletezza contrattuale che caratterizza lo scambio finanziario. L'utilizzo di contratti non vincolanti giuridicamente, perché non scritti ed esplicitati specificamente, trova una legittimazione economica nella convenienza a mantenere integra e positiva la reputazione posseduta sul mercato. La reputazione posseduta rappresenta un fattore incentivante al mantenimento degli accordi per due ordini di ragioni: da un lato per il suo valore informativo circa la correttezza dei passati comportamenti assunti nell'ambito di scambi finanziari; dall'altro a causa delle difficoltà e dei rilevanti costi da sostenere per il suo ripristino (Sharpe, 1990).

La natura ricorsiva degli scambi permette di superare la necessità di una rigida regolamentazione contrattuale e fare riferimento alla possibilità di rinegoziazione di alcune condizioni nell'ipotesi di situazioni che dovessero rendere poco conveniente il contratto sottoscritto e gli accordi presi. La possibilità di utilizzare clausole particolari di rinegoziabilità contribuisce a rendere il contratto più efficace e meglio rispondente alle esigenze dei partecipanti, allorché si verifichino situazioni difficilmente prevedibili ex ante. La rinegoziabilità attiene, per definizione, ad una dimensione temporale più estesa e all'esistenza di particolari informazioni reciproche. Essa permette l'utilizzo di clausole più stringenti e, al tempo stesso, più flessibili rispetto i contratti monoperiodali, legati all'esistenza di onerose quanto immodificabili clausole accessorie. (Berlin-Mester, 1992).

L'analisi delle caratteristiche dello scambio finanziario in un contesto multiperiodale focalizza l'attenzione sul ruolo svolto dai contratti impliciti nella definizione degli accordi e sull'efficacia dello scambio. Rispetto i modelli prima proposti, il più ampio orizzonte temporale introduce gli elementi e i meccanismi necessari per analizzare la sequenzialità e la ricorsività degli scambi ed estendere l'analisi alle caratteristiche della relazione fra intermediario e imprenditore come fase successiva al modello di scambi ripetuti in rapporti di maggiore durata (Mayer, 1988). Nell'ambito della valutazione del rischio di credito, l'esistenza di scambi ripetuti o di una relazione diviene il presupposto per ottenere informazioni riguardanti aspetti non formalizzabili e per verificare, gradualmente, l'intensità dell'incertezza comportamentale a cui la banca rimane esposta nell'ambito della sua attività di finanziamento.

6. Il ruolo dei contratti impliciti nello scambio finanziario

Il contratto di debito standard appare efficace nel risolvere ed attenuare alcuni problemi di agenzia, nonostante i limiti legati alla sua valenza monoperiodale. Infatti, riduce i costi di controllo del rendimento del progetto finanziato, confinandoli al solo stato di insolvenza (Gale-Hellwig, 1985, Williamson, 1987)[21] e produce gli incentivi necessari affinché l'imprenditore (o l'intermediario) non assuma comportamenti opportunistici, visto che il profitto non viene distribuito ai finanziatori prescindendo dallo stato di natura che si verifica. L'utilizzo del contratto di debito standard, tuttavia, non risolve i problemi di selezione avversa (Terlizzese, 1989).

L'ampliamento dell'orizzonte temporale di riferimento, oltre a rendere meno probabile il mantenimento delle medesime condizioni di rischio nel futuro, introduce un elemento nuovo nell'analisi dei comportamenti degli imprenditori: la ripetizione dello scambio nel tempo e la rilevanza dell'esperienza passata. I comportamenti e i risultati non visibili durante un periodo, lo divengono nel periodo successivo, per cui perde importanza il problema degli incentivi legati alla non credibilità delle promesse ed assume rilevanza la possibilità di mantenere una buona valutazione e credibilità per i periodi successivi. La convenienza ad assumere comportamenti scorretti si riduce a causa dell'aumento del costo degli stessi e al rischio di razionamento durante i periodi successivi. In questo senso, i problemi legati all'asimmetria informativa pre-contrattuale fra investitori e imprenditori si ampliano e riguardano anche i comportamenti passati.

Marotta-Pittaluga (1993a) evidenziano come l'utilizzo di contratti di debito standard, in cui risulti specificato ex-ante l'ammontare fisso da restituire alla conclusione del periodo, possa non essere ottimale in ipotesi di scambi ripetuti. Infatti, contratti di debito standard, privi di qualsiasi riferimento alla condotta e alla performance dell'imprenditore nel periodo precedente, potrebbero non riuscire a discriminare le imprese di differente qualità. In contesti multiperiodali, la considerazione del livello di performance raggiunta nel periodo precedente potrebbe fornire elementi di distinzione sulla qualità delle imprese e permettere una migliore discriminazione dei prezzi applicati. Ciò, tuttavia, significa l'abbandono del contratto di debito standard a favore di contratti stato-

[21] Gale-Hellwig (1985) e Williamson (1986) riprendono l'impostazione di Townsend (1979), considerando il verificarsi dello stato in cui il debitore non effettua il pagamento come un costo per il creditore piuttosto che una penalità non pecuniaria per il debitore (Diamond, 1984). Si presume che l'attività di monitoring sia costosa e che il verificarsi dello stato di insolvenza crei due tipologie di costo da sostenere, il costo di monitoring e il costo pari alla differenza fra quanto pattuito e la somma ottenuta effettivamente (ridotto dei costi di verifica).

contingenti, seppur semplificati, che permettono una migliore partecipazione ai profitti per l'investitore e un minore costo per l'imprenditore, oltre ad una maggiore continuità dei finanziamenti. (Hellwig, 1989)[22].

Nella realtà, tuttavia, nonostante le conclusioni appena raggiunte, non si rileva l'utilizzo di contratti stato-contingenti complessi e, spesso, soprattutto, nei rapporti con gli intermediari si evidenzia l'utilizzo prevalente di contratti di debito standard. Le ragioni derivano, in alcuni casi, dalla standardizzazione dei comportamenti, dalle modalità di valutazione sbilanciate verso logiche di frazionamento del rischio fra più finanziatori e, soprattutto, dalla volontà di non complessificare i contratti rimandando ad un momento negoziale successivo l'eventuale modifica degli accordi.

Esiste, inoltre, una spiegazione legata all'assenza di incentivi per l'ultimo periodo a causa dell'assenza dei costi futuri legati a tale comportamento *(last period problem)*. Esistono forme contrattuali e clausole in grado di superare questa difficoltà, ma cessano di basarsi su meccanismi legati alla continuazione nel tempo dello scambio e finiscono per ricadere nella fattispecie del modello uniperiodale.

Sharpe (1990) affronta il ruolo dei contratti impliciti partendo dalla considerazione che l'utilizzo dei contratti pre-determinati può essere troppo costoso o non ottimale. Se l'utilizzo di un contratto di debito standard risulta sub-ottimale rispetto ad un contratto stato-contingente, quest'ultimo contratto risulta di difficile e, a volte, incompleta determinazione. L'incertezza che caratterizza lo scambio finanziario unita all'impossibilità di individuare ex-ante la formula più efficace rispetto alla situazione futura rende superiore l'utilizzo di contratti più flessibili seppur meno formalizzati. Lo scambio finanziario tende a protrarsi nel tempo e, spesso, non rappresenta un evento isolato. Nella maggior parte dei casi, lo scambio finanziario viene posto in essere da soggetti che operano stabilmente nell'economia, ciò è maggiormente vero, con riferimento agli scambi finanziari fra intermediari finanziari e imprenditori. Finora si è fatto riferimento a contratti vincolanti e formalizzati, che esplicitavano le azioni future, secondo finalità di *incentive-compatibility* Tuttavia, i contratti completi ed espliciti, a fronte della possibilità di superare i rischi di moral hazard, presentano molto spesso due difetti: l'alterazione dinamica dell'equivalenza dello scambio a favore di uno dei due soggetti e l'impossibilità di scrivere un contratto realmente completo.

Von Thadden (1990) analizza la correlazione esistente fra contesti multiperiodali, intermediazione creditizia, funzione di produzione delle informazioni (monitoraggio) e investimenti di lungo periodo. Il problema che si è costituito dalla capacità degli intermediari creditizi di monitorare il comportamento delle

[22] Hellwig M., 1989, "Asymmetric Information, Financial Market e Financial Institution", European Economic Review, n.33.

imprese e distinguere le differenze esistenti fra imprese che non hanno raggiunto gli obiettivi prepostisi e coloro che hanno intrapreso progetti di lungo termine con un ritorno postergato rispetto il primo periodo. La conclusione conferma la supposta capacità degli intermediari di superare lo *short-terminism* del mercato, essendo in grado di verificare le cause dello scarso rendimento dell'impresa e di assicurare il sostegno finanziario nel periodo necessario al completamento dell'investimento[23].

Nella realtà, gli scambi finanziari si ripetono nel tempo e fra i medesimi soggetti, molti aspetti tendono a rimanere impliciti e scarsamente verificabili in sede di contenzioso o di giudizio (Groosman-Hart, 1986)[24]. L'utilizzo dei contratti impliciti rappresenta un modo per ovviare all'incompletezza contrattuale da parte dell'intermediario e dell'imprenditore. I contratti impliciti possono essere definiti come la componente di uno scambio, di un rapporto o di una relazione, rappresentata dalle aspettative inespresse o espresse, ma presumibilmente condivise, che i soggetti hanno nei confronti dei termini dello scambio al verificarsi di particolari situazioni o comportamenti (Milgrom-Roberts, 1992).

La flessibilità assicurata dai contratti impliciti permette di raggiungere gradi di efficacia e di flessibilità elevati e superiori rispetto ai contratti standard ma pone il problema della validità giuridica e della capacità di ottenere il rispetto degli accordi. L'osservanza dei contratti impliciti si basa su meccanismi che prescindono dall'autorità giurisdizionale, fondando sul confronto fra costo e convenienza del mantenimento delle promesse rispetto al costo e alla convenienza del mancato rispetto. I meccanismi che presiedono al rispetto di tali accordi e alla determinazione di tale costo verranno esaminati nel paragrafo successivo, allorché si tratterà del valore della reputazione e del suo ruolo all'interno di scambi ripetuti nel tempo all'interno di contesti economici caratterizzati da socializzazione dell'informazione.

Mayer (1988) analizza i contratti impliciti all'interno del rapporto esistente fra intermediario creditizio e imprenditore, caratterizzandoli come una componente fondamentale della continuità temporale del finanziamento delle imprese. Egli lega la capacità di finanziare gli investimenti alla possibilità di instaurare relazioni basate su contratti impliciti che oltrepassino il breve termine per adeguarsi alle esigenze dei soggetti partecipanti e dei progetti intrapresi. Le conclusioni raggiunte seguono la direzione di quelle di von Thadden (1990) anche

[23] In questo caso, l'attenzione è ancora focalizzata sull'attività di monitoraggio in presenza di contratti espliciti che riescono a cogliere la totalità degli stati di natura, grazie alle ipotesi semplificatrici del modello, nonostante il contesto multiperiodale dello scambio.

[24] Allo stesso modo, l'utilizzo di contratti complessi, per quanto formalizzati, non hanno incontrato il favore della giurisprudenza nei casi in cui erano fuori della portata della comune comprensione degli individui (Arrow, 1974).

se in questo caso, l'accento è posto sui meccanismi impliciti che si determinano all'interno di un rapporto di finanziamento.

Sharpe (1990) individua nei contratti impliciti, legati alla determinazione del costo del finanziamento e alla ripartizione del profitto futuro, un meccanismo più efficace rispetto al tentativo di prevedere le possibili evenienze future e la rispettiva condotta da seguire. L'utilizzo futuro delle informazioni riservate e asimmetriche rispetto alle banche concorrenti, il grado di utilizzo del potere monopolistico informativo, l'appropriazione di quote di profitto superiori al dovuto, costituiscono l'argomento implicito degli accordi che si creano fra investitore e intermediario in un rapporto continuativo. I prezzi che si determinano in corrispondenza dei contratti impliciti sono molto prossimi al prezzo che si sarebbe determinato in ipotesi di concorrenza, scontato dei costi per una contrattazione completa e formalizzata. La differenza positiva per la banca, creatasi mediante l'utilizzo di contratti impliciti, rappresenta l'incentivo a rispettarli. Non esisterebbe rispetto di accordi non vincolanti in assenza di una convenienza reale a farlo, questa rappresenta la condizione affinché il contratto implicito si riveli *self enforcing* (Sharpe, 1990).

La stabilità dei rapporti di finanziamento e la ripetizione nel tempo degli scambi connessi si basano, nell'accezione presentata, non più unicamente sulla dimensione giuridica e sulla capacità del sistema di sanzionare le defezioni dagli impegni assunti contrattualmente. I contratti impliciti che si sviluppano fra intermediario creditizio e impresa fondano su dimensioni più economiche, legate alla convenienza, alla natura *self-enforcing* e all'efficienza ed efficacia degli incentivi derivanti dai contratti impliciti. Si consideri che la fase iniziale di una serie di scambi finanziari, di un rapporto di finanziamento di lungo periodo o della concessione di una linea di credito ad un'impresa, risulta caratterizzata dal sostenimento di un costo elevato per l'intermediario e di uno meno ingente per il prestatore. La banca sarà disposta a non richiedere immediatamente il pagamento del costo informativo sostenuto, se appare verosimile un suo recupero dilazionato nel tempo. Il prestatore non sarà indotto a rivolgersi ad altri intermediari, se è consapevole delle intenzioni e del comportamento della banca, confermato dalla riduzione del costo del finanziamento nel periodo successivo a quello di ammortamento dell'investimento iniziale.

Come nelle ipotesi di von Thadden (1990), la ripetizione degli scambi in un contesto multiperiodale permette agli intermediari creditizi e/o finanziari di porre in essere politiche di subsidization temporale, di allungare l'orizzonte temporale dei finanziamenti e degli investimenti, migliorando l'efficienza allocativa complessiva, e di ottimizzare la distribuzione ottimale dei costi, allineandoli ai rendimenti. La differenza fra i contratti espliciti risiede nei maggiori incentivi a comportamenti corretti dovuti all'inesistenza di clausole vincolanti e alla correlazione dei comportamenti della controparte ai propri. Esistono poi dei calcoli di convenienza di entrambi i soggetti, la banca non ha conve-

nienza ad interrompere il rapporto prima del recupero completo dei costi informativi. Allo stesso modo, l'imprenditore non dovrebbe avere convenienza ad interrompere il rapporto e a finanziarsi presso un'altra banca, a causa della perdita dei costi di informazione già rimborsati.

7. La reputazione come elemento di valutazione: caratteristiche ed efficacia

La ripetizione degli scambi produce la riduzione dell'opportunismo (Williamson, 1975), legato a transazioni occasionali e irripetibili[25], riduce le asimmetrie informative ed innesca meccanismi di governo dello scambio fondati su accordi impliciti, sull'apprendimento. La natura multiperiodale dello scambio finanziario e la possibilità reale della sua ripetizione attribuisce valore alla reputazione di un soggetto acquisita nel corso delle interazioni precedenti e delle interazioni poste in essere con altri operatori del mercato.

La riduzione delle asimmetrie informative, come evidenziato da Sharpe (1990), produce due effetti: da un lato, il miglioramento degli scambi e dei rischi legati all'informazione asimmetrica, dall'altro, la creazione di ulteriore asimmetria informativa sul lato dell'offerta (fra intermediari). La banca coinvolta in un rapporto di finanziamento multiperiodale con un'impresa, o allo stesso modo in una serie di scambi ripetuti, ottiene una quantità di informazioni privilegiate e riservate che non sono immediatamente disponibili agli altri intermediari, creando un'asimmetria informativa orizzontale. Sharpe definisce l'impresa come "*informationally captured*" ed analizza gli effetti di questo monopolio informativo di tipo bilaterale. Egli, come vedremo, individua nella reputazione il meccanismo non contrattuale in grado di risolvere la situazione e di ridurre il rischio di sfruttamento del potere monopolistico nei confronti dell'impresa.

La reputazione rappresenta una fattore di valutazione dei soggetti, anche se si farà riferimento alla banca. Essa può essere definita come l'opinione, comunque acquisita, posseduta dal mercato, inteso come l'insieme degli operatori che partecipano agli scambi finanziari, nei confronti di un soggetto. La correttezza e la credibilità di una banca rappresentano la qualità della sua reputazione sul mercato e costituiscono un fattore di valutazione e un criterio di selezione utilizzato dalle imprese. All'opposto per la banca la reputazione rappresenta una variabile competitiva su cui investire per ottenere una migliore immagine e più numerose opportunità di mercato. Differenti e numerose sono le modalità

[25] Con probabilità ridotta di ripetizione nel contenuto fra i medesimi soggetti.

di influenza e modifica della reputazione, tuttavia esse sono soggette all'attività cognitiva degli operatori e alle modalità di comunicazione, di trasferimento e socializzazione dell'informazione. Ciò significa che non esiste un modo certo e diretto di agire sulla reputazione posseduta, dovendo confrontarsi con i processi cognitivi di elaborazione e valutazione di qualsiasi segnale emesso nei confronti dell'esterno (Fombrun, 1996)[26]. Il ruolo della reputazione, nei modelli multiperiodali e di scambi ripetuti, consiste nel dare peso critico e efficacia ai contratti impliciti che emergono nel corso del rapporto. I contratti impliciti fondano la loro validità e credibilità nel meccanismo reputazionale, in grado di evidenziare all'esterno i comportamenti e l'eventuale scorrettezza o opportunismo nei confronti degli impegni presi e delle promesse effettuate. Come detto dinanzi, l'efficacia della reputazione risulta condizionata dalla capacità del mercato di apprendere dalle esperienze passate dei singoli imprenditori. Tanto maggiori sono le probabilità di conoscenza di comportamenti opportunistici o di sfruttamento della propria rendita informativa, tanto migliore sarà l'incentivo a non porre in essere strategie *"hit and run"* o appropriazioni indebite del surplus creato dall'impresa nel corso del rapporto di finanziamento. La ripetizione dello scambio assume rilevanza nella considerazione che la reputazione ha un costo che si rivela inutile se non esiste un'ulteriore occasione per esercitarla o per trarne i benefici. La sua azione esplica i suoi effetti nell'ipotesi in cui esiste la possibilità che essa ritorni ad essere utile (Kreps, 1991)[27].

Mottura (1991) riprendendo la classificazione dei beni in "*search, credence and experience goods*" formulata da Nelson (1970)[28] definisce lo scambio finanziario e le attività finanziarie come degli *experience goods*, dei quali non appare possibile formulare alcun giudizio di qualità se non successivamente all'acquisto. L'informazione prodotta dall'acquisto assume valore, solo e unicamente, nei confronti dell'acquisto successivo. Il comportamento corretto e la qualità del rapporto, implicano un costo immediato (un costo opportunità) e assumono una valenza informativa che produce i suoi effetti solo nel periodo successivo. La reputazione prevede, allo stesso modo, un esborso immediato, in termini di costo opportunità, ed un ritorno dilazionato nel tempo. La sua efficacia rimane positiva se il vantaggio di breve derivante dalla trasgressione delle promesse risulta inferiore al costo del deterioramento della reputazione e alla perdita dei vantaggi futuri ad essa connessi (Klein-Leffer, 1981)[29].

---

[26] Fombrun C.J., 1996, "Reputation. Realizing Value from the Corporate Image", Harvard Business School Press.

[27] Kreps, D., 1991 "Teoria dei giochi e modelli economici", Il Mulino, Bologna.

[28] Nelson P., 1970, "Information and consumer behaviour", Journal of political Economy", pagg. 311-329

[29] Klein B., Leffer K., 1981, "The role of market forces in assuring contractual performance" Journal of Political Economy, n.89.

La credibilità della reputazione quale meccanismo atto a rendere efficaci i contratti impliciti e le promesse effettuate dai soggetti partecipanti agli scambi, dipende dall'esistenza di alcune condizioni e di determinati fattori:

- il grado di informazione privata esistente negli scambi finanziari fra banca e impresa; l'esistenza di informazione asimmetrica crea nei confronti delle imprese una differente intensità di potere monopolistico e, quindi, una minore dipendenza delle imprese dall'intermediario con cui hanno in essere un rapporto di finanziamento;
- l'asimmetria informativa fra differenti intermediari finanziari che si crea sulla stessa parte del mercato comporta l'impossibilità di porre in essere azioni concorrenziali e rende differente la rilevanza e il valore economico della reputazione; infatti l'esistenza di fenomeni di *winners' curse*, dovuti ai fenomeni di *adverse selection* esistenti nell'ambito di azioni concorrenziali fra banche contribuisce a dare rilevanza alla reputazione come meccanismo di difesa per le imprese finanziate[30];
- la velocità di circolazione delle informazioni, i processi comunicativi e cognitivi, la trasparenza esistente influenzano l'efficacia della reputazione nel rendere vincolanti i contratti impliciti; la velocità di propagazione delle informazione influenza la rapidità con cui si verifica il costo o il vantaggio dei comportamenti assunti: maggiori sono le difficoltà comunicative, maggiore è il tempo in cui si producono i vantaggi di un comportamento opportunistico;
- la rapidità di mutamento delle opinioni possedute e, quindi, della reputazione; esistono comunità economiche caratterizzate da differenti propensioni a rivedere le proprie convinzioni, Good (1989) evidenzia che la reputazione dipende da colui che interpreta le nuove informazioni e dal modo con cui procede alla loro elaborazione e al loro collegamento rispetto le precedenti informazioni possedute. Molto spesso, si verifica che i soggetti siano poco propensi a mettere in discussione le proprie convinzioni e opinioni, comportandosi in modo completamente divergente dall'individuo "*popperiano"* proteso in un'opera di falsificazione costante. Questa "inerzia cognitiva" possiede una duplice valenza, allo stesso tempo riduce l'efficacia della reputazione ma evita che atti o comportamenti contingenti possano minare quanto di solido è stato costruito nell'ambito della ripetizione degli scambi o di un rapporto duraturo;
- la razionalità economica limitata; essa può condurre a fenomeni di inerzia cognitiva e di ricerca di conferme, che possono deformare

[30] Nel capitolo successivo si farà riferimento anche al comportamento delle imprese e agli effetti delle asimmetrie informative orizzontali.

l'interpretazione delle informazioni, occultandone il valore di smentita rispetto alle opinioni possedute[31];

- l'ampiezza della comunità di riferimento, su cui la reputazione esplica i suoi effetti. Appare verosimile fare riferimento a differenti tipologie di comunità o di ambienti di riferimento, dato che il giudizio dei comportamenti assunti e le sanzioni sociali non hanno una risonanza infinita. All'aumentare della comunità di riferimento, si riduce la rapidità di informazione e di reazione ma si riduce anche la possibilità di riabilitazione successiva.

La reputazione modifica la sua efficacia al variare del valore attribuito ai benefici futuri derivanti dalla sua qualità. In termini formali, la banca attribuirà tanto maggiore valore e, quindi, la reputazione avrà tanta maggiore efficacia, quanto minore sarà il tasso di sconto dei benefici futuri[32]. La probabilità di rispetto dei contratti impliciti, quindi, risulta dipendente dal grado di importanza che la banca attribuisce alle rendite future. Sharpe (1990) evidenzia che minore sarà il tasso di sconto, maggiore sarà l'orizzonte temporale di riferimento e migliore sarà l'allocazione del credito mediante l'utilizzo dei contratti impliciti rispetto ai contratti monoperiodali.

La ripetizione degli scambi permette l'utilizzo della reputazione quale meccanismo disincentivante di comportamenti opportunistici legati allo sfruttamento delle posizioni di vantaggio informativo o all'assunzione di gradi di rischiosità superiori a quelli dichiarati inizialmente. La reputazione, in questi modelli, riassume l'informazione riferita all'esperienza passata ed è utilizzata per superare i rischi legati alle asimmetrie informative.

In generale la reputazione svolge un ruolo di garanzia, per i depositanti e datori di fondi, che l'intermediario finanziario non assuma rischi eccessivi nel suo portafoglio e non ne deteriori la qualità, procedendo ad un'attività di screening approfondita e adeguata. Per le imprese, la reputazione non è una dotazione iniziale ma rappresenta un asset ottenibile solo nel corso del tempo e attraverso la ripetizione degli scambi. La sua acquisizione nel tempo rappresenta l'incentivo fondamentale al corretto comportamento dell'imprenditore[33], incen-

---

[31] Si veda lo studio di Wason (1960, 1968), di Mitroff (1974), di Tajfel (1969), Fiske-Taylor (1984).

[32] Ciò significa attribuire un valore sostanzialmente simile ai benefici attuali e futuri, ragionando su una funzione di profitto intertemporale, finalizzata a massimizzare il valore complessivo creato dalla relazione. Esso, in ogni caso, è funzione del grado di certezza ed aspettativa sui comportamenti futuri dell'impresa.

[33] "*A reputation that takes time to begin to work implies that new borrower will face more severe incentive problem […] the effect of reputation is strongest at the start of an agent's carrier […] when there are few information about previous actions. This implies that there would be a strong effort put into having a good beginning […]….*" Diamond, (1989), pagg. 829-830.

tivo reso ancora più difficile dall'operare di meccanismi di selezione che ne aumentano lo sforzo iniziale (garanzie aggiuntive, clausole restrittive, monitoring addizionale). L'efficacia incentivante della reputazione si manifesta sia nella fasi iniziali che nelle fasi successive, nel primo caso per la necessità di costruirla, nel secondo caso per la necessità di non deteriorarla. Essa influenza la capacità-possibilità di finanziamento degli imprenditori: coloro che sono in possesso di una buona reputazione possono rivolgersi direttamente agli investitori mediante forme di finanziamento diretto, mentre gli intermediari finanziari, teoricamente, partecipano al finanziamento delle imprese di scarsa reputazione o senza reputazione, contribuendo alla sua costruzione.

L'esistenza di asimmetrie informative sul lato dell'offerta (asimmetrie orizzontali) influenza il comportamento degli intermediari e sottolinea il ruolo della reputazione. Infatti, si crea un monopolio informativo bilaterale che espone l'impresa a due ordini di problemi, legati allo sfruttamento del potere monopolistico da parte della banca e alle ridotte possibilità di rivolgersi all'esterno per il perdurare delle asimmetrie informative[34].

La reputazione svolge un ruolo prioritario nell'attenuazione della discrezionalità di utilizzo del potere monopolistico posseduto dalle banche, riducendo le distorsioni allocative e contenendo le possibilità di variare le condizioni di prezzo dei prestiti nei confronti delle imprese "catturate". La costosità e le difficoltà dell'utilizzo dei contratti condizionati viene superata mediante il ricorso a contratti impliciti e alla promessa della banca di non utilizzare completamente il suo potere monopolistico nel corso del rapporto di finanziamento. La perdita di reputazione associata al mancato rispetto degli accordi determina una perdita di credibilità della banca nei confronti dell'esterno che, in generale, appare superiore al vantaggio di breve periodo conseguito dal mancato rispetto. Tuttavia, l'equilibrio reputazionale proposto da Sharpe prevede una rendita positiva per la banca, condizione che assicura il rafforzamento intrinseco delle promesse assunte nei confronti delle imprese e la convenienza a non disattenderle.

Tutte le conclusioni a cui si giunge nell'analisi degli effetti della reputazione nell'ambito degli scambi finanziari ripetuti non possono prescindere da un'osservazione critica inerente il grado di diffusione e le possibilità di conoscenza della reputazione in presenza di informazione privata e asimmetrica. In tutti i modelli esaminati, la reputazione esercita i suoi effetti in uno scambio bilaterale, garantendo, alternativamente, gli investitori e gli imprenditori dalla possibilità di comportamenti opportunistici degli altri. Tuttavia, una critica al funzionamento della reputazione riguarda la risonanza e la possibilità di diffusione delle informazioni in occasione di comportamenti lesivi della propria

[34] Il multibanking e la resistenza verso rapporti creditizi esclusivi derivano proprio da questa possibilità.

credibilità. Tale perplessità viene specificamente sollevata da Sabani (1992)[35] e ripresa da Marotta- Pittaluga (1993a) e riguarda l'impossibilità del mercato di valutare se l'interruzione di un rapporto o il deterioramento di una relazione sia dovuta al comportamento dell'impresa e alla sua incapacità di far fronte agli impegni oppure dal mancato rispetto della banca delle proprie promesse. In realtà, il funzionamento della reputazione non dovrebbe essere soggetto a tale problema poiché le asimmetrie informative esistenti fra le banche rendono non credibili e verificabili le informazioni e le dichiarazioni prodotte dalle imprese in merito alle proprie passate esperienze. Questo determina il monopolio informativo ma non ha nulla a che fare con il funzionamento della reputazione, che non possiede un conflitto di interesse intrinseco e non risulta gravato dal rischio di dichiarazioni non veritiere.

La reputazione riguarda le informazioni diffusa fra le imprese stesse e i meccanismi informativi esistenti sul lato della domanda di credito, non esiste una motivazione o una ragione di ritenere non credibile l'affermazione prodotta da un'impresa nei confronti del comportamento di una banca. Inoltre, al di là dei rapporti competitivi e di mercato, le imprese di una comunità locale o di una zona produttiva sono legate da rapporti di solidarietà e di cooperazione, almeno nei confronti di un comune "antagonista" o "fornitore" quale può essere il sistema bancario di riferimento. Al contrario, le informazioni esistenti dal lato dell'offerta sono caratterizzate da una connotazione competitiva e di interessi conflittuali che determinano la scarsa credibilità sia delle dichiarazioni delle imprese che delle banche e la formazione di asimmetrie informative orizzontali, dovute anche alla comune volontà della banca e dell'impresa di non divulgare informazioni riservate. Un'ulteriore critica all'efficacia della reputazione è avanzata da Mottura (1991) che pone l'interrogativo su quanto una reputazione consolidata, insieme all'inerzia cognitiva, possa generare un "ombrello protettivo" per i comportamenti poco corretti, favorendone la perpetuazione. La reputazione potrebbe incentivare comportamenti opportunistici a sfavore dei contraenti più deboli e meno credibili, i quali potrebbero essere soggetti all'applicazione di condizioni poco convenienti scarsamente bilanciate dal costo opportunità reputazionale. In questi casi, la scarsa rilevanza degli effetti reputazionali legati alla diffusione di informazioni sulla scarsa correttezza bancaria non permette alcuna protezione e tutela dal rischio di moral hazard. In queste situazioni solo le autorità creditizie possono rispondere efficacemente, attraverso la regolamentazione normativa e attraverso la propria capacità di controllo e di sanzione dei comportamenti poco corretti. In questi casi, alla scarsa risonanza privatistica degli effetti reputazionali si sostituisce la capacità

[35] Sabani L., 1992, "Asimmetrie informative, contratti impliciti e reputazione: due applicazioni al mercato del credito", Tesi di dottorato, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano.

delle autorità pubbliche di diffondere le informazioni riguardanti la condotta e l'operato delle banche.

8. Scambi ripetuti, rinegoziazione e informazioni comportamentali

In molti casi analizzati, la ripetizione determina la riduzione delle asimmetrie informative esistenti fra i soggetti partecipanti allo scambio finanziario. Ciò permette di osservare taluni comportamenti e di apprendere fatti specifici, dando modo di ridurre o superare le asimmetrie informative. L'interazione ripetuta si distingue dallo scambio impersonale poiché il comportamento dei soggetti dipende dal comportamento atteso della controparte. L'acquisto di azioni[36] o di obbligazioni sul mercato, pur perdurando nel tempo o ripetendosi ogni anno, in ipotesi di titoli di breve durata o di continua rinegoziazione, si fonda sull'acquisizione di informazioni standardizzate inerenti l'impresa e il suo comportamento, ma scarsamente legate alla propria esperienza diretta. Questo caso, pur potendosi configurare come uno scambio ripetuto, di fatto si caratterizza per la completa impersonalità dell'interazione.

La distinzione fra scambi personali e impersonali è stata evidenziata da Fama (1985) in relazione alle differenze esistenti fra debito interno e debito esterno. Il rapporto che si crea fra banca e impresa, come ogni rapporto di finanziamento che si origina fra due soggetti sulla base di una conoscenza diretta[37], nasce dalla possibilità di informazioni dirette e dalla possibilità di intervenire o influenzare il processo decisionale. Come evidenzia lo stesso Fama, tali scambi sono di tipo personale, per contrasto alla natura standardizzata e impersonale del mercato, e basati su informazioni riservate e fondati sulla possibilità di interagire sulla base di un rapporto bilaterale. La bilarità dei rapporti presenta alcuni benefici per i partecipanti, rispetto ai rapporti multilaterali e standardizzati, legati soprattutto alla possibilità di mutuo adattamento e di rinegoziazione dei termini dell'accordo al verificarsi di determinate situazioni.

[36] Una quota di minoranza e, comunque, marginale e irrisoria rispetto il pacchetto complessivo di controllo.

[37] Si pensi al prestito fra membri di una famiglia, prestito fra società del medesimo gruppo oppure alle forme di sostegno finanziario tipiche di alcune comunità locali o tribali, all'interno di economie meno avanzate.

La ripetizione degli scambi in un contesto multiperiodale e la bilarità del rapporto[38] rappresentano due condizioni per l'affermarsi di rapporti di scambio più personalizzati e rispondenti alle esigenze degli individui coinvolti. Esse permettono l'utilizzo di clausole contrattuali, implicite o esplicite, più o meno stringenti ma, allo stesso tempo, più efficaci rispetto alle clausole caratterizzanti i termini dello scambio attuato da una pluralità di soggetti sul mercato. La maggiore efficacia deriva dalla possibilità di poter rivedere ex-post, con maggiore facilità, gli accordi presi in fase negoziale, adeguandoli alla mutata situazione e rendendo possibile il raggiungimento di un risultato più elevato:

- la ripetizione degli scambi sposta l'attenzione dalle clausole ai comportamenti, riducendo il valore dell'incentivazione statica a favore degli incentivi provenienti dalla necessità di mantenere una reputazione di credibilità e di qualità;
- la bilarità incrementa la flessibilità dei comportamenti e della rinegoziazione degli accordi precedenti, migliorando le possibilità di mutuo adattamento, di personalizzazione dei termini dello scambio e di composizione dei conflitti.

La possibilità di rinegoziazione delle clausole induce i soggetti ad accordi più severi, che permettono di ridurre i rischi esistenti ed i costi associati, e più incentivanti verso risultati migliori. La rigidità degli accordi ex-ante viene smussata dalla consapevolezza che essi possono essere rivisti, sotto determinate condizioni, al verificarsi di particolari contingenze. La rinegoziazione riduce il costo della clausole collaterali ed accessorie utilizzate per ridurre i rischi dello scambio e l'incertezza che lo caratterizza, permettendo di adattarsi meglio alla situazione e ottimizzando la performance finale (Berlin-Mester, 1992)[39].

Un esempio banale potrebbe essere tratto dal verificarsi di una situazione di illiquidità all'interno di un'impresa finanziata da un intermediario creditizio. Se l'impresa è finanziata da un unico creditore, nonostante l'esistenza di adeguate garanzie, si può più agevolmente evitare di ricorrere all'escussione dei beni in garanzia e alla vendita degli stessi mediante la rinegoziazione degli accordi e la previsione di un nuovo piano di ammortamento del debito. La rinegoziazione presenta dei vantaggi per entrambi i contraenti, evita alla banca i tempi e i costi di escussione delle garanzie e l'eventuale rischio di deprezzamento del bene, e all'impresa il fallimento. L'esistenza di numerosi creditori potrebbe determinare l'impossibilità della rinegoziazione e il fallimento prema-

[38] Non si vuole ancora parlare di esclusività dato che a tale termine verrà attribuita l'accezione di unicità del contraente del rapporto, mentre a bilarità del rapporto si attribuisce un significato meramente numerico. Ovvio che la bilarità rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente per l'esistenza dell'esclusività.

[39] Berlin M., Mester L., 1992, "Debt covenants and renegoziation", Journal of Financial Intermediation, 2, n.2,

turo dell'impresa, con una creazione negativa di valore per tutti i partecipanti allo scambio. In casi meno estremi dell'esempio citato, le difficili condizioni di mercato potrebbero indurre l'impresa a ricorrere a progetti meno buoni o ad assumere rischi maggiori, nel tentativo di onorare gli accordi presi. Questa eventualità, quantunque non caratterizzata da opportunismo, espone i prestatori di fondi ad una situazione di moral hazard e a costi di agenzia superiori.

La consapevolezza della possibilità di rinegoziazione rischia, però, di rendere meno credibili le minacce di applicazione delle sanzioni previste, ottenendo l'effetto opposto di disincentivare l'agente verso risultati migliori o, almeno, al rispetto degli impegni assunti. Hellwig (1991) analizza come un accordo inefficiente ex-ante si rivela efficiente ex-post, osservando che gli incentivi esistenti nelle clausole contrattuali perdono efficacia di fronte alla consapevolezza della rinegoziazione futura e rendono il contratto inefficace ex-ante ma efficace ex-post. Molto spesso, l'assenza di rinegoziazione rende inefficace il contratto finale, pur avendo un grado di incentivazione superiore e una maggiore credibilità delle sanzioni e delle conseguenza connesse.

A parere di chi scrive, la possibilità di rinegoziazione esercita un effetto positivo sul risultato complessivo finale. Si deve considerare che se da un lato è vero che le minacce perdono credibilità e gli incentivi potrebbero affievolirsi, in un contesto di scambi ripetuti, la rinegoziazione produce un'informazione per gli scambi successivi. La rinegoziazione di un accordo presuppone la verifica delle condizioni e delle cause, endogene o esogene, che la hanno determinata. I partecipanti giungono alla definizione di un nuovo accordo ma, contestualmente, modificano le proprie opinioni sull'altro soggetto relativamente ai comportamenti posti in essere. L'eventuale riduzione di credibilità delle minacce (Hellwig, 1977)[40] e degli effetti incentivanti delle clausole stabilite viene compensata dagli incentivi provenienti dal timore del deterioramento della reputazione e dai relativi costi annessi. Se la revisione degli accordi avviene a causa del cattivo comportamento di uno dei soggetti o per una qualunque causa ad esso imputabile, essa migliora il risultato finale ma, allo stesso tempo, costituisce un'informazione che incide e modifica l'opinione della controparte. Tutto, quindi, dipende dal costo attribuito alla rovina del rapporto esistente e alla perdita di immagine eventuale nei confronti del mercato, incentivo complementare a comportamenti corretti e non opportunistici. Infine, non si deve dimenticare che lo stesso comportamento assunto in fase di rinegoziazione costituisce un input informativo che contribuisce a valorizzare o deteriorare il patrimonio informativo esperenziale che, sebbene non trovi una diffusione esterna, risulta fondamentale nelle successive decisioni e nella valutazione della rischiosità e dell'incertezza comportamentale.

[40] Hellwig M., 1977, "A model of borrowing and lending with bankruptcy" in Econometrica, n. 45. pagg.1879-1906.

3. Il rapporto banca-impresa: i meccanismi di gestione dell'incertezza comportamentale

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La relazione fra banca e impresa. – 2.1. I fattori del rapporto banca-impresa. – 2.2. Gli effetti del rapporto banca-impresa. – *3. Commitment*, intermediazione finanziaria e moral hazard. – 3.1. Una definizione di *commitment*. – 3.2. Una valutazione del costo del *commitment*.– 4. La fiducia: definizione e caratteristiche. – 4.1. Le funzioni della fiducia negli scambi finanziari e nella relazione banca-impresa. – 4.2. Le condizioni della fiducia – 5. La qualità delle informazioni, la fiducia e lo scambio relazionale. – 6. La fiducia, il *commitment* e il rapporto banca-impresa.

1. Introduzione

La non istantaneità e l'incertezza contrattuale, sui termini e sul valore dello scambio finanziario, sono caratteristiche generali di tutti i tipi di interazione finanziaria. Esse rimangono immutate, sia che si verifichino sul mercato sia che avvengano per il tramite di intermediari o in contropartita con essi. Tuttavia, il finanziamento delle imprese risulta, spesso, protratto nel tempo, ripetuto e finalizzato al trasferimento delle risorse finanziarie e alla gestione dei rischi connessi.

In questa fattispecie di scambio si evidenziano due caratteristiche estranee al paradigma classico: la rilevanza del soggetto con cui si procede allo scambio[1] e la riflessione che le transazioni finanziarie non risultano quasi mai isolate nel tempo. L'introduzione di modelli multiperiodali e l'esistenza di una probabilità positiva di ripetizione dello scambio con il medesimo soggetto nel futuro, focalizzano l'attenzione su alcune dimensioni del rapporto banca impresa.

[1] Caratteristica, peraltro, emersa nel corso della trattazione delle asimmetrie informative e degli intermediari finanziari come produttori di informazione.

All'allungarsi dell'ampiezza temporale, l'incertezza aumenta e con essa l'incompletezza contrattuale, legata alla razionalità limitata dei soggetti e all'eccessiva onerosità della previsione del futuro. Si affermano, quindi, contratti meno formalizzati di tipo implicito che riguardano, soprattutto, alcune componenti dello scambio, legate alle aspettative, condivise dai soggetti, del verificarsi di particolari situazioni. I contratti impliciti riescono a flessibilizzare il contenuto dei contratti standard e a rendere più rispondenti e più efficaci i termini del contratto. Il rovescio della medaglia è costituito dalla riduzione di formalizzazione contrattuale e dalla loro minore rilevanza giuridica.

I problemi posti dal crescere della componente implicita degli scambi e dalla loro estensione temporale sono costituiti dalla necessità di rendere vincolanti o, almeno, credibili gli impegni assunti. Un fattore incentivante al rispetto degli impegni e delle promesse assunti, è stato individuato nella reputazione, soprattutto per quanto riguarda le banche In particolare, il fattore importante è costituito dal costo della perdita di reputazione sia nei confronti della controparte attuale, sia, soprattutto, nei confronti dei clienti potenziali e della collettività, che fondano le loro valutazioni sulle informazioni diffuse o, comunque, disponibili.

Sotto il profilo di valutazione dell'incertezza comportamentale e di gestione del rischio di credito, assumono rilevanza le informazioni acquisite nel corso di passate esperienze di scambio, e gli aspetti qualitativi, legati alla dimensione comportamentale dei soggetti coinvolti. Queste dimensioni valutative risultano necessarie per porre in essere contratti impliciti con un ridotto e consapevole rischio di moral hazard ex-post. Allo stesso tempo, esse possono risultare un incentivo verso comportamenti corretti e non opportunistici indotti dalla credibilità del maggior valore prodotto dallo scambio e dal costo opportunità della cessazione dello scambio.

In questo senso, si compie un passo in avanti rispetto alla mera dimensione informativa. Le informazioni capitalizzate nel corso della relazione costituiscono un valido elemento per la valutazione del moral hazard futuro ma devono essere completate dalla verifica dell'esistenza di un certo grado di mutual *commitment* che consolidi l'aspettativa che i comportamenti passati siano reiterati nel futuro. L'esistenza di un rapporto di scambio a contenuto relazionale fra banca e impresa assicura la valorizzazione di tutti gli aspetti citati e contribuisce a creare i presupposti per una maggiore reciprocità razionale di comportamento. I capitoli precedenti hanno evidenziato come l'esistenza stessa delle banche si fonda sulla capacità: di creare relazioni "sostanziali", "privilegiate" e di lungo periodo; di acquisire e produrre informazioni complete e affidabili; di sviluppare il *commitment* necessario per migliorare i risultati e l'efficienza allocativa, riducendo l'incertezza e, in particolare, il rischio di moral hazard ex-post.

Un risultato della relazione ma, soprattutto, un elemento di valutazione essenziale della rischiosità di un'impresa è costituito proprio dal commitment, inteso nelle due accezioni di:

- *commitment* minimalista, legato alle promesse effettuate ed inteso come mera propensione al rispetto degli accordi presi; esso si configura, quindi, come un aspetto della credibilità posseduta dal soggetto, bloccato "forzosamente" nel processo di scambio e incentivato al rispetto degli accordi dal precedente sostenimento di *sunk costs*, da un elevato livello di investimenti specifici e dalla conseguente eccessiva onerosità dell'opzione exit;
- *commitment* incrementale che incorpora, naturalmente, il significato del primo ma assume un più ampio respiro con riferimento agli incentivi e ai risultati prodotti. Il *commitment* incrementale riguarda la propensione e l'interesse del soggetto ad andare oltre gli accordi presi al fine di migliorare la performance complessiva dello scambio. La condizione *sine qua non* per l'esistenza di *commitment* rimane la reciprocità e la consapevolezza dell'impegno dei partecipanti allo scambio-finanziamento. Il *commitment*, quindi, cessa di essere unicamente legato all'esistenza di vincoli-incentivi economici, per aggiungere una connotazione più sociologica, legata anche a incentivi di tipo etico-morale, all'esistenza di fiducia reciproca e, soprattutto, alla possibilità di creare un maggior valore relazionale.

Il rapporto banca-impresa può essere considerato un rapporto di interazione strategica, dove i comportamenti dei soggetti sono condizionati dalle valutazioni di convenienza e dalle strutture produttive e di costo ma, soprattutto, dai comportamenti dell'altro partecipante alla relazione, risultando inesorabilmente esposti all'incertezza delle decisioni di comportamento altrui. Ciò significa che ogni azione dipende dai comportamenti che ci si attende che la controparte adotti. Un *commitment* credibile non si sviluppa unicamente per l'esistenza di una lunga serie di scambi precedenti. La durata dello scambio costituisce una condizione per ottenere maggiori informazioni e per verificare direttamente i comportamenti assunti nelle diverse situazioni ma non assicura nulla circa ciò che accadrà in futuro. L'informazione assume un valore statico, quale base di valutazione, e acquisisce una connotazione dinamica, unicamente in termini di effetti reputazionali.

L'effetto reputazionale deve essere considerato solo un costo del mancato *commitment, ch*e contribuisce ad aumentarne la credibilità insieme agli altri costi non recuperabili. I contenuti, solo abbozzati nei contratti impliciti di lunga durata, necessitano di fondamenti più solidi e più completi per essere credibili e supposti verosimili. Ciò che è necessario è la creazione di una forma di "dipendenza reciproca", costituita sia da investimenti specifici di risorse, sia dall'esistenza di obiettivi comuni (dipendenza motivazionale) che rendano

conveniente l'assunzione di comportamenti non opportunistici. Le decisioni di comportamento derivano dalla valutazione delle informazioni relative al futuro possedute ma, nella misura in cui esistono ambiti di indeterminatezza e di incertezza, esse sono completate dalle aspettative soggettive inerenti il comportamento futuro dell'altro soggetto. Il che significa dire che poggiano, almeno parzialmente, sul grado di fiducia posseduto nei confronti dell'altro individuo.

La relazione banca-impresa permette di giungere verso gradi di *commitment* superiori. Essa è in grado di gestire meglio i meccanismi organizzativi e fiduciari necessari alla creazione degli incentivi economici e sociali, che assicurano una reciprocità e una credibilità maggiori rispetto ad uno scambio transazionale isolato. L'analisi del *commitment* è, quindi, completata dalla comprensione delle condizioni della fiducia, della correlazione esistente fra fiducia e *commitment* e, quindi, dalla verifica della sua capacità di qualificare il rapporto banca-impresa.

Alla maggiore o minore esistenza di fiducia, cosi come definita, possono essere attribuiti gli effetti che la letteratura associa alla relazione con le banche. Infatti, essa permette di spiegare perché, nonostante la lunga durata del rapporto, molto spesso non si producono i benefici auspicati. L'esistenza di un rapporto banca-impresa costruito come sequenza di interazioni e scambi, virtualmente isolati fra loro, percepiti come unici o difficilmente ripetibili e, comunque, fondati sull'utilizzo di meccanismi di garanzia collaterali, non sempre riesce a creare fiducia e ad assicurare una qualche forma di *commitment*. L'attesa di intervento della banca nelle fasi critiche dell'impresa, l'adeguamento del finanziamento alle esigenze degli investimenti, i comportamenti migliorativi nei confronti del fabbisogno finanziario, necessitano dell'esistenza della volontà di continuare a lavorare insieme. Tale volontà deve essere sperimentata attraverso l'assunzione di comportamenti coerenti e concludenti, fatto che, spesso, non si verifica nei rapporti con le banche, anche di lunga data.

In questo capitolo, si analizza il rapporto banca-impresa e si verifica la valenza che detta relazione possiede ai fini della valutazione e gestione dell'incertezza dello scambio finanziario e, in particolare, del rischio di moral hazard che contribuisce ad incrementare la variabilità del rischio di credito. Il problema affrontato può essere schematizzato nelle seguenti proposizioni:

- *un rapporto di lungo periodo permette di accumulare una serie di informazioni specifiche e generiche, ma richiede l'assunzione graduale di alcuni rischi per poter acquisire informazioni esperenziali più qualificanti e di maggiore valore*;
- *la concessione di fiducia e il suo consolidamento trasformano un rapporto banca-impresa*, da serie di scambi finanziari transazionali ripetuti, *in una relazione;*
- *la relazione necessità di un mutual commitment che contribuisce a ridurre i rischi di moral hazard* attraverso la riduzione della convenienza

dei comportamenti opportunistici; ciò trova nella fiducia uno dei presupposti più importanti della sua credibilità;
- la fiducia necessaria alla creazione di commitment non può essere creata contrattualmente ma può essere ricercata consapevolmente. *L'interazione fra banca e impresa rappresenta una situazione in cui i vantaggi di una prudente apertura alla fiducia possono essere considerevoli,* sia per il minore opportunismo attuale e futuro, sia per gli effetti positivi di immagine e di reputazione;
- *la relazione banca impresa migliora la valutazione della dimensione comportamentale* che caratterizza l'impresa ai fini della valutazione dell'incertezza e per la gestione del moral hazard ex-post;
- lo studio delle condizioni della fiducia e del commitment permettono di individuare alcuni comportamenti osservabili quali elementi operativi di valutazione dell'incertezza e dell'opportunismo imprenditoriale.

2. La relazione fra banca e impresa

In letteratura, lo scambio finanziario esistente fra un intermediario e un'impresa è stato, diffusamente, definito relazionale se fondato su una durata protratta, sull'esistenza di un certo grado di esclusività e sull'esistenza di un *commitment* reciproco che permette di cogliere i vantaggi comuni (Baglioni, 1992). La relazione nasce come risultato di una ripetizione degli scambi e della creazione di un rapporto creditizio di lungo termine che riduce la possibilità di ricorrere ai contratti formali e si basa sulla *incentive compatibility* degli accordi impliciti e sull'esistenza di meccanismi reputazionali (Sharpe, 1990).

La relazione banca-impresa è stata affrontata con due approcci di base, uno tendente a dimostrare l'unicità della banca e del suo operare, l'altro volto a valutare i costi e i benefici della relazione in sé. Un tratto comune di entrambi i filoni consiste nel focalizzare l'attenzione sulle conseguenze e sugli effetti della relazione piuttosto che sulle cause e sulle modalità con cui si origina. La relazione con una banca viene spiegata come meccanismo di superamento delle asimmetrie informative, grazie alla possibilità di un'azione di screening e di monitoring più efficiente (Diamond, 1991) e l'acquisizione di informazioni approfondite e riservate (Fama, 1985, Ramakrishan-Thakor, 1993).

In realtà, le banche operano in entrambi i sensi e questa distinzione teorica si distacca dalla realtà in cui coesistono logiche transazionali e relazionali. Questo è reso ancora più chiaro dalla divisione dei prodotti e dei servizi offerti in *transactional-driven* e *relationship-driven* (Berger-Udell, 1995), dalla convenienza ad adottare strategie di corporate banking relazionale o transazionale

differenziate sulla base della complessità dell'impresa cliente (Ruozi, Zara, 2001) e dai suggerimenti sulla necessità di creare, all'interno della banca, strutture organizzative differenti in grado di agire con logiche differenti nei confronti di clienti occasionali e clienti consolidati (De Laurentis, 1996, Munari, 1995, Baravelli, 1997).

La considerazione del finanziamento bancario come alternativo al mercato (Bhattacharya-Thakor, 1993) ha prodotto, soprattutto nella letteratura anglosassone, la concezione della relazione bancaria come una scelta subordinata alla assenza dei requisiti per poter accedere al mercato o alla convenienza per farlo. E' stata configurata una sorta di gerarchia delle fonti finanziarie[2] sulla base del costo: la risorsa meno costosa risulta il finanziamento interno, per l'assenza di costi di agenzia e di informazione; l'autofinanziamento, infatti, ha un ruolo dominante per le imprese in tutti i principali sistemi (Corbett-Jenkinson, 1994). Il ricorso al credito bancario risulta obbligato dall'assenza di una reputazione positiva sufficiente (Diamond, 1989), dall'inesistenza dello standing creditizio necessario (Berlin-Mester, 1992), dalla ridotta redditività attesa (Rajan, 1992) oppure dalla assenza dei requisiti dimensionali per accedere al mercato.

La banca viene vista come una fonte finanziaria meno vantaggiosa all'aumentare della reputazione di mercato posseduta ma la relazione con una banca costituisce, tuttavia, un segnale credibile di qualità (James, 1987), confermata, in particolare, in caso di rinnovo del credito[3] (Lummer-McConnell, 1989). In questa direzione si collocano Onado-Forestieri (1995) che auspicano un'evoluzione verso un modello di banca non solo capace di creare un rapporto consolidato e duraturo ma in grado di porsi come elemento "catalizzatore e di garanzia" del progetto o della crescita dell'impresa, che dovrebbe attingere dal mercato la quota rilevante delle risorse necessarie.

In questo ruolo attribuito alla relazione banca-impresa, la fiducia e il commitment tendono a divenire risorse ancora più importanti da ricercare al fine di consolidarne gli effetti. Alla relazione e al grado di commitment creato, risultano collegate due istanze relative alla gestione del moral hazard e del rischio di credito: l'acquisizione di informazioni qualitative dirette, esperenziali, con un maggiore contenuto previsionale e la possibilità di incentivare comportamenti corretti, rendendo meno convenienti e più costosi sia l'opportunismo che la defezione relazionale.

[2] In relazione agli effetti delle asimmetrie informative sulle possibilità di conoscere la qualità effettiva delle imprese e il rischio di selezione avversa, l'autofinanziamento è preferito al debito che, a sua volta, è preferito agli strumenti di mercato (azioni). (Myers-Majluf, 1984).

[3] L'effetto è misurato nella variazione del valore delle azioni all'annuncio dell'ottenimento di un nuovo finanziamento nell'ambito di una relazione duratura che garantisce un certo livello di conoscenza reciproca.

La tradizionale esclusività di interazione, auspicata quale condizione di creazione di informazioni più complete, di *commitment* e di recupero dei costi specifici perde la connotazione di scelta obbligata e acquisisce il significato di scelta volontaria. La relazione con la banca è un mezzo per soddisfare il fabbisogno finanziario in modo equilibrato; il ricorso al mercato può essere visto come un modo per limitare il comportamento opportunistico di una banca oppure può essere interpretato come la soluzione più efficace ad un problema che non sminuisce il ruolo della relazione ma ne conferma la completezza. La solidità della relazione e la sua capacità di evolvere da uno "stadio creditizio" ad uno "stadio finanziario" richiedono un investimento in fiducia ricercato sin dall'inizio.

In letteratura, il rapporto esistente fra banche e imprese può seguire due logiche antipodi: il *transactional banking* e il *relationship banking*. Esistono modelli intermedi in cui la banca assume il ruolo di *dominant bank*, referente privilegiato ma non esclusivo, di *significant bank*, soprattutto nei rapporti con le grandi imprese, più limitati rispetto il precedente, oppure di *conversational bank*, con cui si hanno rapporti occasionali per servizi molto complessi e specifici. Il modello del *core group model* implica un rapporto eguale con più banche e il lavoro equamente distribuito fra le partecipanti. L'intensità relazionale risulta inferiore a quella associata all'esistenza di una *dominant bank* (Eccles-Crane, 1987)[4]. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, questo modello è piuttosto diffuso fra le imprese italiane medio-piccole. Esse utilizzano questo comportamento dividendo il proprio fabbisogno fra le banche locali di riferimento (Bisoni *et al.*, 1994)

Il rapporto banca-impresa è stato in alcuni casi modellizzato sulla base delle caratteristiche assunte nei vari sistemi finanziari in cui si è affermato. Esiste il rapporto di *hausbank* (Limentani, 1994), tipico del sistema finanziario tedesco, il rapporto di *main bank* (Hoshi et al, 1990) tipico del sistema finanziario giapponese, il rapporto di A*llfinanz*, evoluzione naturale del rapporto di hausbank legato all'ampliamento dei bisogni e dei servizi offerti (Banfi, Locatelli, Schena, 1990), il *multibanking* italiano (Rossignoli, 1994). Molto spesso, questi modelli evidenziano caratteristiche e modalità di comportamento non troppo differenti, mentre, con riferimento alle aspettative di moral hazard beneficiano di differenti valutazioni dei partecipanti, imputabili anche all'esistenza di un maggior livello di fiducia sociale (Fukuyama, 1996), istituzionale (Bachmann-Lane, 1995) e relazionale (Burchell-Wilkinson, 1996).

I modelli multiperiodali focalizzano l'attenzione sul costo futuro del comportamento presente, legando le condizioni concesse e il rifinanziamento al risultato del progetto nel periodo precedente (Von Thadden, 1990, Diamond,

[4] Per una rassegna di questi modelli si veda Eccles R.G., Crane D.B., 1987, "Doing deals. Investment banks at work", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

1989). Sebbene la logica sia accettabile, questi risultati non possono essere estesi alle relazioni che si compongono di intrecciati e differenti progetti e situazioni. Il principio e la valenza sono analoghi ma la complessità e gli effetti prodotti da ogni comportamento differiscono, perdendo la loro individualità. La disponibilità ad investire in alcuni progetti, soprattutto di lungo termine, richiede il superamento delle perplessità circa i dubbi sui futuri comportamenti. I pericoli sono legati all'utilizzo del potere contrattuale acquisito in modo disomogeneo durante le fasi del rapporto dai partecipanti. I problemi riguardano la ripartizione del valore creato; i rischi di moral hazard provengono dall'utilizzo del potere monopolistico della banca e dall'aggravio delle condizioni del finanziamento oppure dall'abbandono del rapporto da parte dell'impresa per rivolgersi verso altre banche e lucrare sul potere di mercato.

Nella letteratura creditizia, il comportamento delle banche e delle imprese è stato ricondotto, spesso, a fattori di natura macroeconomica o di carattere aggregato, secondo un'impostazione eccessivamente strutturalista. Infatti, essi sono stati analizzati facendo riferimento alla struttura del sistema finanziario e all'intensità concorrenziale piuttosto che alle singole situazioni, giungendo ad analizzare i comportamenti dei singoli come effetto della concorrenza (Hellwig, 1991, Fisher, 1990). Un grado di concentrazione elevato dell'offerta bancaria potrebbe determinare una riduzione della concorrenza ed aumentare il potere contrattuale delle banche. Anche l'esistenza di asimmetrie informative orizzontali, creando rischi di selezione avversa e maggiori costi di cambiamento, potrebbe produrre lo stesso effetto (Sharpe, 1990, De Laurentis, 1996). Specularmente, l'esistenza di forti pressioni competitive riducono la credibilità del *commitment* delle imprese, riducendo il valore della relazione bancaria (Petersen-Rajan, 1994).

I fattori ambientali possiedono una certa valenza e contribuiscono a modificare le percezioni dei partecipanti (alla relazione) e la convenienza-costo dei comportamenti adottati. Tuttavia, sono le condizioni microeconomiche e gli obiettivi dei singoli partecipanti ad essere rilevanti e ad influire sulle decisioni. La valutazione del moral hazard deve concentrarsi su questi aspetti e processare principalmente le caratteristiche dei soggetti, le informazioni specifiche e le attitudini comportamentali, considerando unicamente come contesto gli aspetti strutturali e macroeconomici. L'analisi dell'incertezza e del rischio di moral hazard ex-post, quindi, deve essere affrontata con un approccio volontaristico che riesca a isolare i fattori dell'interazione strategica dei soggetti dai fattori ambientali della relazione.

Al pari di qualsiasi interazione e relazione sociale, anche la relazione banca-impresa non può essere slegata dal contesto in cui si svolge, sia culturale che economico. Tuttavia, occorre precisare i termini del problema, scindendo fra la necessità di spiegare, in termini aggregati, una tipizzazione di relazione e

l'interpretazione e valutazione, in termini soggettivi, di una specifica relazione. L'analisi aggregata conduce, giustamente, all'individuazione dei fattori, che contribuiscono ad influenzare le modalità di interazione fra sistema bancario e sistema imprenditoriale, e allo studio degli effetti principali di detta interazione a livello di sistema. Tutto ciò offre un valido supporto alla spiegazione sociologica e istituzionale dei comportamenti delle banche e delle imprese e alla loro contestualizzazione sociale ma presenta una limitata utilità per l'interpretazione dei comportamenti attesi nell'ambito della specifica relazione. Per quest'ultimo obiettivo, strettamente finalizzato alla possibilità di valutare operativamente l'incertezza comportamentale e il rischio di moral hazard occorre fare riferimento a fattori più personali e contestualizzati all'interno di una relazione, maggiormente legati alle condizioni della fiducia e del mutual commitment.

2.1. I fattori del rapporto banca-impresa

L'analisi dell'incertezza comportamentale richiede un duplice sforzo:

- la comprensione dei fattori ambientali che possono influenzare l'interazione fra banca e impresa e i principali effetti che essi esercitano sul risultato della relazione;
- la comprensione dei fattori soggettivi e specifici che devono essere considerati per esprimere una valutazione del rischio di opportunismo (moral hazard ex-post).

Il rapporto banca-impresa risente, ovviamente, dell'ambiente socio-economico in cui si svolge e della evoluzione storico-culturale che ha caratterizzato la storia del sistema bancario e imprenditoriale. Inoltre, le banche e le imprese, oltre a non poter essere isolate dal contesto sociale, non sono isolabili dal contesto competitivo in cui operano. Esse devono essere considerate come "esponenti di un più ampio network competitivo-relazionale che produce effetti sui comportamenti, sulle possibilità di comportamento e sulle valutazioni svolte dai singoli soggetti (Mattsson, 1987)[5]. Inoltre, la relazione banca-impresa risulta influenzata dal posizionamento delle singole entità all'interno del proprio network e alle caratteristiche del network esistente. Il rapporto banca-impresa esistente fra banche locali e imprese appartenenti ai distretti industriali rappresenta un nitido esempio di come la filiera influisca sulla relazione. Infatti, si caratterizza per comportamenti specifici, dovuti alla particolarità del rischio, alla configurazione di ogni impresa come fase di un processo produttivo sovrastan-

[5] Mattson L.G., 1987, "Management of strategic change in a "Market-as-network" perspective" in Pettigrew A., "The management of strategic change", Blackwell, Oxford.

te, alle necessità valutative, alle asimmetrie informative e ai costi di informazione, nonché per l'esistenza di particolari meccanismi reputazionali, molto più rapidi ed efficaci (Baffigi, Pagnini, Quintiliani, 1997)[6].

La dimensione delle imprese, l'indice di mortalità, il loro ciclo di vita, la vita media, il portafoglio clienti, il grado di sofisticatezza manageriale, la composizione del soggetto economico, la localizzazione geografica, la loro struttura finanziaria, gli aspetti caratteristici dei settori di appartenenza, le forme legali d'impresa, gli assetti proprietari e tutte le caratteristiche dell'impresa, sono variabili che incidono sulla dinamica della relazione creditizia. Si modificano i bisogni, il potere contrattuale, le finalità, gli obiettivi e le aspettative riposte nella relazione creditizia e, soprattutto, si modifica il grado di incertezza comportamentale relativa al progetto finanziato.

Le medesime osservazioni sono riferibili alle banche, che risentono delle caratteristiche del sistema finanziario, delle politiche seguite dalle autorità creditizie, della legislazione esistente, dei modelli istituzionali ed organizzativi diffusi, delle possibilità operative concesse, del percorso di sviluppo seguito sia singolarmente che dal sistema.

Tabella 3.1. – *I Fattori e gli effetti del rapporto banca-impresa*

FATTORI DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA	*EFFETTI PRINCIPALI DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA*
Intensità concorrenziale del mercato bancario	*Disponibilità-Razionamento di credito*
Posizionamento sul mercato della raccolta ed efficienza bancaria	*Orizzonte temporale finanziamenti*
Il modello organizzativo	*Il costo del credito*
Modelli istituzionali e vigilanza	*Garanzie e condizioni collaterali*
Complessità della domanda e la gamma di prodotti-servizi	*Comportamento della banca nelle fasi di crisi*
Ruolo del sistema bancario nel sostegno pubblico alle imprese	
L'adeguatezza dimensionale della banche	
Le partecipazioni al capitale delle imprese	

L'analisi del ruolo degli elementi comportamentali nelle relazioni fra banche e imprese non può non tenere conto di tutti questi elementi. Seguendo, in

[6] Baffigi A., Pagnini M., Quintiliani F., 1997, "Industrial district and local banks: do the twins ever meet?", Intervento al convegno "La molteplicità dei modelli si sviluppo nell'Italia del Nord", Parma, 6-7 novembre 1997.

questa fase, un approccio più "bancocentrico", si focalizza l'attenzione sulle caratteristiche e sui fattori rilevanti dei sistemi finanziari e delle banche e sugli effetti del rapporto banca-impresa tradizionalmente indagati (Tabella 3.1). Di seguito si effettua una sintetica rassegna dei principali fattori esogeni che contribuiscono a caratterizzare il rapporto banca-impresa.

Intensità concorrenziale del mercato bancario

Come già accennato, la struttura dell'offerta bancaria e la numerosità di banche presenti sul mercato influisce sulla pressione concorrenziale che produce effetti sul grado di *commitment* e sulla solidità delle relazioni fra banca e impresa (Fisher, 1990). La questione è complessa, le pressioni competitive dovrebbero aumentare l'importanza attribuita alle relazioni (Previati, 1995) spostando la competizione verso variabili di *non price* e rendendosi più disponibili verso le logiche relazionali (Munari, 1988). Tuttavia, la concorrenza riduce la credibilità del *commitment* delle imprese, che potrebbero opportunisticamente fare affidamento sulla banca nelle fasi critiche, ottenere i vantaggi e il supporto finanziario nelle situazioni in cui la loro qualità (il rischio) è minore (maggiore), ottenere un *pricing* con condizioni di *break-even* della banca di più lungo periodo e abbandonare la relazione nelle fasi in cui la banca avrebbe dovuto partecipare ai profitti (Hellwig, 1991). Dal lato delle imprese, la concorrenza bancaria rappresenta un'alternativa alla presenza di eccessivo potere contrattuale della banca, utilizzato per appropriarsi di quote maggiori di profitti mediante l'applicazione di condizioni più onerose. La concorrenza può condurre, tuttavia, ad una valutazione superficiale dei benefici della relazione, espressi unicamente dal costo del credito, all'indebolimento delle relazioni a causa delle politiche concorrenziali aggressive e al verificarsi di fenomeni di *subsidization* incrociata a svantaggio dei vecchi clienti. Inoltre, l'esistenza di fonti informative che riducono le asimmetrie informative orizzontali agevolano le possibilità di cambio di referente bancario per le imprese.

L'effetto concorrenziale e l'aumento della pressione competitiva incidono sia sulle relazioni che sui servizi offerti secondo logiche transazionali e di mercato. L'effetto della concorrenza interbancaria e del mercato incide in modo ineguale su tali servizi. La prima reazione delle banche consiste nel rafforzamento delle relazioni e, in particolare, dei prestiti cosiddetti *relationship-driven* (Boot-Thakor, 1997). Coerentemente a quanto affermato da Munari (1988) il tentativo di isolare i propri clienti dalla *price-competition* si gioca sulle relazioni e sul valore e la qualità creati. Successivamente, la contenuta capacità di creare valore offrendo servizi aggiuntivi e la contrazione dei margini di contribuzione a seguito dell'azione concorrenziale, impediscono la difesa e il sostenimento delle relazioni che, oltre un certo livello di pressione competitiva, ten-

dono a deteriorarsi e ridursi. Un effetto prevedibile è l'effetto della reputazione nel ritardare il deterioramento delle relazioni (Boot-Thakor, 1997). In Italia, l'aumento della concorrenza bancaria ha prodotto una riduzione del potere contrattuale delle banche (Forestieri, 1992), un peggioramento della qualità di screening delle banche (Giannini, Papi, Prati, 1991) e un indebolimento del poco solido rapporto banca-impresa.

Posizionamento sul mercato della raccolta ed efficienza bancaria

Le banche risentono anche delle condizioni esistenti sul mercato della raccolta diretta e sul posizionamento specifico della banca. Yannelle (1989) si chiedeva quale dei mercati precedesse logicamente l'altro per la determinazione della situazione di equilibrio. L'intermediario compete contemporaneamente su due mercati: il mercato dei prestiti e il mercato dei depositi; le condizioni che riesce ad ottenere su entrambi i mercati influiscono sul risultato complessivo. La relazione banca-impresa risulta esposta alle condizioni esistenti nel mercato dei depositi e alla posizione assunta dalla banca in tale mercato. Berlin-Mester (1996) evidenziano come il ricorso ai depositi come mezzo di raccolta prevalente delle banche, permette di attuare politiche di trasferimento di benefici dai depositanti ai prenditori nei periodi peggiori del ciclo economico e in direzione contraria nei periodi di espansione, diluendo l'effetto su più periodi sia in termini di disponibilità che, parzialmente, di prezzo. La relazione bancaria evidenzia una maggiore stabilità rispetto all'andamento del ciclo economico, effetto che si traduce in una maggiore continuità del livello dei fondi disponibili ed in una protezione delle imprese dalle conseguenze della politica monetaria (Angeloni *et al*., 1997)[7]. La relazione viene influenzata, inoltre, dalla struttura di conto economico. Le banche più efficienti sono le banche che riescono a costruire una relazione migliore, meno costosa e più efficace. L'inefficienza della banca influisce direttamente, sia sulla capacità di attutire gli shocks esogeni e di mantenere stabili le condizioni, sia sul costo della relazione e nella disponibilità del credito[8].

[7] Angeloni, Gaiotti, Ferri, Buttiglione, (1997)

[8] Foglia-D'Auria, (1997), Berlin-Mester, (1997)

Il modello organizzativo

Il modello organizzativo della banca influisce sulla relazione con le imprese, creando una duplicazione di ruoli e una molteplicità di referenti. L'adozione di modelli specializzati, sia in senso operativo (*commercial e investment bank*) sia in senso temporale (breve e medio-lungo termine), o di modelli di banca universale, influiscono sul tipo di relazione che si instaura fra banca e impresa.

Il modello di banca universale aumenta i vantaggi della relazione da un punto di vista economico, migliorando la capacità di controllo, l'*information reusability* e, quindi, le economie di scala e di scopo conseguibili dalla banca. In un ottica di marketing, risulta più efficace nel soddisfacimento dei bisogni del cliente mediante l'offerta di una gamma più ampia e completa di servizi e prodotti finanziari (Corigliano-Cenni, 1996). Ovviamente aumenta la complessità interna e la necessità di acquisire le competenze e la cultura tipiche dei diversi segmenti di operatività, logiche necessarie per poter mantenere inalterata l'efficienza della banca. Con riferimento al segmento imprese, ciò richiede una riorganizzazione della banca in grado di accogliere la differenziazione operativa e le esigenze di presidio del cliente (Baravelli, 1997).

Modelli istituzionali e vigilanza

L'evoluzione dei modelli istituzionali e, in generale, della politica di vigilanza e gli orientamenti seguiti dalle autorità creditizie incidono sulle possibilità operative e sulla cultura e sulle competenze delle banche. I processi di despecializzazione bancaria non hanno terminato la loro influenza storica e richiedono ancora congrui periodi per recuperare lo "svantaggio" prodotto dalla tradizionale molteplicità di referenti imposta rispetto all'unicità e al soddisfacimento relazionale di una domanda composita e differenziata quale quella esistente in altri sistemi (Demattè, 1997).

Ruolo del sistema bancario nel sostegno pubblico alle imprese

I rapporti fra imprese e intermediari creditizi sono influenzati dalla politica economica e dalle modalità di intervento a favore delle imprese: laddove sono stati gestiti tramite la corresponsabilizzazione delle banche, essi hanno contribuito a migliorare e a rafforzare l'immagine e la reputazione delle stesse in alcuni sistemi finanziari. Il ruolo assunto dall'intermediario può variare da mero collettore burocratico per il ricevimento del credito agevolato a partecipante pro-quota del soddisfacimento del fabbisogno finanziario e responsabilizzato del *monitoring* e della gestione del rapporto di affidamento creato. Gli effetti

prodotti tendono a modificare la percezione del ruolo della banca per l'impresa, producono la riduzione del grado di asimmetria informativa e, allo stesso tempo, il grado di rischio iniziale associato a tale attività, creando in potenza i presupposti per una relazione stabile. Frequente è il caso in cui ciò si esplica nell'ambito di una relazione già esistente, contribuendo a consolidarla ulteriormente. (Harm, 1992, Quack-Hildebrandt, 1995).

Le partecipazioni al capitale delle imprese

Un aspetto importante che influenza il rapporto fra banche e imprese è costituito dalla possibilità concessa alle banche di detenere partecipazioni in imprese non finanziarie. La partecipazione al capitale di rischio e, quindi, la diversificazione dell'intervento finanziario contribuiscono a rafforzare le relazioni e a migliorare le informazioni e il *commitment* reciproco, sostituendo ai contratti impliciti un contratto formale che garantisce la partecipazione ai profitti futuri (Petersen-Rajan, 1995). La partecipazione al capitale presenta alcuni aspetti critici, soprattutto in termini di rischiosità e di efficienza allocativa. Tuttavia, essa ha un impatto positivo sulla relazione e sul consolidamento del rapporto con la banca: oltre alle informazioni, migliorano gli incentivi a controllare l'impresa e migliora la qualità del controllo nella fase intermedia (Biasin, 1998). Questo determina la possibilità di cogliere tempestivamente i segnali di crisi e aumenta la credibilità dell'impegno nelle fasi di discontinuità, che può essere condotto con maggiore efficacia e con minori costi, in virtù della più ampia capacità di influenzare i vertici aziendali[9]. L'intervento partecipativo, oltre a migliorare la relazione, è facilitato dall'esistenza di un rapporto consolidato (Landi, 1997b).

Complessità della domanda e la gamma di prodotti-servizi

La dimensione e la complessità aziendale dei clienti influenza la gamma dei servizi finanziari domandati e il loro contenuto, la maggior parte delle piccole e medie imprese esprime un insieme d'esigenze finanziarie meno diversificate e di non elevata complessità. La dimensione può essere un buon indicatore delle esigenza delle imprese, del fabbisogno finanziario, della cultura finanziaria, della formalizzazione organizzativa di una funzione finanziaria, dei bisogni e dell'approccio al sistema bancario. La dimensione piccola si può associare a imprese giovani oppure ad imprese con poca reputazione e, probabilmente, con scarse possibilità di ricorrere ad altre fonti di approvvigionamento (Foglia,

[9] Il duplice ruolo può riduce il conflitto di interessa fra azionisti *(upside opportunity)* e l'obiettività dell'intervento ma può replicare i conflitti di interesse nei confronti degli altri creditori.

1995). Le imprese di maggiori dimensioni possiedono più ampie possibilità di ricorso ai mercati nazionali e internazionali ed hanno meno incentivi a creare una relazione con le banche. La loro capacità di isolare i problemi finanziari, individuandone la soluzione, e di ricorrere agli intermediari secondo logiche transazionali, tendenti a sfruttare *in toto* la concorrenza fra le banche, per ottenere servizi finanziari a basso valore aggiunto, è resa evidente dal ricorso al meccanismo dell'asta competitiva per selezionare le banche con cui operare.

Da un punto di vista teorico, le imprese più grandi sarebbero caratterizzate dalla presenza di minori asimmetrie informative rispetto le piccole e medie imprese. Ciò spiegherebbe la maggiore necessità della piccole imprese di ricorrere alle banche in modo continuativo piuttosto che allo scambio diretto o con modalità interattive discontinue (Diamond, 1991).

L'adeguatezza dimensionale della banche

La corrispondenza dimensionale non significa simmetria ma adeguatezza delle dimensioni della banca alle esigenze espresse dall'impresa. L'esistenza di relazioni preferenziali e consolidate richiede la capacità della banca di offrire una gamma ampia ma anche profonda di servizi finanziari. Ciò significa che essa deve essere in grado di fare fronte, quantitativamente, alle richieste e alle necessità della gestione delle imprese clienti mantenendo inalterate le proprie condizioni di equilibrio gestionale. Le relazioni esclusive o privilegiate comportano una maggiore immobilizzazione delle posizioni, dovuta alla minore numerosità delle imprese affidate, alla maggiore consistenza delle singole esposizioni e, soprattutto, alle maggiori difficoltà di rifiuto dell'assistenza finanziaria nelle fasi critiche dell'impresa: crescita e crisi (Edwards-Fisher, 1994). A ciò si aggiunga l'incremento di rischiosità legato alle minori possibilità di diversificazione del portafoglio prestiti, nonostante l'effetto positivo legato al miglioramento delle informazioni e alla più incisiva azione di controllo (Gatti, 1996)[10]. Il concetto di adeguatezza dimensionale assume, quindi, un risultato di capacità di raggiungere un trade-off equilibrato fra esigenze di equilibrio interno e capacità di mantenere la flessibilità e le capacità operative richieste dalle logiche relazionali. Il localismo delle banche e le dimensioni contenute non costituiscono un fattore critico, anzi rappresentano un punto di forza e di efficacia con cui si relazionano con le piccole e medie imprese (Padoa Schioppa, 1994).

[10] Gatti, S., 1996, "L'attività di investimento in prestiti e la valutazione delle strategie bancarie", Banche e Banchieri, n.2

2.2. Gli effetti del rapporto banca-impresa

Numerosi contributi teorici sottolineano i vantaggi e gli svantaggi che scaturiscono dall'esistenza di una relazione fra banca e impresa. Alcuni sono stati univocamente confermati dalle ricerche empiriche, altri si configurano come la risultante di numerose forze che agiscono in direzioni diverse, rimanendo influenzati, molto spesso, dalle contingenze istituzionali e strutturali che caratterizzano il campione e i dati utilizzati. Risulta difficile pervenire a conclusioni univoche perché la relazione e le interazioni comportamentali non sono suscettibili di una valutazione su dati medi o aggregati, ma richiederebbero un'analisi fondata sui dati dei singoli rapporti.

Per valutare gli effetti di una relazione fra banca e impresa occorre valutare le aspettative dei partecipanti allo scambio e le funzioni attribuite a tale scambio. In generale, un'impresa partecipa ad una relazione con l'aspettativa e la necessità di poter contare sull'ottenimento di credito nelle quantità necessarie al suo fabbisogno, a costi contenuti e con scadenze adeguate agli obiettivi posseduti; sull'intervento della banca nella situazioni di stress finanziario e sulla protezione dagli shock monetari esogeni che potrebbero compromettere l'esito dei piani aziendali e degli equilibri gestionali. Sono tutti aspetti, poco definibili in fase pre-contrattuale, scarsamente formalizzabili in un contratto, dato che dipendono dalla situazione futura, e difficilmente interpretabili su base aggregata, poiché dipendono dalle specifiche condizioni che caratterizzano il singolo rapporto. La banca richiede correttezza di comportamento, che si traduce nella tempestività delle informazioni rilevanti, nella continuità di rapporto, nel coinvolgimento nelle decisioni importanti che possono modificare la rischiosità dell'impresa e, quindi, scaricarsi sulla banca e, soprattutto, nell'assenza di logiche contingenti, finalizzate a ridurre la partecipazione della banca ai profitti futuri. Quanto suggerito dalla letteratura teorica trova riscontro nelle analisi empiriche, sebbene con alcuni punti non completamente risolti.

Disponibilità di credito - Razionamento

Un tratto importante dell'esistenza di una relazione è il miglioramento della disponibilità di credito alle imprese. Molteplici analisi condotte in differenti paesi confermano come i fenomeni di razionamento del credito[11] si riducano in

[11] Sui fenomeni di razionamento del credito in presenza di asimmetrie informative si vedano Stiglitz-Weiss, (1981) per un analisi del fenomeno in un modello monoperiodale, Stiglitz-Weiss (1983) per una verifica in un modello multiperiodale, Mester (1985), Chan-Kanatas (1985) analizzano il ruolo delle garanzie ed il loro effetto sul fenomeno del razionamento, Williamson (1987) lega il razionamento all'aggravio di costi di monitoring. Per un efficace rassegna si veda Bhattacharya-Thakor (1993), Dabrassi, (1995).

presenza di relazioni stabili e di maggiore concentrazione dei rapporti[12]. In Giappone, le imprese caratterizzate da una relazione stabile con una banca, incontrano meno vincoli di liquidità ed hanno un accesso al credito e alla finanza esterna più ampi rispetto le imprese meno concentrate[13] (Hoshi et al, 1990). La concentrazione delle imprese giapponesi deve essere interpretata anche come appartenenza ad un gruppo di cui fa parte una banca. Questi gruppi, definiti *Keiretsu,* fanno riferimento ad una banca, generalmente di grandi dimensioni, che detiene una quota azionaria ma che non può partecipare, formalmente, alle decisioni di indirizzo strategico e non ha rappresentanti nei consigli di amministrazione[14].

Negli Stati Uniti il medesimo risultato è raggiunto da Petersen-Rajan (1994) che evidenziano come nel finanziamento delle piccole imprese l'esistenza di una concentrazione dei rapporti di affidamento elevata (le imprese monoaffidate rappresentano l'80 per cento del campione) e con una relazione stabile incontrano meno difficoltà nell'accesso al credito. Inoltre, essi evidenziano come al ridursi della numerosità delle banche presenti, si abbia un effetto positivo sul credito disponibile.

Differente è la situazione in Italia dove, nonostante la scarsità di relazioni stabili e durature, si rileva un ridotto razionamento del credito. La concentrazione sembra assicurare la stabilità del finanziamento, nonostante l'abbandono delle banche marginali nelle fasi di ciclo basso (Bianco, 1997). Fenomeno più strano è l'assenza di razionamento anche per le imprese meno concentrate che, addirittura, ottengono aumenti di credito accordato proprio nelle fasi congiunturali non favorevoli (Foglia, 1995).

La disponibilità di credito svincola le imprese e le loro necessità di investimento dai flussi finanziari interni e dalla capacità finanziaria dei proprietari o del mercato. A ciò si aggiunge il miglioramento delle scadenze del finanziamento, in grado di adeguarsi ed allinearsi con la durata degli investimenti. La relazione fra banca e impresa permette di ampliare l'orizzonte temporale del credito e di adottare le forme tecniche che meglio si adeguano alla situazione economico-finanziaria dell'impresa e ai flussi di cassa prodotti dai piani di investimento. L'effetto delle relazioni sulla scadenza del credito concesso è posi-

---

[12] Nella realtà è raro che si razionino dei clienti o delle imprese unicamente per motivazioni economiche legate al tasso di interesse

[13] La concentrazione si riferisce alla numerosità delle banche con cui la singola impresa intrattiene rapporti di credito.

[14] Hoshi, Kashyap,Sharfstein, (1990) giungono ad attribuire alla partecipazione al gruppo della banca e all'esistenza dei *"Keiretsu"* la maggiore stabilità finanziaria di cui godono le imprese giapponesi. Per una lettura in questo senso si veda Jo H., Pinkerton J.M., Sarin A., 1994, "Financing decisions and investment opportunity set: Some evidence from Japan" in Pacific-Basin Journal Finance, n.2.

tivo; tuttavia il tradizionale confronto fra sistemi finanziari risente di un'eccessiva generalizzazione, evidenziando, ad un'analisi più approfondita, una realtà più composita.

Orizzonte temporale credito

Edwards-Fisher (1994) sottolineano che la tendenza a concedere prestiti a medio-lungo termine esiste all'interno delle relazioni creditizie stabili, anche senza l'esistenza di partecipazioni nelle imprese. Il sistema finanziario tedesco presenta scadenze temporali dei finanziamenti più elevate, collegate, dalla teoria, all'esistenza di un maggiore *commitment* e al modello di banca universale tedesco. Maggiori scadenze sono rinvenibili anche nei rapporti banca-piccola e media impresa, conferma della capacità di instaurare relazioni creditizie più solide piuttosto che come risultato di forme tecniche più rigide. Infatti, l'istituto della revoca è sempre previsto insieme alla rinegoziazione periodica delle condizioni di tasso, meccanismi scarsamente utilizzati dalle banche eccetto nei casi di grave difficoltà finanziaria del debitore e, quasi sempre, dopo il fallimento del tentativo di una strategia comune di risanamento.

Il sistema inglese presenta un orientamento verso crediti, destinati alla copertura del fabbisogno finanziario di breve periodo e caratterizzati dal ricorso a linee di credito in conto corrente, formalmente a breve scadenza, nella sostanza permanenti nell'azienda per lunghi periodi (Rossignoli-Chesini, 1994). La situazione italiana si avvicina molto a quella anglosassone, caratterizzata da una prevalenza dei finanziamenti a breve termine e di minore importo, frutto del diffuso ricorso al multiaffidamento. Tuttavia, stante il frazionamento fra più imprese del credito a breve termine, si evidenziano fenomeni di concentrazione dei finanziamenti allo sviluppo e agli investimenti, quindi con scadenze maggiori, presso un unico intermediario, con cui si ha una relazione di una certa continuità (Bisoni-Landi, 2000)[15].

[15] Una ricerca condotta nella provincia di Modena, ha evidenziato come le decisioni di finanziamento degli investimenti compiuti da imprese in crescita si orientino, principalmente verso l'autofinanziamento e il credito bancario di lungo termine. Il credito bancario pesa per circa il 60 per cento dell'investimento finanziato, di cui un terzo sotto forma di leasing e quasi due terzi mediante mutui ordinari. La scelta della banca risulta influenzata, principalmente, dal costo del finanziamento, che sembrerebbe contraddire la tesi sostenuta. Tuttavia, è necessario specificare che la scelta rimane sempre all'interno della banche locali (finanziano circa il 90 per cento degli investimenti), con cui esiste un rapporto consolidato di tipo *core group model*, che rappresentano i tradizionali referenti di queste imprese. La tendenza di alcune imprese ad accentrare tutti i finanziamenti di medio-lungo termine è opposta alla tendenza a frazionare i rapporti di breve termine, risultato interpretabile come un tentativo congiunto di ottenere i vantaggi della concorrenza fra le banche, garantirsi una buona disponibilità finanziaria, ma ottenere un migliore rap-

Il costo del credito

Un effetto non univoco dell'esistenza di un rapporto relazionale è rappresentato dall'andamento del costo del credito al consolidarsi o, forse è meglio dire prolungarsi, del rapporto con la banca rispetto il credito ottenuto in rapporti transazionali. In letteratura esistono due tesi che spiegano i differenti andamenti del costo. Una tesi che lo interpreta come effetto della mancata azione concorrenziale al consolidarsi di un rapporto diadico, in cui l'impresa subisce una situazione di *hold-up* e di potere monopolistico della banca che, nonostante la riduzione dei costi di agenzia, aumenta il costo del credito[16]. La tesi opposta sostiene che il consolidarsi della relazione conduce a reciproci vantaggi poiché la banca gode di economie di scala maggiori, si riducono i costi di agenzia per la migliore azione di controllo e le migliori informazioni disponibili, aumenta l'efficacia degli accordi, si crea fiducia e reciproco *commitment*[17].

Le analisi empiriche non giungono ad un risultato unico, evidenziando la complessità del fenomeno. Infatti, le ricerche condotte in differenti sistemi finanziari, soprattutto per le imprese medio piccole, non riescono a dare conferma empirica ad una delle due ipotesi teoriche.

Berger-Udell (1995) confermano l'utilizzo delle migliori informazioni ottenute, nei rapporti con piccole imprese, per rivedere e migliorare le condizioni del credito, sia in termini di costo, che come disponibilità di credito e di utilizzo-richiesta di garanzie collaterali. Essi effettuano le loro valutazioni unicamente con riferimento a forme di credito che necessitano di una relazione per essere concesse. Petersen-Rajan (1994) non riescono a dimostrare un effetto della relazione sul prezzo, né positivo né negativo. Essi procedono ad una valutazione di tutte le forme tecniche di concessione di credito che potrebbe diluire l'effetto della relazione.

Importante, ai fini di questo lavoro, è la verifica empirica dell'effetto esercitato dalla durata della relazione e dalla dall'offerta congiunta di altri servizi finanziari sul costo del credito[18] che si rivela nullo. Alcune ricerche condotte su campioni di imprese italiane giungono ad individuare un'indifferenza del costo all'aumentare della relazione (Bianco, 1997) o un effetto positivo (Angelini-

---

porto qualità/prezzo, legato alla rapidità di risposta e ai minori costi di informazione per la concessione di finanziamenti con scadenza più ampia.

[16] Sharpe, (1990), Rajan, (1992), Diamond, (1991), Marotta-Pittaluga, (1993).

[17] Mayer, (1988), Hellwig, (1991), Fisher, (1990).

[18] Gli autori cercano di isolare gli effetti della relazione piuttosto che della concentrazione e della durata. Essi, tuttavia, non isolano gli effetti dei prodotti transaction driven che sicuramente riducono gli effetti della relazione. Interessante è il tentativo di isolare gli effetti della durata, assunta come proxy della relazione ma scomposta in più aspetti.

Guiso, 1996). Nella maggior parte dei casi, la misura della relazione è associata alla concentrazione dei rapporti o alla durata della relazione.

A conferma della tesi avanzata da Sharpe (1990) e Diamond (1991) esistono numerose ricerche, condotte anche in Italia. Si dimostra che al crescere della lunghezza del rapporto e del rapporto di concentrazione il costo aumenta piuttosto che ridursi. Questo è valido in molti i differenti modelli di rapporto banca-impresa. Weinstein-Yafeh (1994) sottolineano come le imprese giapponesi che hanno un rapporto di *main bank*, hanno maggiori disponibilità di capitale, godono di un migliore isolamento dagli shocks esogeni ma hanno un tasso di crescita inferiore e minori profitti netti, a causa dei maggiori interessi corrisposti. Questo potrebbe far pensare ad una sorta di rapporto assicurativo, con sussidio intertemporale fra fasi di crescita e positive e fasi di stress finanziario. L'incremento del costo è rilevato negli Stati Uniti da Houston-James (1995). In Germania il rapporto di hausbank determina un incremento del tasso di interesse, soprattutto, verso le imprese minori (Edwards-Fisher, 1994) In Italia, lo stesso fenomeno è evidenziato da Sapienza (1997)[19].

La maggior parte delle ricerche effettuate hanno sempre cercato di valutare l'effetto della relazione sul costo del credito concesso. Il dubbio che si avanza riguarda quanto sia legittimo pensare che il tasso di interesse debba essere considerato sensibile alla relazione esistente. Una relazione non può essere valutata in questo modo, il rischio di perdere elementi non visibili e incorporati in altre variabili e benefici, è molto elevato. La lunghezza del rapporto e la concentrazione, pur essendo verosimilmente correlate alla relazione, potrebbero essere distorsive nella misura in cui il rapporto precedente ha avuto ad oggetto prodotti standardizzati, poco informativi e poco costruttivi.

Il costo, sebbene sia una misura immediata, potrebbe riflettere inefficienze nel processo di pricing (Berlin-Mester, 1997) oppure incorporare il costo delle minori garanzie o di servizi accessori o di altre componenti di *non price competition*. A conforto di queste ipotesi viene la ricerca condotta da D'Auria-Foglia (1997) che, sulla base dei dati dei singoli rapporti piuttosto che dei dati medi d'istituto, affermano che al ridursi della concentrazione[20], sia degli affidamenti che delle controparti bancarie, il prezzo cresce. Tuttavia, sullo stesso campione si dimostra che l'intensificarsi della relazione di clientela produce un effetto positivo sul prezzo che tende a decrescere[21].

Questo significa che la relazione ha un valore, probabilmente, non misurabile dalla durata o dal numero delle banche partecipanti; significa anche che il

[19] Si veda anche Angeloni, Ferri, Buttiglione, Gaiotti (1997).

[20] Misurata con l'indice di Herfindal sull'accordato.

[21] L'intensità della relazione viene valutata sulla base dell'incidenza del fido sul totale del debito bancario ottenuto dall'impresa, dall'importanza della singole impresa per la banca e dall'ammontare assoluto del credito ricevuto per cassa, sia a breve che a lungo termine.

prezzo forse non è la variabile più indicata per valutare i benefici di una relazione; significa, inoltre, che la tendenza ad affrancarsi da relazioni esclusive con le banche potrebbe non essere determinata da problemi di potere monopolistico ma inserirsi in una naturale evoluzione dei contenuti e delle finalità della relazione.

Garanzie e condizioni collaterali

Un importante tratto delle relazioni bancarie è costituito dall'utilizzo di garanzie e altre clausole e condizioni collaterali, per aumentare le possibilità di recupero del credito, ridurre marginalmente il rischio di credito e, soprattutto, indurre le imprese a non assumere comportamenti opportunistici. Le garanzie e, in generale, le differenti clausole svolgono un ruolo importante nelle fasi caratterizzate da elevata incertezza ed asimmetria informativa. Una relazione continuata e stabile dovrebbe ridurne l'importanza attribuita e ridurne, quindi, la richiesta e l'utilizzo (Boot-Thakor, 1994). Si verifica che, sebbene questo effetto sia confermato (Berger-Udell, 1995), in alcuni sistemi finanziari il ruolo attribuito alle garanzie è sovradimensionato rispetto la loro reale efficacia[22], soprattutto se intese come incentivi a determinati comportamenti e fattori di riduzione dell'incertezza. In Italia, le garanzie si innestano su un orientamento creditizio che focalizza il processo valutativo (screening), soprattutto, su elementi patrimoniali e sull'ottenimento di garanzie (Corigliano-Cenni, 1996, Bisoni 1996). Anche nel rapporto di *hausbank* esiste un diffuso utilizzo delle garanzie: solo un terzo dei prestiti complessivi erogati risulta non coperto da garanzie, sostituite dalla solidità dell'impresa e dalla riconosciuta qualità del management e dalla relazione stabile.

Comportamento della banca nelle fasi di crisi

Un importante aspetto della relazione fra banca e impresa è costituito dal comportamento assunto dalle banche nelle ipotesi di crisi finanziaria dell'impresa. Il comportamento delle banche, in questi casi, fa parte del *commitment* che le imprese si aspettano dalle banche e che, nella letteratura teorica, si configura come uno dei principali benefici della stabilità delle relazioni.

Una sostanziale differenza nella logica di intervento è l'obiettivo finale e la valutazione degli obiettivi. La logica di minimizzazione dei costi derivanti dalla crisi muta aspetto in relazione ai costi e ai benefici che si inseriscono nella valutazione. La valutazione del comportamento di una banca deve considerare

[22] Si consideri che le garanzie possono essere utilizzate come un mezzo di segnalazione della propria qualità, come un mezzo per ottenere condizioni migliori oppure come un mezzo per ridurre l'incertezza e incentivare il prenditore ad assumere alcuni comportamenti.

non solo il momento della decisione di intervento ma anche le fasi precedenti e le fasi successive (Forestieri, 1995). In questo modo, si possono comprendere i reali punti di forza di un modello di interazione fra le banche e le imprese, determinare i punti critici del processo creditizio e evidenziare i costi della crisi.

In presenza di rapporti bancari frammentati e legati a linee di credito in conto corrente, a fronte dell'ottenimento di garanzie, il comportamento delle banche nei confronti delle crisi è poco efficace o, addirittura, controproducente. L'incapacità di individuare le crisi in tempo, le scarse informazioni possedute sull'impresa e lo scarso coinvolgimento passato non favoriscono decisioni di intervento costruttivo nei confronti dell'impresa. Situazioni di *mild distress* possono condurre alla liquidazione proprio a causa del comportamento delle banche (Greenbaum-Thakor, 1995).

Nel Regno Unito, caratterizzato da una situazione analoga a quella descritta, le autorità creditizie sono dovute intervenire per cercare di statuire un codice di comportamento *(London Approach)* che evitasse l'aggravamento della situazione, riducesse i costi sociali del rapporto banca-impresa esistente ed impedisse il ritiro collettivo dei fidi accordati.

Negli Stati Uniti, l'incidenza del finanziamento obbligazionario e di mercato complica il raggiungimento di accordi stragiudiziali, a causa della necessità dell'unanimità di consensi di tutti coloro che possiedono titoli emessi dall'impresa e, quindi, in diritto di esercitare istanza di fallimento. La legge americana è molto favorevole al recupero dell'azienda e prevede l'esistenza della procedura *ex "chapter 11"*[23] che permette di porre in essere un piano di ristrutturazione coordinato da una o più banche, volto al risanamento dell'impresa. Il ruolo delle banche è posto in primo piano, per le competenze e gli incentivi che essi possiedono, nonostante l'incidenza del credito bancario sul passivo delle imprese e le garanzie che spesso lo accompagnano. Si verifica una correlazione positiva fra debito bancario posseduto e probabilità di ristrutturazione ed una correlazione negativa rispetto il numero delle banche. Si può desumere che la relazione con una banca possa favorire la ristrutturazione rispetto ad un rapporto transazionale (Schena, 1996). Tuttavia, solo il 3 per cento delle procedure concorsuali sono state avviate ricorrendo al *Chapter 11* del *Bankruptcy Code.*

Il ruolo delle banche nelle situazioni di crisi delle imprese aumenta di rilevanza nei cosiddetti sistemi orientati alle banche. In Germania, le banche inter-

[23] Brevemente, il *chapter 11* permette alle banche di organizzare la ristrutturazione, bloccando le possibili richieste della liquidazione da parte dei creditori, concede una clausola di priorità di rimborso alla risorse finanziarie immesse dopo l'inizio della procedura, non richiede l'unanimità dei creditori per le decisioni e, soprattutto, incentiva la ristrutturazione del debito mediante la trasformazione in capitale di rischio con diritto di voto per le banche per un periodo di due anni.

vengono, abbastanza attivamente, nella soluzione e gestione delle crisi finanziarie delle imprese. La maggiore concentrazione dei rapporti bancari e l'esistenza di un rapporto preferenziale con almeno una banca permette alle imprese di contare su un maggiore impegno di tale banca. Se, da un lato, esistono i tradizionali motivi dell'intervento delle banche nella situazioni di stress finanziario (Edward-Fisher, 1994), legati alla detenzione di partecipazioni, la presenza di propri rappresentanti nei consigli di sorveglianza e l'utilizzo delle deleghe di voto, riconducibili essenzialmente ai rapporti fra grandi banche e grandi imprese, dall'altro occorre segnalare un considerevole grado di partecipazione delle banche, anche nei confronti delle imprese di minori dimensioni. La relazione fra banca e impresa, grazie alla sua stabilità, riesce a creare gli incentivi necessari alle banche per intervenire nelle situazioni di crisi, cercando di agevolare la riorganizzazione. La possibilità di assumere decisioni anche operative, la gamma di strumenti che permette una migliore diversificazione dell'intervento e, soprattutto, l'efficacia dei meccanismi reputazionali per le banche che assumono comportamenti opportunistici nei confronti delle imprese in difficoltà, aumentano la partecipazione delle banche nelle ristrutturazioni, anche di imprese minori.

In Giappone, le banche partecipano e coordinano il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese con cui hanno un rapporto consolidato. L'appartenenza al *keiretsu* aumenta la probabilità di intervento della banca; tuttavia anche le imprese non appartenenti al gruppo godono di un maggior coinvolgimento delle banche, nella misura in cui hanno una relazione consolidata e un grado di concentrazione dei rapporti bancari elevato. Hoshi et al. ((1990) dimostrano come le imprese che hanno una relazione stabile con una banca, evidenziano minori costi delle crisi finanziarie e una maggiore tasso di crescita e di investimento nella fase successiva alla crisi.

In Italia, nonostante l'esistenza di rapporti alquanto frazionati, si rileva una sensibile partecipazione alle ristrutturazioni delle imprese da parte delle banche. Belcredi (1996) sottolinea che solo nel 10% dei casi le banche hanno rifiutato la loro adesione a piani di ristrutturazione proposti. In questo senso, Generale-Gobbi, (1996) hanno individuato una coincidenza positiva fra le banche che hanno una relazione più stretta e coloro che sono più disposte a non lasciare liquidare l'impresa. Il problema si pone nell'individuazione del soggetto disposto e avente l'interesse a prendere l'iniziativa e ad addossarsi l'onere di coordinare gli altri creditori. Il comportamento della banche durante le crisi delle imprese è molto influenzato dalla stabilità della relazione piuttosto che dalla esclusività della stessa. L'esistenza di una relazione stabile aumenta la partecipazione delle banche, teoricamente perché aumenta la possibilità di continuare a lavorare con l'impresa e di recuperare le maggiori risorse o le agevolazioni concesse nel futuro. In questo senso, l'aspettativa che si crea fonda interamente sulla fiducia generata durante la relazione passata e confermata dal

comportamento presente. Fiducia che sembrerebbe non cessare i suoi effetti in presenza di rapporti con altre banche marginali o del ricorso al mercato e che si amplifica con l'esistenza di fiducia generalizzata diffusa nel sistema e che contribuisce ad elevare i livello delle aspettative. Lasciar fallire o non partecipare ad una ristrutturazione è un atto, verosimilmente, reputato più sconveniente in Giappone o in Germania, rispetto al giudizio che riceverebbe in Italia o nei paesi anglosassoni.

Una valutazione più compiuta del ruolo della fiducia dovrebbe essere effettuata in merito al comportamento delle banche nelle fasi precedenti la crisi e alla capacità di cogliere, tempestivamente, i primi segnali e suggerire le linee da seguire. Relazioni più stabili e consolidate, oltre al miglioramento delle informazioni, permettono alle imprese di poter contare sul controllo della banca e sul loro puntuale intervento. Nella realtà, l'esistenza del multiaffidamento induce le imprese ad occultare le difficoltà, a causa dell'assenza di fiducia in un coinvolgimento attivo della banca nella risoluzione dei problemi ed alla certezza sulla richiesta di rientrare nelle esposizioni debitorie o nella riduzione delle linee di credito accordate. L'inserimento delle fasi precedenti nella valutazione dei costi delle crisi finanziarie (Forestieri, 1995) riporta a considerare la migliore capacita di controllare e valutare la rischiosità delle imprese e di ridurre le asimmetrie informative. L'adeguatezza del controllo al livello di rischio costituisce un aspetto importante del rapporto banca-impresa. La relazione stabile con le imprese aumenta le possibilità di controllo. Essa permette una maggiore ampiezza di intervento alla banca e una migliore completezza delle informazioni e, soprattutto aumenta gli incentivi di intervento[24]. Questo aspetto diviene molto importante se si considera la struttura finanziaria delle imprese e l'incidenza del finanziamento bancario. Nei sistemi anglosassoni ad una logica transazionale corrisponde uno scarso ricorso al credito bancario quale fonte di finanziamento. Ciò si traduce in un sostanziale allineamento dei mezzi di controllo ai rischi assunti. Analogamente, nei sistemi orientati alle banche, a esposizioni debitorie complessivamente più elevate nei confronti del sistema bancario corrisponde un intervento delle banche che ne assicura un ampio controllo. Anche il possesso di partecipazioni produce degli indubbi benefici sul controllo e sulla relazione stessa ma non sembra possibile attribuire i migliori risultati raggiunti dalle relazioni alla detenzione di quote azionarie. Ciò è implicitamente dimostrato dai comportamenti assunti dalla banche giapponesi nei confronti delle imprese non appartenenti al *keiretsu* (Hoshi et al., 1990), e da quelli delle

[24] Inoltre, l'attuale orientamento giuridico porta a verificare il cosiddetto "periodo sospetto" che precede una procedura giudiziaria: Questo implica la verifica alle transazioni finanziarie e commerciali, effettuate in un momento in cui erano già note o prevedibili le sorti dell'impresa e che hanno potuto pregiudicare l'asse fallimentare e gli interessi dei terzi.

banche tedesche nei confronti delle imprese di minori dimensioni (Edwards-Fisher, 1994).

In Italia, la situazione riassume le caratteristiche dei due sistemi associando, ad uno scarso controllo delle banche, elevate esposizioni debitorie delle imprese nei confronti del sistema bancario. La situazione che si determina appare critica poiché evidenzia un'elevata rischiosità gestita con ridotti mezzi di controllo, essendo ridotti i legami societari e i legami relazionali. Si determinano comportamenti passivi o adattivi, secondo una logica assicurativa volta al frazionamento dei rischi, che sfruttano una sorta di garanzia collettiva resa possibile dalla partecipazione di più intermediari al finanziamento della singola impresa (Cesarini, 1994).

3. Commitment, intermediazione finanziaria e moral hazard

Il rapporto banca-impresa, come si è visto, è influenzato dal contesto in cui si. Tuttavia, risulta difficile procedere ad una valutazione degli effetti della relazione attraverso un'analisi aggregata oppure condotta su dati e informazioni pubblici poiché si rischia di avere una percezione non definita delle differenze sostanziali esistenti fra scambi ripetuti e relazioni vere e proprie. Inoltre, al fine di poter verificare gli effetti positivi, sia informativi che comportamentali, di una relazione sul rischio di opportunismo, occorre fare riferimento alle sue determinanti interne che orientano e incentivano i comportamenti dei partecipanti. In questo senso, è necessario introdurre il significato e il ruolo del mutual commitment, quale risultato relazionale e driver comportamentale; esso è strettamente collegato alla capacità di creare le condizioni fiduciarie e relazionali che ne consolidano la credibilità e lo fanno divenire un meccanismo di attenuazione dell'opportunismo.

Colin Mayer (1988) ha formalizzato la teoria del *commitment* nell'ambito dell'intermediazione finanziaria. Mayer ha utilizzato i concetti di *mutual commitment* e di relazione di lungo termine per spiegare le evidenze empiriche che provenivano da un confronto internazionale fra i sistemi finanziari definiti *market-based* e i sistemi finanziari definiti *bank-based*[25]. Sono stati perseguiti

[25] Generalmente la distinzione fra sistemi finanziari definiti *market based* e sistemi definiti *bank-based* riguarda alcune differenze sostanziali nel: ruolo delle banche al finanziamento delle imprese, ruolo del mercato al finanziamento delle imprese, struttura proprietaria delle imprese non finanziarie, modello organizzativo-istituzionale delle banche, tipo di rapporto fra intermediari e imprese e possibilità operative concesse dalle autorità creditizie.

I sistemi *bank-based*, tipizzati nei sistemi finanziari della Germania, del Giappone e, in generale, dell'Europa Continentale, vedono un ruolo prioritario delle istituzioni creditizie nel fi-

due obiettivi: spiegare come differenti sistemi finanziari riescono nel finanziamento della crescita e degli investimenti del settore reale, e teorizzare i differenti modelli di finanziamento.

La differenza esistente fra i tassi di crescita dei sistemi bank-oriented rispetto ai sistemi anglosassoni nel finanziamento dell'economia, rappresenta il fenomeno più evidente e attira l'interesse sul ruolo, sulle funzioni e sulle potenzialità posseduti dagli intermediari.

Il risultato principale cui si giunge è costituito dalla correlazione positiva fra l'orizzonte temporale dei finanziamenti e il tasso di sviluppo degli investimenti. L'orizzonte temporale, nell'interpretazione di Mayer, risulta legato all'esistenza di relazioni intermediari-imprenditori di più lunga durata, in grado di risolvere due problemi fondamentali: il *risk sharing* fra prestatore e prenditore e i problemi di *time inconsistency*. Questi due aspetti, insieme all'alterazione del rischio e , quindi, del valore dello scambio, costituiscono le principali componenti dell'opportunismo e del rischio di moral hazard.

In orizzonti temporali estesi, l'incompletezza contrattuale pone un problema di controllo e divisione dei profitti e del rischio nel futuro, laddove persistono situazioni non perfettamente prevedibili. Tale controllo rappresenta uno dei problemi fondamentali del finanziamento alle imprese a causa dell'incompletezza contrattuale che pone un problema di mantenimento degli impegni non formalizzati, assunti nella fase iniziale. Questo conduce al secondo problema di *time inconsistency,* legato al rischio che al variare delle condizioni e del potere contrattuale posseduto, si modifichino gli interessi e la convenienza del mantenimento delle promesse e degli impegni assunti.

La teoria del *commitment* si fonda sulla supposta migliore capacità degli intermediari di creare il *commitment* necessario per la migliore allocazione delle risorse fra i progetti di investimento esistenti, valutati soprattutto sulla base della loro qualità complessiva e su un orizzonte temporale più ampio. Come si è visto, von Thadden (1990) e Fisher (1990) evidenziano che l'allocazione ottimale delle risorse deve valutare l'orizzonte temporale complessivo del rendimento dei progetti e non distorcere gli investimenti verso progetti con rendimenti inferiori ma di breve termine (short-terminism).

---

nanziamento delle imprese, con relazioni strette e di lunga durata ed, eventuale partecipazione al capitale di rischio delle imprese finanziate.

I sistemi definiti *market-based*, identificati nei sistemi finanziari dei paesi anglosassoni o dei paesi dell'America settentrionale, presentano, ovviamente, mercati finanziari sviluppati e un grado di innovazione finanziaria superiore. In generale, le banche non possono avere partecipazioni azionarie in istituzioni non finanziarie e i finanziamenti presentano una durata inferiore e meno orientata al finanziamento del capitale fisso e degli investimenti delle imprese. Le relazioni fra banche e imprese risultano caratterizzate da una maggiore volatilità, nonostante tratti di maggiore similarità si individuano per le imprese di dimensioni contenute. Per un'approfondita analisi si veda Davis (1995

L'esistenza di *commitment* migliora la credibilità degli impegni e dei contratti impliciti, elevando il costo dei comportamenti opportunistici e aumenta le probabilità di rinegoziazione *ex-post* degli accordi per il raggiungimento di una maggiore efficacia rispetto quanto previsto. L'esistenza degli intermediari facilita la creazione e il mantenimento di rapporti di scambio o relazioni di durata più estesa rispetto al mercato, e agevola, quindi, le condizioni per un maggiore grado di mutual *commitment.*

Le attività che legittimano l'esistenza degli intermediari, svolte per superare le condizioni di asimmetria informativa e dei problemi di *moral hazard*, individuate nella produzione di informazioni e nell'attività di monitoring e screening, si completano attraverso la capacità di creare e consolidare relazioni in grado di assicurare un *commitment* reciproco nel lungo periodo.

La produzione di informazioni rimane una caratteristica intrinseca dell'esistenza dell'intermediario. La relazione di lungo periodo necessita della capacità di superare le asimmetrie informative e si fonda sulla capacità di ottenere e assicurare un'informazione più omogenea. Infatti, la ripetizione dello scambio migliora, unicamente, le asimmetrie informative ex-post, continuando ad esistere un tempo t_0 in cui i problemi informativi eserciteranno tutti i loro effetti. Gli incentivi meramente contrattuali, invece, perdono relativa importanza poiché vengono completati dal *commitment*, creato dalla relazione e che sposta l'attenzione sulla vantaggiosità reciproca della partecipazione.

Un punto importante da considerare riguarda il ruolo della esclusività di finanziamento. In entrambe le spiegazioni risulta più efficace un rapporto esclusivo di finanziamento: nell'una, in grado di permettere lo sfruttamento delle economie di scala ed evitare duplicazioni di costi informativi, nell'altra capace di ridurre i conflitti d'interesse e i rischi dovuti ad azioni concorrenziali aggressive nelle fasi intermedie d'attività (Mayer, 1988).

L'esclusività viene definita come un fattore che aumenta la possibilità di *commitment* nella relazione, definendola come una condizione di credibilità del *commitment* (Fisher, 1990). Nel finanziamento protratto nel tempo di un progetto occorre che entrambi i soggetti siano consapevoli che la controparte si impegni nel rispetto delle promesse e degli accordi impliciti:

- l'intermediario vuole essere sicuro di recuperare nel tempo i costi iniziali e di partecipare gradualmente al profitto prodotto dall'impresa senza temere la minaccia della concorrenza nella fase intermedia del progetto, quando le probabilità di successo sono positive ma i costi non sono stati ammortizzati;
- l'impresa vuole essere sicura che la banca non utilizzerà il maggiore potere contrattuale, in una fase in cui il ricorso alla concorrenza sconterebbe i costi e i rischi delle asimmetrie informative, con un peggioramento delle condizioni di finanziamento o nel razionamento delle risorse necessarie al completamento del progetto.

La teoria del *commitment* giunge, al pari della teoria dell'intermediazione come "attività di monitoraggio", a definire l'esclusività del rapporto come una condizione vantaggiosa in equilibrio: il "monitoraggio" come spiegazione della maggiore efficienza e del minor costo dell'intermediazione e degli scambi prodotti, il mutual *commitment* come spiegazione della migliore efficacia raggiunta dai rapporti con istituzioni finanziarie e dall'utilizzo degli strumenti finanziari da esse offerti.

Nella realtà si riscontra una situazione profondamente differente dalle conclusioni teoriche a cui si è pervenuti. Sia nei paesi *market*-oriented che nei paesi *bank-oriented* si riscontra l'esistenza di una pluralità di rapporti fra singola impresa e intermediari finanziari[26] e la tendenza delle imprese ad affrancarsi da rapporti troppo intensi con un intermediario finanziario[27]. La ragione di tale comportamento può essere trovata nell'analisi dei meccanismi del *commitment* e del tipo di rapporto esistente fra banca e impresa. Infatti, il problema deve essere posto in termini differenti: la concorrenza esercitata dagli altri intermediari

[26] In Italia, il multiaffidamento costituisce una modalità di rapporto banca-impresa estremamente diffusa. Sono state proposte numerose spiegazioni a tale fenomeno, sia di natura teorica sia di estrazione più pratica. Il multi*bank*ing costituisce un fenomeno complesso, legato ai differenti contesti istituzionali e ai percorsi storico-evolutivi. In prima approssimazione, dal lato delle imprese, esso può essere ricondotto:

- all'utilizzo della concorrenza bancaria per ottenere effetti positivi sul costo (ma non sulla disponibilità, sull'utilizzo delle garanzie e delle differenti clausole contrattuali, sui costi delle crisi finanziarie);
- alla volontà delle imprese di non risultare "*informationally captured"* e subire l'esercizio di un eccessivo potere contrattuale delle banche;
- all'incapacità delle banche di offrire una gamma completa di servizi finanziari capace di soddisfare i bisogni delle imprese; all'assenza di una cultura collaborativa adeguata.
- Dal punto di vista delle banche il fenomeno può essere ricondotto:
- alla volontà delle banche di ridurre la rischiosità dei portafogli frazionando i rischi;
- all'eccessiva onerosità o all'incapacità di valutare correttamente il rischio di credito e di porre in essere un pricing adeguato;
- all'asimmetria dimensionale delle banche rispetto le imprese;
- all'assenza di una cultura partecipativa e alla presenza di modelli di comportamenti antagonistici;
- all'atteggiamento assunto storicamente dalle autorità creditizie e all'imprinting impresso al sistema bancario (la cultura della separatezza),
- all'arretratezza e alle difficoltà di cambiamento verso un maggiore orientamento al cliente che richiede il passaggio dalla gestione di un'interdipendenza sequenziale verso un'interdipendenza reciproca.

[27] Si vedano le analisi di Rajan, (1992), Diamond, (1989), Hoshi-Kashyap-Scharfstein, (1990), Edwards-Fisher, (1994), Petersen-Rajan, (1994)

non dovrebbe essere intesa *a la Mayer* (1988), quale pericolo per l'esclusività e detrimento degli effetti positivi del mutual *commitment*.

Il *commitment* si fonda sugli investimenti specifici, sul maggiore valore relazionale, sulla maggiore convenienza dei comportamenti non opportunistici e sull'esistenza di fiducia fra i soggetti che interagiscono. La durata del rapporto, la numerosità dei concorrenti esistenti, la molteplicità dei rapporti con il sistema bancario, l'efficienza e il grado di sviluppo del mercato non devono essere considerati i presupposti del mutual *commitment*.

La concorrenza, attuale o intesa come minaccia potenziale, proveniente dal mercato o dagli altri intermediari finanziari, rappresenta l'opzione exit della relazione e, paradossalmente, si configura come garanzia della correttezza di comportamento delle banche. Il rapporto fra intermediari e imprese dovrebbe fondarsi sulla credibilità del commitment e sulla fiducia relazionale, intesa come valutazione soggettiva delle probabilità attribuite ai comportamenti positivi della controparte nei propri confronti. Gli altri intermediari e il mercato vengono, quindi, ad assumere la natura di alternativa alla relazione poiché il commitment atteso si basa sull'esistenza di fiducia, che richiede sempre l'esistenza della possibilità di defezionare per evitare comportamenti obbligati che tramuterebbero la relazione in dipendenza, caratterizzata da situazioni di hold-up o dall'assenza di un libero processo di valutazione (Lorenz, 1989)[28].

In questo senso, il multibanking potrebbe essere definito sia come la quota di concorrenza utilizzata per ridurre i comportamenti monopolistici e il potere contrattuale della banca all'interno di determinati rapporti ma, anche come l'incapacità delle banche e delle imprese di creare le condizioni del commitment e della fiducia necessarie ad una relazione, superando le logiche di breve termine, l'eccessivo e poco costruttivo utilizzo di covenants e di strumenti atti a creare esclusivamente delle sanzioni economiche.

In questo senso, il moral hazard rimane, fondamentalmente, poco presidiato, venendo a mancare sia la possibilità di sperimentazione graduale dei comportamenti e, quindi, le informazioni esperenziali rilevanti, sia la capacità di induzione di comportamenti migliori volti a ridurre il rischio di frodi e, complessivamente, il rischio di credito legato all'alterazione degli accordi iniziali.

---

[28] La fiducia necessità di una situazione di rischio, un generico pericolo non configura la presenza di fiducia poiché non lascia la possibilità di scelta se subire o meno tale situazione. Come ha ben specificato Luhmann (1989), il pericolo è una situazione che conduce alla non esistenza di scelta e alla passività di comportamento, il pericolo incombe sull'individuo, egli può avere fede o confidare in uno stato di natura futuro migliore ma non può gestire il pericolo, può far ricorso a misure preadattiva ma non può in ogni caso sottrarsi ad esso. La relazione tra presenza di rischio e fiducia presuppone una possibilità di azione e di decisione, l'individuo può scegliere se riporre fiducia oppure astenersi dal farlo perdendo i vantaggi possibili conseguenti. Come evidenzia Lorenz (1989), si parla di rischio connesso a comportamenti umani non ad eventi naturali in cui si configurerebbe la necessità di *faith o reliance*.

Esistono alcuni elementi da approfondire che necessitano di alcune riflessioni ulteriori legate al significato di *commitment*, al ruolo dei meccanismi che contribuiscono a crearlo e delle dimensioni su cui fonda una relazione. Ciò contribuisce a chiarire alcuni aspetti della tesi avanzata da Mayer (1988) che rivela un eccessivo automatismo-determinismo fra la durata della relazione e i comportamenti dei soggetti coinvolti, posta l'esistenza di un problema di *time inconsistency*, di controllo della suddivisione dei profitti attesi e, quindi di rischio di *moral hazard ex-post*.

3.1. Una definizione di commitment

L'aver fatto precedere la trattazione della teoria del commitment alla definizione dello stesso non è stata una scelta casuale e riflette l'esistenza di un problema interpretativo più che metodologico. Infatti, la teoria del *commitment* sembra trascurare proprio il significato del *commitment*, dandone per scontata un'accezione univoca e diffusa, proveniente dall'osservazione empirica dei suoi effetti, in una logica eccessivamente deterministica, che lega la sua creazione ed esistenza alla durata dello scambio finanziario e all'orizzonte temporale del finanziamento.

Sotto profilo semantico, il termine *commitment* pone dei problemi interpretativi poiché assume un significato che impedisce di tradurlo semplicemente come *impegno* ma, allo tempo, non possiede la forza per essere tradotto come *obbligazione* o *vincolo*. Il termine sembra assumere un significato più dinamico, quasi a denotare un interessamento forte a compiere qualcosa ma non in virtù di un accordo formale e vincolante[29], un monito implicito all'assunzione di particolari comportamenti deleteri e scorretti ed un incentivo all'assunzione di altri più favorevoli alla relazione e agli obiettivi.

Il significato di *commitment* pur possedendo una definizione comune, richiede un duplice livello di analisi per poterne cogliere le condizioni e gli effetti esercitati sulla relazione e, soprattutto, sui comportamenti dei soggetti coinvolti.

Il *commitment* rappresenta la propensione e l'orientamento a non assumere comportamenti opportunistici, contraddittori o divergenti rispetto agli accordi e le promesse iniziali, espliciti o impliciti, alle intenzioni espresse in precedenza e agli obiettivi ritenuti condivisi. Il contenuto delle promesse e degli accordi, come per i contratti impliciti, non sempre possiede contorni ben delineati e la-

[29] Il dizionario Zanichelli propone il termine *commitment* per indicare l'esistenza di un *attivo interessamento ai problemi sociali e politici* ma non lo utilizza, in nessun caso, per tradurre il termine italiano *impegno.*

scia spazi di indeterminatezza dei comportamenti in relazione al verificarsi di situazioni particolari.

Gli effetti dei comportamenti previsti nella definizione di *commitment,* non essendo definiti, possono variare da un contenuto minimalista fino ad assumere un valore incrementale per il risultato dell'interazione. Ciò dipende dai soggetti coinvolti, dalla tipologia del rapporto esistente e dagli incentivi e dalle motivazioni del *commitment*.

Nell'ambito di un rapporto fra intermediario e impresa, un *commitment* minimalista può essere definito come l'orientamento dell'intermediario a non modificare i termini e le condizioni del finanziamento, mentre per l'impresa può essere individuato nella non riduzione del proprio fabbisogno finanziario affidato dalla banca considerata. Si tratta di un orientamento verso i fondamentali delle promesse, con poche probabilità di un ampliamento dei contenuti e dei comportamenti anche se può rappresentare il primo stadio di una collaborazione più proficua. In alcuni casi, il *commitment* minimalista può assumere, addirittura, una connotazione negativa, trasformandosi da orientamento naturale e conveniente a comportamento "forzoso", legato all'esistenza di costi iniziali non recuperabili o di costi d'uscita molto elevati.

Il *commitment* incrementale è fondato su presupposti alquanto diversi e può contribuire ad "incrementare" e migliorare il risultato complessivo e l'efficacia della relazione, attivando non solo i comportamenti necessari ma estendendosi a quelli non previsti e più efficaci rispetto gli accordi iniziali. La differenza fra le due accezioni si manifesta nel corso del tempo e della relazione, modificandosi l'approccio e le valutazioni successive: Nel commitment minimalista sono legate alla considerazione e al calcolo dei costi sostenuti e dei comportamenti; nel commitment incrementale sono fondate sul valore della relazione (surplus relazionale), sulla fiducia e, quindi, sulle aspettative di comportamento della controparte.

Il commitment minimalista

Una definizione minimalista del *commitment* può essere ricondotta a quella adottata da Di Battista-Grillo (1988) nell'ambito dell'applicazione della teoria dei mercati contendibili all'industria bancaria. Essi partono dalla definizione di *sunk costs,* definiti come costi non recuperabili, per analizzare l'esistenza di vincoli all'entrata o all'uscita dal mercato di eventuali imprese. Le conclusioni a cui pervengono segnalano l'esistenza di costi sommersi marginali, ad eccezione dei rapporti di finanziamento ed, in particolare, dei rapporti di finanziamento mediante prestiti bancari. Sebbene il loro approccio si riferisca all'attività complessiva della banca e la definizione di *commitment* venga formulata per il soggetto economico, essa coglie in pieno le caratteristiche del

commitment minimalista, dove l'impegno deriva unicamente dalle possibilità di recupero dei costi sostenuti e dagli impegni contrattuali assunti e non ripudiabili, piuttosto che da una valutazione del risultato finale raggiungibile.

La definizione di *commitment* che si ottiene lo interpreta come un coinvolgimento forzoso sebbene non vincolante, se si prescinde dall'esistenza di eventuali contratti di lungo termine, dove non esiste una possibilità di uscita se non associata al sostenimento di un costo. Esso è costituito dall'insieme delle risorse impiegate, e non ancora recuperate, nello scambio Detto costo, quindi, rappresenta tanto un incentivo credibile alla prosecuzione del rapporto quanto un efficace deterrente a comportamenti opportunistici. Il *commitment* minimalista fonda, quindi, la sua credibilità sulla specificità dei costi sostenuti (gli investimenti specifici di Williamson, 1975)[30] e su una "dipendenza da risorse". Quanto maggiori sono la specificità dell'investimento in informazione e nella costruzione del rapporto[31] e la dipendenza dalle risorse finanziarie della banca (soprattutto in termini rischio), tanto maggiori saranno la durata attesa (condivisa) e il grado di *commitment* esistente fra le parti. L'incompletezza contrattuale diffusa e il ricorso ai contratti impliciti, nell'ambito di scambi ripetuti nel tempo e di tipo bilaterale, pongono l'esigenza della credibilità degli accordi e delle promesse e, richiedono la credibilità delle intenzioni. La reputazione può essere un meccanismo di tutela ma risulta vincolata ad alcune condizioni esterne non manovrabili dai soggetti che potrebbero renderla non sufficiente. Nell'ambito di un rapporto fra banca e impresa, gli aspetti principali del *commitment* minimalista riguardano l'impegno della banca: a non modificare a proprio vantaggio i termini dello scambio e del finanziamento nelle fasi di minor potere contrattuale dell'impresa, a non ridurre la disponibilità di credito, a renderlo, ragionevolmente, coerente, alle esigenze finanziarie future, a non modificare la propria condotta, tenendo fede alle promesse effettuate e non sfruttando il proprio potere monopolistico. La banca, prima di anticipare i costi necessari, ha bisogno di credere che l'impresa rispetterà gli accordi, non si rivolgerà alla concorrenza, sarà puntuale nei pagamenti, non tenterà di appro-

[30] Gli investimenti specifici possono essere di varia natura. La specificità può essere riferita al sostenimento di costi ed investimenti in capitale fisico o in capacità produttiva ma assume la medesime rilevanza un investimento in formazione e competenze, quindi in risorse umane dedicate. Per le banche ciò è difficilmente determinabile a causa della natura congiunta dei costi e della produzione. tuttavia esempi di costi diretti potrebbero essere rappresentati dai costi di acquisto di osservatori e rapporti di previsione per clienti importanti appartenenti a settori critici oppure i costi di informazione e formazione del personale per l'acquisizione e sviluppo di clienti particolari. E' possibile rilevare una specificità geografica legata alla relazione, per le banche si pensi agli sportelli leggeri posti all'interno di una grande azienda o nelle immediate vicinanza di un cliente particolarmente importante per l'esistenza di convenzioni con i suoi dipendenti.

[31] Misurati dai costi diretti sostenuti (attività degli sviluppatori piuttosto che campagne pubblicitarie credibili o stipule di convenzioni con organismi rappresentativi o di categoria).

priarsi di quote maggiori del surplus prodotto, non assumerà rischi inutili e superiori a quelli iniziali e che continuerà a fornire le informazioni necessarie per il proseguimento del rapporto.

Gli aspetti citati risultano migliorabili agendo sulla distribuzione temporale dei costi e sulle clausole contrattuali. L'utilizzo delle garanzie accessorie e di strumenti finanziari particolari, si pensi ai *loan commitment*[32], risultano in grado di ridurre i rischi di scarsa credibilità, eliminando la necessità di fiducia reciproca ed aumentando i costi di interruzione. La durata attesa del rapporto diviene, quindi, funzione del periodo di ammortamento dei costi iniziali e dell'ottenimento di un congruo compenso, slegandosi da qualsiasi obiettivo comune o dipendenza motivazionale del rapporto.

Il commitment incrementale

L'accezione di *commitment* utilizzata da Mayer (1988), per quanto poco spiegata nelle sue caratteristiche intrinseche, assume un ruolo più dinamico all'interno dell'interazione finanziaria, in grado di assicurare un livello di performance complessivo più alto e di creare la consapevolezza che la controparte porrà in essere un comportamento adeguato e, comunque, non sfavorevole. L'attenzione si focalizza sull'importanza della durata attesa della relazione nello stimolare azioni, volontarie o forzose, in grado di migliorare il risultato finale per entrambi. *Il commitment incrementale non è un vincolo forzoso all'adempimento delle promesse, esso rappresenta una propensione e un orientamento ad un comportamento in grado di migliorare le posizioni e i risultati dello scambio.*

Il *commitment* incrementale assicura la partecipazione dei soggetti su orizzonti temporali estesi. La durata attesa della relazione si amplia e il processo decisionale tende a considerare gli effetti reciproci delle azioni poste in essere.

---

[32] Il loan *commitment* rappresenta uno strumento caratterizzato dall'impegno della banca a fornire una data quantità di credito, su richiesta del cliente, all'interno di uno specifico periodo e a condizioni pre-determinate, a fronte del pagamento di una commissione iniziale *(commitment fee)*. L'utilizzo di tale tipologia di strumenti contribuisce a dare maggiore flessibilità all'utilizzo delle risorse finanziarie e implica la creazione e l'esistenza di un rapporto finanziario differente dal rapporto spot che si può creare sul mercato. Essi permettono una riduzione della rischiosità dell'attivo bancario e del moral hazard degli investitori (asset substitution e effort reduction) grazie al tasso di interesse minore (Boot-Thakor, 1992), migliora il *commitment* dell'impresa, grazie all'anticipo di una parte dei costi (commitment fee) (Boot, Thakor, Udell, 1992), migliora la possibilità di signalling delle imprese mediante la scelta fra *commitment* rate e *commitment* fee (Boot, Thakor, Udell, 1987) e mediante la scadenza del prestito prescelta (Diamond, 1991), rinforza il rapporto di finanziamento e fornisce una spiegazione aggiuntiva all'esistenza della banca, entità in grado di assicurare il rispetto degli impegni assunti anche in presenza di time inconsistency (Boot, Thakor, Udell, 1992).

Davis (1995) attribuisce al *commitment* incrementale una connotazione di intangibilità e indefinitezza, non potendosi formalizzare in alcun modo. I comportamenti derivano dalle valutazioni contingenti effettuate nei diversi stati di natura creatisi ed oltrepassano i contenuti minimalisti accennati.

Occorre specificare che il *commitment* incrementale conserva la componente economica alla base delle motivazioni dell'agire. Tuttavia, ad essa si aggiunge una dimensione meno economica, legata alla formazione di reciproca fiducia e alla consapevolezza che la cooperazione può, effettivamente assicurare risultati migliori. Si aggiunge alla dipendenza da investimenti specifici e da risorse, una dipendenza motivazionale, legata all'importanza degli obiettivi e delle potenzialità associate alla relazione. In questo senso, il *commitment* acquisisce anche una connotazione etico-morale nello scambio, in grado di creare "un desiderio persistente di mantenere in vita una relazione considerata importante e su cui si è effettuato un elevato investimento motivazionale" (Tracogna, 1995) oltre che economico.

La dipendenza motivazionale della banca non può essere ricondotta al valore assoluto posseduto dalla relazione per la banca ma verificata in un'ottica relativa al singolo cliente e, in termini aggregati alla clientela complessiva. La creazione e lo sviluppo di una relazione hanno un costo che potrebbe essere difficilmente giustificabile per le imprese marginali. La razionalità della dimensione relazionale deriva dal valore specifico complessivo. Per la banca, è legato alla continuità del rapporto, alla riduzione dei rischi connessi, sia di credito sia di natura finanziaria, ai benefici che derivano dalla conoscenza dei fabbisogni finanziari e del loro andamento temporale e, in generale, dalla maggiore completezza informativa.

La dipendenza motivazionale individuabile all'interno di una relazione finanziaria fra banca e impresa appare riconducibile, in estrema sintesi, alle aspettative di valore relazionale creabile, a livello assoluto, per l'impresa e a livello aggregato per la banca. L'asimmetria dimensionale e le caratteristiche evidenziate possono determinare situazioni cosiddette *"buyer-maintained"* dove l'investimento motivazionale appare sbilanciato in favore della banca. Tuttavia, la considerazione complessiva delle risorse dedicate e dei vantaggi ottenibili, il rischio reputazionale e l'impatto sulla quota di mercato, contribuiscono ad incrementare l'interesse e la propensione al mantenimento di una relazione e a ridurre la minaccia di comportamento opportunistico o scorretto.

In termini meno teorici, il *commitment* coinvolge e modifica alcune componenti del rapporto banca-impresa, da un punto di vista decisionale ed operativo. Ci si riferisce al comportamento nei casi di crisi finanziaria, all'utilizzo delle garanzie e delle clausole accessorie, alle condizioni del credito, agli scambi informativi, al finanziamento degli investimenti e alla loro valutazione preventiva e in corso di esecuzione. Il *commitment* incrementale è quello che ottimizza la gestione delle situazioni più critiche e importanti per il consolidamento della

relazione: le situazioni di crescita e di sviluppo dell'impresa e le fasi di financial distress.

Il tentativo di definire l'essenza e il ruolo del *commitment* ha evidenziato l'impossibilità di ricondurlo a fattori oggettivi e empiricamente commensurabili. L'orientamento a fornire spiegazioni del *commitment* fondate sulla numerosità dei rapporti intrattenuti con il sistema bancario, sul grado di concorrenza esistente fra le banche, sul costo e sulla disponibilità del credito, sulla durata della relazione calcolata come dato consuntivo piuttosto che in termini attesi, sugli strumenti finanziari utilizzati, ne attribuisce una connotazione troppo meccanica. Il *commitment* costituisce il risultato di una serie di eventi, situazioni, decisioni, comportamenti e percezioni che agiscono, in maniera simultanea, sull'esperienza dei soggetti e sul contenuto informativo a loro disposizione. Essi che contribuiscono a modificare il grado di fiducia reciproco e gli incentivi etico-economici che sviluppano il *commitment*. La banca o l'impresa che vuole dare luogo ad una relazione in grado di creare valore e di ridurre l'incertezza, non può esimersi dall'ampliare i suoi orizzonti di valutazione, sia in senso sincronico che diacronico, al fine di considerarne gli effetti non solo economici. L'esame della fiducia e dei meccanismi che la governano chiarisce i legami esistenti fra informazione, reputazione, fiducia e *commitment* e focalizza l'attenzione sugli effetti "collaterali" dei comportamenti sul livello di incertezza e sulla sua gestione.

3.2. Una valutazione del costo del commitment

Il costo del commitment ha assunto un valore reale dal momento in cui si è assunto che i contratti completi, costruiti senza costo, non costituivano un modo reale di gestire l'incertezza, legata agli stati di natura futuri e al comportamento altrui. La situazione di informazione asimmetrica, l'impossibilità di certezza contrattuale e la presenza di non conoscenza e controllo dei fatti e dei comportamenti futuri, ha individuato i costi di commitment nei costi di agenzia e nei costi delle penalità e sanzioni previste. Sono i costi sostenuti per allineare gli interessi divergenti del principal e dell'agent e per incentivare i comportamenti verso il perseguimento dei medesimi obiettivi.

L'estensione dell'orizzonte temporale, l'abbandono dell'unicità dello scambio e il ricorso a contratti impliciti ha posto il problema dell'esistenza del commitment e della sua credibilità. Tutto ciò rimanda al suo costo, quale indice della credibilità delle intenzioni dei soggetti a non deviare dalle promesse e dagli accordi iniziali, soprattutto se non formalizzati.

Alcuni modelli hanno individuato il costo della credibilità del *commitment* nella somma dei costi associati alla perdita di reputazione e alla perdita dei fu-

turi benefici e dei costi specifici sostenuti per la costruzione del rapporto di scambio, scontata del guadagno immediato conseguito mediante il mancato rispetto dell'accordo.

La definizione del *commitment* adottata determina l'impossibilità di giungere ad un calcolo esatto dei costi del *commitment incrementale*[33], limitando le valutazioni al calcolo dei costi specifici non recuperabili, aumentati da una ragionevole stima dei costi-opportunità futuri associati all'interruzione del commitment. Esistono due componenti di costo: una legata agli investimenti specifici e ai costi non recuperabili, l'altra legata ai costi opportunità generati dal deterioramento del rapporto e dal mancato perseguimento degli obiettivi possibili.

La valutazione del costo della credibilità del *commitment* mediante la valutazione dei costi legati agli investimenti specifici non recuperabili che assumono la natura di *sunk cost* rappresenta un approccio parziale. Infatti, un rapporto di scambio continuato nel tempo, sviluppa una certa dipendenza reciproca, legata non solo all'esistenza di investimenti specifici ma agli obiettivi sinergici, alla riduzione del loro tenore e alla possibile difficoltà di sostituzione delle risorse, oggetto dello scambio (Tracogna, 1995). A ciò, sebbene di difficile valutazione, occorre aggiungere la perdita del surplus relazionale complessivo.

Con riferimento agli investimenti specifici, si individuano tre categorie di specificità: di prodotto, d'impresa e di soggetto (Di Battista, Grillo, 1988). La *specificità di prodotto* si riferisce all'esistenza di beni capitali destinabili alla produzione di uno specifico prodotto e non riconvertibili a produzioni alternative. La *specificità d'impresa* si riferisce all'esistenza di beni capitali non utilizzabili al di fuori dell'impresa d'origine oppure di costi che cessano di avere qualunque utilità per soggetti differenti dall'impresa che li ha sostenuti.La *specificità di soggetto* si riferisce a tutti quei costi sostenuti in riferimento al soggetto con cui si scambiava, riferiti al complesso intreccio di esigenze, bisogni e rapporti interpersonali che, ovviamente, cessano di avere qualsiasi ragion d'essere al di fuori del rapporto in questione.

La valutazione di tutte le classi di costo non deve avvenire in riferimento a quanto già guadagnato (o contabilmente ammortizzato) quanto piuttosto al grado di utilità che esercitano nel presente. Una corretta misura della loro utilità e, quindi, del valore del *commitment* può essere desunta dal costo necessario per reintegrarli nell'ambito di una differente relazione, a parità di utilità prodotta.

---

[33] Il *commitment* esercita un ruolo importante nella disponibilità a scambiare e la sua credibilità possiede grande rilevanza sul risultato finale. Il costo del *commitment* e della sua credibilità dovrebbe considerare i costi specifici non recuperabili, nel caso di contenuto minimale, e, nell'ipotesi più estesa, il costo della fiducia e del suo valore opportunità (valutato in termini di comportamenti migliorativi del risultato finale raggiunto attraverso l'esistenza di una relazione fiduciaria).

Per le banche, questa valutazione risulta complessa a causa della natura multi-prodotto di una banca e della congiunzione economico-distributiva dei prodotti-servizi bancari. Limitando la riflessione ad un rapporto di finanziamento, la sua erogazione presuppone il sostenimento di un costo complessivo dipendente da: il costo delle risorse finanziarie; i costi operativi; i costi di copertura del rischio assunto; gli altri costi indiretti e di capitale.

- Il costo delle risorse finanziarie impiegate non rappresenta una classe di costo in grado di esercitare effetti sulla credibilità del *commitment*, dato che in caso di restituzione si configura al limite un costo opportunità derivante dal reinvestimento delle stesse.
- La classe di costo più importante, all'interno di cui si concentrano i costi non recuperabili, è rappresentata dai costi operativi. Al suo interno si collocano i costi diretti e i costi indiretti, legati al processo produttivo necessario all'erogazione del prestito. Si ritrovano: i costi di ricerca-promozione-sviluppo di un cliente, i costi del personale, i costi di informazione, i costi di analisi, i costi della decisione, i costi di sviluppo e commerciali, i costi di relazione e tutti gli altri costi variabili sostenuti per il monitoring del prestito. In caso di cessione del credito, la recuperabilità delle classi di costo citate risulta fortemente dubbia a causa della loro natura anticipata e della necessità del soggetto acquirente il credito di verificare l'attendibilità delle informazioni e delle analisi compiute e della rischiosità attribuitagli. Nell'ipotesi di interruzione del rapporto e di restituzione del prestito, la perdita sarà ancora più consistente, essendo completamente nulle le possibilità di recupero. Esiste, inoltre, un effetto aggiuntivo legato alla perdita dell'investimento iniziale in informazione che avrebbe esercitato il suo effetto nel prosieguo della relazione. Molti dei costi citati, sommersi all'interno della banca, avrebbero costituito il bagaglio esperenziale e informativo su cui si sarebbero fondati il giudizio e i comportamenti successivi e che avrebbe ridotto i futuri costi in tal senso
- I costi di copertura si riferiscono al costo necessario per coprire la posizione di rischio sia di credito che finanziario, assunta nei confronti del prenditore, tale costo risulta anch'esso non recuperabile.
- Gli altri costi indiretti e di impianto rappresentano una parte marginale nel caso di un rapporto di finanziamento ordinario poiché si può ipotizzare l'assenza dell'investimento in capitale fisso specifico o in attrezzature dedicate[34].

[34] Si potrebbe ipotizzare al limite la possibilità di acquisti di software o di sistemi hardware a seguito dell'importanza relativa del cliente, ma risulta un caso molto raro e, comunque, completamente recuperabile nell'ipotesi che non crei capacità produttiva in eccesso.

In definitiva, i costi di interruzione di un rapporto di finanziamento esercitano un effetto rilevante nella misura in cui vengono considerati in termini di utilità futura. Molti costi, benché già spesati in conto economico, non cessano di possedere un'utilità positiva successivamente al periodo di competenza ed aumentano il costo del *commitment* in relazione alla rilevanza del volume dell'attività posta in essere in contropartita con il soggetto. Un'analisi prettamente contabile non riesce a dare evidenza dell'effettivo costo della credibilità del *commitment* se non si considera la ricorsività degli scambi, aventi il medesimo contenuto di costo (le informazioni) in riferimento a prodotti con valore differente e protratto. Inoltre, una relazione si manifesta nello scambio di un set di prodotti e servizi, su cui occorrerebbe calcolare l'effetto opportunità. La considerazione di una relazione comporta la valutazione del surplus relazionale difficilmente incapsulabile in voci di costo analitiche. I comportamenti posti in essere, le informazioni raccolte, i numerosi prodotti-servizi offerti, i molteplici punti di osservazione esistenti, la durata temporale, la ripetizione delle interazioni assumono un contenuto che oltrepassa il valore economico per esercitare i suoi effetti sulla reputazione e sulla fiducia reciproca. Ogni atto produce un duplice effetto legato alla dimensione economica ma anche alla dimensione etico-sociale. Ciò comporta che, a fronte del medesimo costo e della medesima operazione, si abbia un aspetto tangibile, il ricavo, e un aspetto intangibile che costituisce una riconferma e un rafforzamento delle opinioni esistenti e del *commitment*. Contestualmente, ciò produce un aumento dell'utilità attesa e della credibilità del *commitment,* dovute al maggior valore creato.

4. La fiducia: definizione e caratteristiche

La fiducia costituisce un presupposto importante per lo sviluppo di un mutual commitment che riesca a qualificare un rapporto di scambio. Il mutual commitment rappresenta, a sua volta, una condizione essenziale per la valutazione del moral hazard e per la previsione del rischio di opportunismo. Una definizione schematica della fiducia, del suo ruolo e, soprattutto, delle condizioni che ne favoriscono lo sviluppo, rappresenta una necessità teorica, ancorché metodologica, per la successiva valutazione degli aspetti qualitativi del rischio di credito legati alla dimensione comportamentale delle imprese. Accanto a questa esigenza, l'approfondimento di questi aspetti relazionali costituisce una modalità per focalizzare l'attenzione sugli effetti collaterali dei comportamenti gestionali adottati, contribuendo a creare una sorta di sensibilità strategica che, se sviluppata, può divenire patrimonio culturale della banca che completa il

tradizionale approccio finanziario e commerciale che caratterizza il *corporate banking.*

Il termine fiducia[35] è stato introdotto all'attenzione degli studiosi di economia, già nel 1900 da J. S. Mill che la additava come uno dei fattori esplicativi delle differenze di competitività esistenti fra popolazioni e sistemi produttivi localizzati in differenti aree geografiche. Ad essa attribuiva la medesima importanza associata al possesso di risorse naturali, di competenze e conoscenza.

"La fiducia si configura come il grado soggettivo di aspettativa, posseduto ed attribuito da un individuo (trustor), al comportamento futuro non opportunistico assunto da un altro soggetto (trustee), rilevante per la decisione attuale e non controllabile temporalmente o in assoluto". (Gambetta, 1989). Questa definizione, tuttavia, necessità di ulteriori specificazioni, in assenza delle quali si giungerebbe a definire fiducia qualsiasi previsione del futuro.

In primo luogo la fiducia necessità di una situazione di incertezza. Un generico rischio o l'esistenza di un pericolo non configurano la presenza di fiducia poiché il primo può essere gestito su base frequentista oppure essere diversificato e ridotto, il secondo non offre la possibilità di scelta se subire o meno tale situazione (Luhmann, 1989). *La relazione tra presenza di rischio e fiducia presuppone una possibilità di azione e di decisione,* il soggetto può scegliere se riporre fiducia oppure astenersi dal farlo, evitando gli svantaggi ma perdendo i possibili vantaggi conseguenti (Lorenz, 1989)[36]. In questo senso, la fiducia si configura in situazioni in cui la scelta e l'azione, conseguente all'atto di fiducia, *presuppongono la possibilità di un danno maggiore del vantaggio a cui si aspira***,** circostanza che può indurre a pentirsi dell'azione intrapresa e dalla fiducia accordata (Deutsch, 1958)[37].

Le aspettative o l'opinione riguardanti il futuro, nella fattispecie il comportamento assunto dal soggetto in cui si ripone fiducia**,** *devono avere immediata e diretta attinenza con la nostra decisione di comportamento.* Non si può parlare di fiducia in situazioni in cui le decisioni future e le azioni intraprese da parte del *trustee* non abbiano rilevanza per le decisioni attuali del trustor. La fiducia

---

[35] Nell'antica Roma il termine fiducia *(fides)* era utilizzato per indicare l'elemento morale che permea gli accordi sociali. Non esiste un'interpretazione univoca del significato del termine fiducia, a causa dei molteplici usi e degli ambiti profondamente diversi in cui viene usato. Spesso accade che si determinino incomprensioni sulle condizioni che ne determinano l'esistenza e che generano confusione o mescolanza tra concetti come reputazione, *reliance, faith, trust* e *confidence.*

[36] Ovviamente, si parla di rischio connesso a comportamenti umani non ad eventi naturali in cui si configurerebbe la necessità di fede o speranza.

[37] Va da sé che un danno inferiore al guadagno ambìto rappresenterebbe una scelta razionale e ottimizzante che escluderebbe a priori la necessità e presenza di un qualsiasi sentimento fiduciario basandosi su un mero esercizio di calcolo.

è necessaria nelle situazioni di "interazione strategica", cioè quelle situazioni in cui il comportamento di un soggetto dipende da quello assunto dall'altro partecipante allo scambio. Infatti, si impone un certo grado di partecipazione dei soggetti coinvolti. *L'impegno, la riflessione e il ruolo attivo del trustor diventano un prerequisito* affinché si abbia un affidamento nell'altrui agire con cognizione di causa. Tuttavia, questo comportamento non rappresenta un momento di puro calcolo. Williamson (1993) sostiene che ciò sarebbe un controsenso ed equivarrebbe alla negazione della fiducia[38]. L'impegno del *trustor* riguarda la valutazione effettuata sulla base della sua esperienza privata e passata, sulla reputazione e sulle altre informazioni per valutare quali comportamenti potrà aspettarsi dal soggetto con cui interagisce[39].

Le decisioni più prettamente economiche seguono o integrano il momento fiduciario e, anzi, si arricchiscono della capacità di ridurre la complessità, grazie all'eliminazione delle eventualità più remote (Luhmann, 1979). La fiducia permette di ridurre la complessità rendendo più agevole il calcolo. Nessun autore afferma l'inutilità del calcolo ma esistono condizioni che ne denunciano la limitatezza, di fronte cui occorrono altri meccanismi quali la fiducia. Luhmann definisce la fiducia complementare al calcolo perché permette di agire con maggiore tempestività, dove l'informazione imperfetta e la razionalità limitata dell'individuo rendono troppo lenta l'azione o rischiano di bloccarla. In questi casi, l'esperienza personale, la conoscenza e la ricorsività delle interazioni permettono di semplificare lo scambio.

La fiducia richiede l'esistenza di un grado sufficiente di libertà d'azione sia da parte del *trustee* che del *trustor*. La possibilità di defezionare dal comportamento fiduciario deve essere una possibilità concreta per entrambe le controparti; la presenza di comportamenti obbligati elimina l'esistenza di fiducia in quanto traduce la fiducia in dipendenza (oppure calcolo) basata su altre condizioni. Affinché la fiducia diventi rilevante nella relazione fra due soggetti, deve esistere sempre la possibilità di comportamento opportunistico e di defezione (Dunn, 1984).

D'altro canto, *la presenza illimitata di possibili azioni alternative riduce il valore della fiducia* poiché consente un tale numero di opzioni possibili da far tendere a zero il valore della fiducia e il legame fra i comportamenti connessi,

---

[38] "[...] *it is redundant at best and can be misleading to use the term "trust" to describe commercial exchange for which cost-effective safeguards have been devised in support of more efficient exchange* [...]" (Williamson (1993)

[39] Si potrebbe giungere a dire che la fiducia è necessaria per cogliere i comportamenti e le azioni che derivano dallo "spirito animale" a cui faceva riferimento Keynes quando diceva che le azioni economiche non possono essere considerate come il risultato di calcoli matematici. Keynes J.M., 1973, "Collected writings of John Maynard Keynes", Vol. VII, Macmillan and Cambridge University Press.

facendo tendere contestualmente a zero il costo del cambiamento di comportamento[40]. Il concetto di fiducia implica, inoltre, *la non controllabilità dei comportamenti rilevanti altrui***.** La possibilità di controllo sulle azioni possibili elimina la necessità di fiducia, legata indissolubilmente alla assenza di una capacità di influenza sia temporale che assoluta. Tuttavia, a fronte dell'incertezza, *si configura una certa reattività* poiché l'assenza della valutazione delle alternative conduce ad una situazione di *confidence*, dove si attende, con rassegnazione, l'ineluttabile corso degli eventi[41].

La reputazione, come si è visto, è un concetto che ha un tenore differente dai precedenti, coincidente con l'opinione che caratterizza un individuo agli occhi del mondo esterno. Essa rileva ai fini della fiducia in quanto su di essa poggia parte delle valutazioni soggettive e delle aspettative elaborate sul comportamento atteso di un individuo. La relazione esistente fra reputazione e fiducia è di tipo funzionale e personale per cui non è mai possibile assumere o presumere che una buona o cattiva reputation sia sinonimo di meritevolezza o dignità di fiducia, cosi come si dovrebbe evitare qualsiasi forma di identificazione fra le stesse.

4.1. Le funzioni della fiducia negli scambi finanziari e nella relazione banca-impresa

Come si evince dalla definizione adottata, la fiducia esercita numerosi effetti sui contenuti e sulle modalità di scambio, sia sociale che economico. Arrow (1974) la ha definita un "lubrificante sociale", un meccanismo in grado di migliorare gli scambi rendendoli più efficienti e, spesso, più efficaci. Ogni transazione posta in essere dall'uomo contiene un elemento di fiducia, fattore la cui necessità e intensità crescono all'aumentare della durata e del differimento delle prestazioni nel tempo. Luhmann (1979) sostiene l'importanza della fiducia, argomentando che senza di essa, seppur poco visibile e in minime dosi, la vita sociale quotidiana sarebbe semplicemente impossibile non potendo fare affi-

[40] Si ricadrebbe nel caso dell'economia classica dove il mercato perfetto e la concorrenza perfetta rende nullo il bisogno di fiducia negli scambi.

[41] Appare netto e ben definito il distacco da concetti come *faith* o *reliance*, dove esiste uno stato di accettazione privo di dubbi, dove il credere qualcosa perde importanza in virtù dell'esistenza di sentimenti emotivi forti. La fiducia mantiene, un carattere di aspettativa che tollera un certo grado di incertezza e che presuppone una attività di valutazione e un'evidenza oggettiva non conclusiva o esaustiva. Al contrario il concetto di confidence è associato ad una situazione di pericolo cui risultano esposti gli individui. Essi non valutano i possibili corsi di azione relativi alle alternative possibili ma semplicemente confidano.

damento in nulla, dovendo sempre dare luogo a complessi accordi e senza potersi formare alcuna aspettativa futura.

L'esistenza della fiducia non è una scoperta recente, il suo studio è, però, sempre stato limitato alla sfera della psicologia e della sociologia. La fiducia è stata considerata un'esternalità, quasi fosse un effetto dell'agire ma senza alcuna rilevanza e senza alcuna possibilità di considerarla economicamente. In effetti, il suo valore è difficilmente stimabile in termini quantitativi, pur incidendo sul valore dello scambio e, soprattutto, sui costi e sull'efficacia delle transazioni e delle relazioni. La fiducia può essere riferita a singoli individui e ad interi sistemi economici o socio-politici[42]. Il suo ruolo è variegato, esso permette la riduzione dell'incertezza e, in alcuni casi, la stessa esistenza dell'interazione e dello scambio. Tuttavia, la fiducia non è univoca e finalizzata al medesimo aspetto.

Riquadro 3.1 – *Alcune classificazioni della fiducia*

La fiducia generalizzata

La fiducia generalizzata si estende a tutto il sistema e prende forma in quelle che potrebbero essere definite le "convenzioni di una società" (Storper, 1995). Esiste un generico processo di valutazione sulla base della passata esperienza personale ma non viene ripetuto nei confronti di tutti gli individui del sistema. La fiducia generalizzata può essere interpretata, così, secondo il concetto di indifferenza, elaborato da Luhmann (1979), verso determinati comportamenti riferiti, in questo caso, a tutti i membri della collettività. L'esistenza di strutture della società in grado di ridurre l'incertezza dell'agire economico e sociale può assumere differenti aspetti, movendo dai rapporti fra vicini di casa ai rapporti fra acquirente e venditore o fra datore di lavoro e dipendente. Questi "*frameworks of economic action*" (Storper, 1995) riducono, per alcuni aspetti, l'incertezza degli operatori semplificando il loro processo di *decision making.*

Una forma di fiducia generalizzata si configura nell'ipotesi di decisione di apertura di un conto corrente o di acquisto di un deposito a risparmio presso una banca. Ogni individuo porrà in essere un processo d'acquisto, più o meno complesso, in relazione all'importanza attribuitagli. Detto processo riguarderà le condizioni offerte, i servizi accessori, la comodità dello sportello, la fruibilità del servizio, la cortesia dei dipendenti ma, difficilmente, si soffermerà sulla capacità della banca di restituire i soldi dietro richiesta depositante. Questa incertezza richiederebbe la valutazione della liquidità e della solvibilità della banca oppure del grado di patrimonializzazione della banca. L'individuo medio può essere definito indif-

[42] Appare immediata la considerazione che il concetto di fiducia non assume un significato prettamente economico. Esso può essere applicato a tutte le sfere dell'agire sociale e a tutte le situazioni in cui esiste incertezza sul comportamento altrui da cui dipendono le decisioni di comportamento dell'altro soggetto.

ferente all'ipotesi di fallimento della banca a seguito del comportamento opportunistico del suo management. Esiste, quindi, una fiducia generalizzata nella stabilità del sistema bancario e nell'operato della banca e delle autorità creditizie e di tutti i meccanismi strutturali e prudenziali.

La fiducia individuale

La fiducia individuale *(selective trust)* differisce dalla fiducia generalizzata per il numero di persone a cui viene accordata. Infatti, essa riguarda un unico individuo o un insieme di soggetti ben definito. Questo tipo di fiducia rappresenta un elemento unico, poiché è fondata su un processo esperenziale individuale che non può, in nessun caso, essere condiviso, ed è riferita verso uno specifico soggetto, gruppo, impresa o istituzione. La fiducia si riferisce all'incertezza e, soprattutto, all'incertezza comportamentale dell'altro soggetto, dovuta alla propensione positiva verso l'opportunismo o comportamenti sleali. La fiducia, tuttavia, non ha una natura generale, Sako (1992) introduce una distinzione fondata sull'oggetto a cui si riferisce la fiducia. Esistono tre ambiti di fiducia: la fiducia contrattuale *(contractual trust)*, la fiducia nelle competenze *(competence trust)* e la fiducia in senso proprio *(goodwill trust):*

- *la fiducia contrattuale* si riferisce ai comportamenti posti in essere dall'altro soggetto nell'ambito di un rapporto di scambio, riferiti alle dimensioni meno contrattuali e deontologiche del ruolo assunto nello scambio;
- *la fiducia nella competenze* riguarda la fiducia nella capacità economico-organizzativa ad assumere comportamenti adeguati e non sfavorevoli, con riferimento ai contenuti e alle capacità di porli in essere;
- *la fiducia in senso proprio* è legata alla dimensione etico–morale dell'individuo e richiede una reciprocità di aspettative. La fiducia presuppone la convinzione che l'altro soggetto, *sua sponte*, assumerà i comportamenti che aumentano il valore complessivo dell'interazione e che, comunque, non assumerà, in alcun caso, un comportamento lesivo del benessere proprio.

Dalla definizione di Gambetta (1989) emerge con chiarezza che la fiducia può svolgere funzioni diverse nello scambio finanziario, che necessitano di gradi di intensità differenti. Prestare una piccola somma di denaro ad un amico richiede meno fiducia della concessione di una Carta di debito (Pagobancomat) che, a sua volta, richiede, ad esempio, meno fiducia della concessione di un fido elevato ad un'impresa. La gradualità della fiducia deve essere associata alla funzione che essa svolge. La valenza della fiducia consiste nell'eliminazione-riduzione dell'incertezza del valore dello scambio e dei problemi connessi alla gestione e riduzione dell'incertezza comportamentale. Teoricamente, la presenza di fiducia annullerebbe tutti i problemi di agenzia e di orientamento dei comportamenti, rendendo di colpo inutili tutti i meccanismi individuati, i con-

tratti, i vincoli, le garanzie, le penalità, alle sanzioni, gli incentivi e le regole di comportamento[43].

La fiducia non è, purtroppo, un automatismo e non produce degli effetti univoci. La sua esistenza permette di migliorare i risultati ma non può generarsi, consapevolmente, da comportamenti razionali preordinati alla sua creazione. L'impossibilità di una sua creazione razionale e pianificata non esclude, però, che si possa agire, intenzionalmente o opportunisticamente, al fine di "carpire l'altrui fiducia" ed ottenere dei vantaggi. Tuttavia, occorre aggiungere che la fiducia non sembra il risultato diretto di un comportamento o di un'azione e che, molto spesso, essa è il risultato indiretto di azioni intraprese per altri fini (Eltser, 1983).

La fiducia può, quindi, rivelarsi fondamentale per la conclusione di una transazione in presenza di particolari condizioni di scambio. Essa, in particolare, può svolgere un ruolo decisivo all'interno di una relazione di scambio, contribuendo a migliorarne i contenuti e i risultati complessivi. Ma quali sono le situazioni che richiedono fiducia?

L'esistenza di asimmetrie informative, associata al rischio di opportunismo, rappresenta la situazione che più di ogni altra richiede l'esistenza di fiducia. Infatti, l'esistenza di rischio di opportunismo, l'impossibilità di osservare-controllare i comportamenti e l'assenza di alcune informazioni rilevanti per il processo decisionale, rendono incerto il valore di scambio. I tentativi di prevedere le differenti possibilità di comportamento al fine di renderle economicamente sconvenienti richiedono l'utilizzo di sanzioni e di altri *incentive devices* o il ricorso a garanzie collaterali. In ogni caso, tali tentativi hanno un costo e si rivelano poco efficaci se confrontati con i risultati dei comportamenti non opportunistici o cooperativi. L'efficacia delle soluzioni indicate, inoltre, si riduce ancora se si fa riferimento a rapporti di scambio ripetuti e protratti nel tempo poiché tendono ad irrigidire i comportamenti dei partecipanti, anche in senso positivo.

In questi ambiti, l'esistenza della fiducia possiede due effetti: permette di ridurre l'incertezza e il suo costo e di rendere credibile un commitment incrementale. La capacità di porre in essere comportamenti e di prendere decisioni con un contenuto fiduciario positivo permette di "affrontare la libertà altrui" (Dunn, 1984). In quest'ottica, non si nega l'esistenza di opportunismo nell'agire umano ma si assume che non tutti gli uomini sono opportunisti. Questo conduce ad attribuire una nuova finalità ai meccanismi per gestire l'opportunismo: *essi cessano di essere degli strumenti di limitazione del rischio per divenire strumenti conoscitivi della natura del soggetto con cui si interagisce su cui basare la concessione di fiducia.* Quanto detto significa che

[43] Si avrebbe il mondo immaginato da Williamson (1975) in assenza di opportunismo.

l'introduzione di limitazioni e sanzioni a determinati comportamenti altrui cessano di avere una ragione d'esistere, mano a mano che si escludono alcune possibilità di comportamento dal novero delle aspettative possedute.

La fiducia o un comportamento aperto alla sua concessione permettono di ridurre i costi *(gli agency cost),* legati al continuo tentativo di incapsulare le azioni future della controparte, e di orientasi verso le reali finalità del rapporto: il risultato complessivo. Un rapporto fondato, soprattutto, sulle possibilità che si verifichino gli eventi negativi e le situazioni peggiori, finisce per indurre i soggetti ad attribuire una probabilità maggiore al verificarsi di quell'evento o situazione[44].

Nelle interazioni continuate e di lungo termine esiste una possibilità maggiore che si crei fiducia, grazie al migliore scambio informativo, alla riduzione delle asimmetrie informative e all'emergere di una dimensione sociale che oltrepassa la sfera del semplice agire economico per giungere verso un piano più personale. Tuttavia, nonostante le condizioni più favorevoli e l'efficacia nella gestione dell'incertezza relazionale, comportamenti come quelli dianzi argomentati, complicano il suo originarsi e ne deprimono gli effetti. Le banche, spesso, nonostante la durata della relazione e la conoscenza approfondita del cliente, tendono a replicare modelli di comportamento standardizzati nelle differenti interazioni con il cliente. Esse, quindi, tendono ad applicare i modelli di comportamento (nella concessione del credito, ad esempio) adeguati agli scambi occasionali con scarso livello di fiducia ed elevata incertezza, anche a richieste di finanziamento che si collocano all'interno di un rapporto continuato e duraturo. L'utilizzo della fiducia, nel rapporto banca-impresa, rimane confinato a situazioni marginali del rapporto, volte a gestire o superare la rigidità di alcune procedure e a migliorare le personalizzazione del servizio offerto in relazione a bisogni contingenti e superficiali del cliente.

In questo senso, molto importanti ai fini della creazione di commitment e della gestione del moral hazard ex post si rivelano le modalità di creazione della fiducia e le condizioni che ne incentivano e facilitano lo sviluppo. Queste ultime, in particolare, assumono una valenza rilevante poiché costituiscono delle dimensioni osservabili lungo cui articolare il processo di valutazione qualitativo di un'impresa nell'ambito di una relazione creditizia e di finanziamento.

Si individuano tre percorsi di creazione della fiducia (Zucker, 1986):

- *la fiducia può crearsi all'interno di uno scambio o di un'interazione ripetuta (process-based trust)* in cui si crea una base esperenziale e conoscitiva che permette la formulazione di un'aspettativa soggettiva circa il futuro comportamento della controparte, nei casi in cui essa potrebbe

[44] Ross L., Lepper M.R., Strack F., Steinmetz J., 1977, "Social explanation and social expectation: biased attributional processes in the debriefing paradigm", Academic Press, New York.

approfittare della situazione e cercare opportunisticamente il proprio tornaconto ai danni del *trustor*;

- *la fiducia può emergere sulla base del possesso di alcune caratteristiche particolari (characteristic-based trust)* possedute dagli individui, quali l'appartenenza ad una comunità geografica, a una particolare etnia o religione, ad un gruppo parenterale; il possesso di alcune caratteristiche può aiutare a creare un rapporto sulla base di un'ipotetica solidarietà e di un senso di appartenenza ad un determinato gruppo che può dare luogo alla creazione di fiducia, destinata però ad evolvere da questo stadio per rinforzarsi e completarsi;
- *la fiducia istituzionale (institutional-based trust) può* fondarsi sull'esistenza di particolari strutture formali ed di istituzioni della società che permettono di creare e aumentare l'esistenza di fiducia; le istituzioni possono contribuire alla creazione di fiducia e di sfiducia, cosi come possono accelerare o deprimere la velocità della sua creazione e diffusione. Infatti, esse possono incidere sui fattori che rendono necessaria la fiducia, variando il grado di incertezza e di opportunismo, attraverso una serie di *istitutional devices* che permettono di migliorare le informazioni esistenti, fornire maggiori fonti per apprendere la storia e il passato degli individui, aumentare i costi dell'opportunismo mediante la predisposizione di particolari penalità e sanzioni e, in generale, ricorrere all'utilizzo dei meccanismi reputazionali che si pongono a fondamento della fiducia (Humphrey-Schmitz, 1996).

In letteratura, esistono due differenti filoni interpretativi della fiducia, che non si escludono reciprocamente ma che forniscono due interpretazioni distinte: una socio-economica, l'altre etico-morale.

Nella visione socio-economica, la fiducia sorge da un processo valutativo, posto in essere dal *trustor*, che considera tutte le informazioni comprese le considerazioni economiche sugli interessi esistenti. La fiducia possiede una componente sociale ed introduce detta dimensione nello scambio economico, essa si basa sulla fiducia proveniente dal sistema in cui si agisce e dalle convenzioni consolidate. E' l'interpretazione di Luhmann (1979), Zucker (1986), Gambetta (1989) Dasgupta (1989) che le attribuiscono un ruolo di gestione dell'incertezza comportamentale, derivante dall'esistenza di interessi personali, di atteggiamenti opportunistici e di comportamenti disonesti e non corretti, che non possono essere affrontati unicamente né con l'altruismo e l'onestà, né con i contratti.

Il secondo filone teorico esamina la fiducia sulla base dei valori morali e delle virtù sociali che possono concorrere a generarla. L'altruismo, l'onestà, la correttezza sono valori morali di comportamento e concorrono a determinare la fiducia che si forma nell'agire degli individui. Gli autori appartenenti a questo filone (Sako, 1992, Lyon-Metha, 1994) si concentrano sul processo personale e

sui sentimenti che conducono alla creazione di fiducia. Il rischio di fallire la spiegazione della fiducia fra organizzazioni è elevato, soprattutto, della fase di istituzionalizzazione di una relazione in cui il rapporto creato oltrepassa la sfera del personale per coinvolgere le strutture (Ring-Van de Ven, 1994)[45]. Infatti, questa prospettiva rischia di perdere degli elementi funzionali alla spiegazione degli effetti della fiducia nelle transazioni economiche[46] (Lane-Bachmann,1995).

4.2. Le condizioni della fiducia

In letteratura, gli studi sulla fiducia sono stati condotti sia a livello aggregato per spiegare le differenze esistenti fra gli stati nazionali, i diversi percorsi storico-culturali e i sistemi socio-istituzionali (Fukuyama, 1996, Platteau, 1994, Lane-Bachman, 1996), sia a livello individuale nel tentativo di comprendere quali fossero i fattori che influenzano e creano la fiducia (Gambetta, 1989, Humphrey-Schmitz, 1996, Luhmann, 1979).

Entrambi gli approcci risultano egualmente significativi nella comprensione della fiducia che, frutto di un processo cognitivo individuale, risente dei valori, dei pregiudizi e delle influenze derivanti dalla società o dall'organizzazione (impresa) in cui l'individuo è "immerso" e delle strutture istituzionali con cui si relaziona. A ciò occorre sommare le caratteristiche soggettive che definiscono una maggiore o minore propensione alla fiducia.

L'esistenza di fiducia non può essere comunicata da una semplice dichiarazione cosi come la sua nascita non può essere legata ad un accordo fra due soggetti che decidono di avere fiducia. Le aspettative sui comportamenti futuri sono frutto di un intenso processo di elaborazione soggettiva delle informazioni possedute, sia pubbliche che private, e del patrimonio esperenziale legato ai precedenti comportamenti osservati direttamente. Esiste un legame intenso e inscindibile fra informazioni possedute, processo cognitivo e fiducia. L'intenzione di essere meritevole di fiducia non possiede alcun effetto se non nella misura in cui coincide con l'opinione che il *trustor* ha dell'alter e con le aspettative maturate sul suo comportamento futuro (Dasgupta, 1989). Se le dichiarazioni esplicite non assumono molto valore, le dichiarazioni implicite, le

[45] L'istituzionalizzazione di una relazione rappresenta la fase del suo ciclo di vita in cui la relazione oltrepassa la sfera degli individui che hanno contribuito a crearla per divenire stabile nel tempo e nelle modalità di svolgimento. Si tendono a formare delle condizioni standardizzate, implicite e informali, che possono superare le competenze e la durata temporale degli uomini nei rispettivi ruoli.

[46] "...they embrace a concept of trust which seems to be somewhat naive in research on business relations..."Lane-Bachman (1995).

percezioni e i comportamenti concludenti alimentano, di fatto, il processo di creazione della fiducia. Tuttavia, il flusso comunicativo risente del particolare processo cognitivo, legato alla valutazione delle informazioni ricevute e alle modalità con cui esse si aggiungono alle esperienze precedenti e all'opinione già esistente. Infatti, non tutte le informazioni esercitano un effetto sulle opinioni e sulle aspettative possedute.

L'individuo non modifica immediatamente la propria opinione, l'esistenza di una certa dose di fiducia nei comportamenti futuri non è immediatamente volubile ai segnali e ai comportamenti osservati. Esiste una sorta di effetto di posizionamento (Einstellung) che tende a far perseverare nell'applicazione di una valutazione ritenuta positiva in precedenza. Il comportamento degli individui non segue la logica popperiana volta alla continua falsificazione, anzi esiste *un'inerzia cognitiva* che tende a sminuire l'importanza attribuita ai segnali che vanno in una direzione opposta alle proprie opinioni. La fiducia richiede tempo per formarsi ma, una volta esistente, non si modifica al primo segnale controverso[47]. Ciò non significa accusare di miopia gli individui. La ripetizione dei comportamenti non favorevoli e gli abusi di fiducia continuati conducono al deperimento della fiducia. Al contrario, dire ciò significa evidenziare la consistenza della fiducia, presupposto credibile per un commitment duraturo e non sensibile al caso e alle circostanze contingenti.

[47] Questi comportamenti possono essere legati alla natura limitata dell'uomo e possono essere utilizzati come riflessione sulla natura non sempre calcolatrice ed intenzionalmente razionale dei soggetti. In questo senso, essi possono essere interpretati come una risposta inconsciamente razionale alla complessità del calcolo, a cui si ricorre solo nei casi in cui esiste la necessità di procedere ad una valutazione costosa. Di qui la maggiore stabilità dei rapporti fondati sulla fiducia e la loro maggiore efficienza, legata alla formazione di routine di comportamento e di risparmi nei costi di valutazione continua dei comportamenti possibili dell'altro soggetto. Si evince il carattere non effimero di tali relazioni in cui il verificarsi di un comportamento casuale non favorevole non mette immediatamente in discussione quanto costruito e viene assorbito dalla maggiore flessibilità dei comportamenti.

Figura 3.1- *Le condizioni della fiducia*

Condizioni ambientali	Condizioni soggettive
Reputazione generica	Reputazione soggettiva
Livello di "capitale sociale"	Propensione alla fiducia
Diffusione di fiducia istituzionale	Processo cognitivo
Tradizioni, religione, valori diffusi	Inerzia cognitiva
Convenzioni e grado di giudizio sociale	Scambi e interazioni ripetuti e continuativi
Formalizzazione contenuti minimi accordi e comportamenti	Orizzonte temporale atteso dello scambio
Diffusione e socializzazione delle informazioni	Oggetto e contenuti dello scambio
Efficienza sistema giudiziario	Esistenza di minacce potenziali
	Tipo esperienze passate
	Agency devices
	Interesse reciproco

L'analisi delle condizioni della fiducia (Figura 3.1) permette una migliore comprensione dei fattori esogeni e soggettivi che favoriscono la creazione di fiducia nell'ambito degli scambi sociale e, in particolare, finanziari.

Un primo aspetto da analizzare riguarda *il ruolo della reputazione dei soggetti e il suo rapporto con la fiducia*. La reputazione rappresenta una delle condizioni principali della fiducia, costituendo una base di valutazione e un riferimento nel processo di concessione della fiducia. A questo scopo può essere utile esaminare il concetto di reputazione su due livelli: uno più generale, l'altro più soggettivo. Ogni individuo o sistema appare dotato di un'immagine "pubblica", la sua *"reputazione generica"*, legata a credenze e pregiudizi collettivi, consolidatisi nel tempo in una percezione generale. Ad essa possono concorrere luoghi comuni o generiche impressioni collettive, con o senza alcun fondamento razionale, che, tuttavia, influenzano la formazione delle impressioni e delle opinioni individuali. Tale reputazione è di difficile gestione per il singolo poiché egli non possiede i mezzi necessari per modificarla e risulta esposto ai condizionamenti sociali, sia in senso positivo che negativo.

La reputazione soggettiva riguarda l'opinione posseduta nei confronti di un individuo. Essa è frutto di un processo valutativo personale e si basa sulle informazioni possedute e ottenute, in qualunque modo, dal soggetto. Tale opinione è rilevante per la decisione di concessione di fiducia e per la creazione delle proprie aspettative di comportamento dell'alter.

Interazioni continuate e con elevati orizzonti temporali attesi permettono l'acquisizione di numerose informazioni e incentivano comportamenti più riflessivi e più costruttivi poiché contribuiscono a dare rilevanza ad un processo

di valutazione interiore, finalizzato alla concessione di fiducia, che in un rapporto isolato ed occasionale non avverrebbe. La durata attesa e la ripetizione degli scambi favoriscono la fiducia in un duplice modo: da un lato, permettono una certa gradualità nella concessione della fiducia, limitando l'incertezza e il rischio a cui si rimane esposti, dall'altro contribuiscono a migliorare la base esperenziale su cui la fiducia si fonda. Un rapporto prolungato permette di superare gradualmente il timore di comportamenti opportunistici senza rischiare eccessivamente. La serie di esperienze positive iniziali permette di migliorare le aspettative sul comportamento e di ridurre "l'utilizzo della sfiducia per ottenere la fiducia" (Humphrey-Schmitz, 1996)[48]. Infatti, gradualmente, si abbandona l'atteggiamento focalizzato sulla limitazione del rischio di opportunismo, per rivolgere l'attenzione al futuro della relazione e all'incremento dei risultati e dell'efficacia del rapporto. Questo processo riflette esattamente il percorso seguito dalle relazioni fra fornitori e produttori nell'ambito di alcuni contesti e modelli sviluppo industriali. In Giappone (Fukuyama, 1996), in Germania (Lane-Bachmann, 1995), ma, anche, nei distretti produttivi italiani, i rapporti di fornitura si fondano sulla fiducia e le relazioni hanno seguito un percorso di crescita non dissimile da quello evidenziato (Brusco, 1989)[49].

L'oggetto dello scambio e i contenuti della relazione risultano fondamentali per la creazione degli incentivi e delle condizioni per la formazione di fiducia. Al contrario dello scambio di un prodotto standardizzato, la necessità di assicurare e migliorare la qualità di quanto scambiato e di superare l'incertezza legata alle caratteristiche dell'oggetto scambiato, incentiva entrambi i soggetti verso un elevato investimento motivazionale e li conduce ad una maggiore fiducia reciproca, stante il comportamento corretto nel tempo.

La fiducia deve essere legata a comportamenti liberi, non condizionati o coerciti *dall'esistenza di possibili strumenti di minaccia* utilizzabili nei confronti dell'altro soggetto. La visibilità e l'esistenza di minacce potenziali deprime la predisposizione a fidarsi ed irrigidisce il processo valutativo, al di là della effettiva volontà di utilizzarle (Good, 1989).

La fiducia è induttiva**,** *le esperienze passate* ne condizionano la formazione per cui le prime esperienze di un individuo rappresentano la base su cui egli fonderà i propri comportamenti futuri e, soprattutto, le aspettative sull'agire altrui. Dasgupta (1989) evidenzia come un soggetto che incorre in una serie di

[48] Essi affermano che "... For both sides building trust involves the extension of trust, giving the partner the opportunity to betray trust in order to prove that trust will not be betrayed, and circling this trust with distrust, contracts, penalties, collateral, etc., so to keep risks from betrayal to an acceptable level." Humphrey-Schmitz, 1996, pag. 24.

[49] Brusco S., 1989, "Piccole imprese e distretti industriali", Rosenberg & Sellier, Torino

esperienze negative, giunge ad avere bisogno di un elevato livello tale di fiducia per gestire l'incertezza e il rischio di opportunismo[50].

L'esistenza di opportunismo o di incertezza dipende anche *dalla diffusione della fiducia nella società.* Il livello di fiducia sociale deve essere analizzato in due direzioni: con riferimento all'esistenza di "capitale sociale" e al ruolo delle istituzioni nella formazione di fiducia. Il "capitale sociale" è definito come la capacità di una nazione di superare l'individualismo e il "familismo nucleare" per orientare il proprio potenziale associativo e fiduciario verso forme intermedie della società (organizzazioni economico-sociali, imprese) (Fukuyama, 1996). L'esistenza di "socialità spontanea" e di valori sociali orientati al collettivismo e alla comunità, facilità la formazione di fiducia sociale e la predisposizione degli individui ad associarsi e a sviluppare le condizioni che creano fiducia[51]. Inoltre, è importante sottolineare il peso della tradizione e della cultura di un popolo per spiegare la sua maggiore o minore predisposizione alla fiducia. *La tradizione, la religione, i valori diffusi, le virtù sociali,* esercitano una forte influenza sugli individui e sul loro modo di relazionarsi nella vita sociale ed economica. Esse generano abitudini culturali e convenzioni nell'agire, al cui interno ciascun soggetto si crea un proprio codice etico. Nella misura in cui la cultura e la tradizione infondono abitudini di comportamento cooperativo e sanzionano positivamente valori come l'onestà e la correttezza, esse inducono maggiore o minore disaggio nel assumere comportamenti devianti da tali valori[52]. *La tradizione, le convenzioni, l'esempio, il giudizio sociale* impostato sui valori diffusi in una cultura agiscono da meccanismo inibitore per la diversità. La fiducia, mediante il processo cognitivo fondato sulla reputazione e permeato dei pregiudizi e dei preconcetti, tende ad essere agevolata o ridotta in relazione

[50] Il comportamento nei casi di blocco informativo provoca un *empasse* nello scambio e riduce l'efficienza e lo sviluppo dell'economia. La fiducia dipende dalle informazioni, se si blocca lo scambio cessano anche le informazioni e si impedisce qualsiasi formazione di fiducia (Gambetta, 1989).

[51] La scarsa socialità spontanea determina scarsa propensione al gruppo e porta verso imprese di piccola dimensione, incapaci di elevati gradi di collaborazione (vedi Cina, Italia meridionale, Taiwan, Singapore, Inghilterra, Francia).esistono paesi orientati maggiormente al gruppo quali Giappone, Germania e gli Stati Uniti. Il fattore discriminante, spesso ricercato nel ruolo dello stato, sembra essere la capacità di associarsi, la fiducia nell'azione del gruppo esterno alla famiglia. In questo senso, può essere spiegato il diverso modello di sviluppo industriale presente in Italia fra Sud, Nord-Ovest e Centro-Nord-Est (Fukuyama, 1996).

[52] Aristotele affermava nell'opera "Etica Nicomachea" che le persone per essere virtuose devono abituarsi ad un comportamento virtuoso in modo che diventi una specie di seconda natura che è piacevole in sé o, se non è piacevole, rappresenta qualcosa di cui l'uomo virtuoso sia orgoglioso. Inoltre, aggiungeva che la virtù etica deriva dall'abitudine, da cui deriva il suo nome [...] non ve poca differenza nel fatto che da giovani si è abituati subito in un modo piuttosto che in un altro, bensì ve n'è moltissima, anzi è del tutto essenziale.

all'orientamento al gruppo esistente nella cultura in cui si vive. L'individuo non possiede una duplice personalità, ma agisce nella sfera economica e sociale portandosi dietro il *suo codice etico* e le sue predisposizioni. E' verosimile pensare che muterà il proprio comportamento nel perseguimento del soddisfacimento dei suoi bisogni, ma l'influenza della cultura in cui vivono si esercita dapprima sulla formazione dei suoi bisogni (Etzioni, 1988) e, contestualmente, sui comportamenti attivati per soddisfarli (Granovetter, 1985). L'individuo risulta condizionato dalla struttura sociale in cui opera (*embeddedness*); la sua propensione alla fiducia risulta condizionata dalla cultura e dai valori sociali.

La fiducia tende ad essere influenzata nel suo generarsi dal *ruolo svolto dalle istituzioni* all'interno del sistema. Zucker (1986) nella sua classificazione della fiducia parla di *institutional-trust.* La capacità di un sistema di ridurre le cause che contribuiscono ad aumentare l'incertezza che caratterizza le transazioni e le interazioni economiche si riflette nella qualità e nel livello di fiducia esistente nelle relazioni fra operatori economici.

Le istituzioni possono rendere più efficaci gli scambi regolamentando alcuni aspetti quali i contenuti minimi degli accordi, alcuni comportamenti nelle modalità di esecuzione, nei tempi di consegna oppure nel pricing, gli standard di alcuni beni o la tutela delle parti deboli, in modo da creare e diffondere degli orientamenti di base che finiranno per fare parte delle consuetudini di comportamento, generalmente accettate dagli operatori. Le istituzioni possono migliorare i flussi informativi e possono perfezionare la qualità e l'ampiezza delle informazioni, in modo da ridurre l'incertezza comportamentale legata alle carenze informative e aumentare l'efficacia dei meccanismi reputazionali. L'organizzazione di un sistema legale e giudiziario efficiente costituisce un monito all'opportunismo e riduce l'incertezza, dovuta alla validità legale e alla possibilità di far valere le proprie ragioni. Lane-Bachmann (1995) hanno evidenziato come il sistema legale della Germania produca migliori effetti sulla fiducia e sulla certezza delle transazioni pur presentando un minor numero di ricorsi in sede giudiziaria.

Direttamente connessi all'efficienza delle istituzioni e alla cultura diffusa, si rivelano tutti quei *meccanismi atti, insieme, a ridurre l'incertezza* e a promuovere la formazione di fiducia, migliorando la gradualità del processo e riducendo il rischio assunto e il costo del fallimento della fiducia. I vincoli posti per contratto, le condizioni e le clausole di comportamento formalizzate, la previsione di penalità in corrispondenza di particolari modi di agire, le sanzioni comminabili in presenza di azioni e situazioni negative imputabili all'altrui volontà, la creazione di interessi economici e non, verso una posizione comune migliore, possono essere visti in un duplice modo: alternative funzionali o surrogati della fiducia e condizioni della sua formazione. Tutti questi meccanismi costituiscono i modi attraverso cui i soggetti impegnati in un'interazione o in uno scambio incerto tentano di ridurre il bisogno di fiducia riducendo le alter-

native possibili di comportamento altrui. A livelli nulli di fiducia, si avranno solo atti certi poiché occorre superare l'aspettativa negativa correlata alla minima probabilità di insuccesso. Per livelli di incertezza bassi, probabilmente i vincoli e i contratti riusciranno ad essere segnali sufficientemente credibili per perfezionare la transazione, inoltre, esercitano un effetto positivo nel migliorare la gradualità del processo fiduciario. La creazione di interessi reciproci verso posizioni migliori, oltre a limitare il bisogno di fiducia, rafforza le basi su cui la fiducia poggia. Come evidenziato da Burchell-Wilkinson (1996), è raro che la fiducia si fondi su sentimenti reciproci, normalmente si basa su interessi reciproci che, evidentemente, contribuiscono a confermare le aspettative circa la correttezza di comportamento, la credibilità del commitment futuro e la volontà di non defezionare:

5. La qualità delle informazioni, la fiducia e lo scambio relazionale

Il rapporto esistente fra relazione, fiducia e commitment e il ruolo svolto dalla fiducia all'interno delle interazioni strategiche rappresentano l'aspetto finale e più importante dell'analisi della fiducia. Se non è possibile definire compiutamente la loro relazione, si possono, tuttavia, valutare gli effetti e le funzioni possedute dalla fiducia nei confronti delle relazioni di scambio e dei principali problemi e imperfezioni che le caratterizzano. La cooperazione necessità dell'assenza di opportunismo; affinché non si abbiano tali comportamenti occorre una motivazione[53] dei soggetti coinvolti. Questa motivazione è una condizione necessaria ma non sufficiente a garantire la cooperazione poiché è necessario che la controparte sia informata sull'esistenza di detta motivazione e abbia fiducia nella veridicità di essa. Inoltre, anche l'altro individuo

[53] Per una esaustiva rassegna si veda B. William, (1989) "Strutture formali e realtà sociale" in cui si procede ad una suddivisione fra macromotivazioni e micromotivazioni dell'individuo ad agire, definite tali perché attinenti a caratteristiche generali dell'individuo, del suo comportamento normale e del proprio modo di pensare. Esse possono assumere natura egoistica o "altruistica, le prime fondate su un interesse individuale relativo a situazioni sociali generalizzate (non andare in prigione, non essere oggetto di critica, non essere considerato un elemento marginale della società), le seconde legate a norme etiche, religiose e morali (la propria onestà, il rispetto altrui, il proprio codice etico,...). Williams aggiunge alla macromotivazioni, le micromotivazioni che riguardano la circostanza e la situazione contingenti, in cui si distinguono ancora quelle egoistiche, dovute alla convenienza del momento, da quelle altruistiche, legate ai sentimenti provati nei confronti del soggetto con cui si interagisce. Le motivazioni individuate possiedono un loro ordine interno che ne fa variare la rilevanza e il peso assunto nei comportamenti provocati.

deve condividere le medesime informazioni e gli stessi interessi. Tutto ciò significa che occorrono la consapevolezza reciproca e la conoscenza che il soggetto con cui si interagirà possieda non solo le informazioni e le motivazioni necessarie ma, soprattutto, che queste convinzioni siano reciproche. Sull'esistenza della fiducia giocano favorevolmente le condizioni indicate nel paragrafo precedente e, in particolare, l'esistenza di una certa ripetizione degli scambi e l'esistenza di ripetuti *feedback* affinché rendano migliore la conoscenza dell'altro, confermino le opinioni precedenti, contribuiscano alla formazione della reputation del *trustee* e, parallelamente, alla alimentazione-riconferma del bagaglio informativo del *trustor*.

La reputazione dei soggetti, intesa come l'opinione sulle caratteristiche caratteriali, morali e comportamentali rappresenta una componente essenziale del processo di formazione e consolidamento della cooperazione e della fiducia. Essa si pone alla base della formazione delle aspettative che compongono la fiducia. Il dubbio che sorge riguarda la fonte delle informazioni e le modalità di acquisizione delle stesse. Si deve fare riferimento alle informazioni comunque acquisite o solo alle informazioni personalmente apprese. Come viene risolto il problema della veridicità di quelle apprese da fonti esterne? Come deve essere scontato il grado di distorsione dell'altrui elaborazione delle informazioni? Il problema deve essere distinto ed analizzato su due livelli: uno soggettivo, legato alle interazioni continuate e, quindi, alle relazioni già in atto in cui si possiede una fonte diretta delle informazioni, l'altro, più complesso, legato alle interazioni di natura occasionale in cui la fonte informativa è completamente mediata da mezzi esterni al *trustee*.

Nel primo caso, la fonte diretta delle informazioni è costituita dalle precedenti esperienze del *trustor*. Ciò nonostante, esiste un livello di rischio legato alle distorsioni soggettive del processing delle informazioni ottenute. Tale rischio non si concentra nella veridicità di esse ma nelle posizioni precostituite dal *trustor* che rischia di ridurre l'obiettività della valutazione. In questo senso si verifica una certa viscosità della reputazione alle nuove informazioni, viscosità non simmetrica nel senso che è più difficile passare da uno stato peggiore a uno migliore rispetto al contrario. Le esperienze precedenti tendono a sedimentarsi, esiste un processo di *learning* che concorre alla formazione delle aspettative future di comportamento e, quindi, alla formazione di fiducia relazionale che rappresenta un "*experientially based judgement"* (Lorenz-Lazaric, 1996)[54].

Con riferimento alle interazioni occasionali, esse sono caratterizzate da un livello di incertezza elevato poiché non esiste una base esperenziale ed occorre affidarsi ad informazioni, comunque acquisite all'esterno, senza riscontri. Oltre

[54] E.H. Lorenz, N. Lazaric "Trust and organisational learning during inter-firm cooperation" Paper presentato al Convegno "Routinization, learning and the transfer of skill" Trento, Giugno 1996.

ai limiti e alle distorsioni delle proprie valutazioni, si aggiungono i problemi legati alle distorsioni provenienti dalle valutazioni di coloro che forniscono i dati e le informazioni necessarie. Il processo diviene più complesso e si pone il problema della veridicità e della qualità delle informazioni ricevute. Esse potrebbero essere state opportunisticamente manipolate. Lo sforzo richiesto al *trustor* è molto più intenso e la decisione di interagire richiede sia una propensione alla fiducia positiva che l'utilizzo di altri meccanismi per ridurre l'incertezza. Tuttavia, questi episodi non devono essere trascurati, essi costituiscono momenti potenziali di creazione della fiducia e di possibili relazioni future e, allo stesso tempo, implicano un rischio che, seppur singolarmente trascurabile, può assumere dimensioni rilevanti per la numerosità di tali episodi e per gli effetti indiretti sulla disponibilità e la propensione a concedere fiducia ed a ricercare rapporti relazionali. Ogni atto di fiducia può essere visto come momento di acquisizione di ulteriori informazioni; ogni interazione positiva fornisce una riconferma alla fiducia accordata, rinsaldandola[55].

La fiducia sembra essere, quindi, una risorsa instabile e di complessa gestione. Essa non è un investimento pianificabile e per questo è molto rischioso (Luhmann, 1979) ma neppure un sottoprodotto casuale di particolari situazioni e comportamenti (Bateson, 1989)[56]. L'esistenza di un interesse-intenzione ad assumere comportamenti favorevoli e la comunicazione delle proprie intenzioni, si è visto, non sono sufficienti a dare vita ad uno scambio senza una dose minimale di fiducia come condizione ex-ante. La fiducia rappresenta un'ottima modalità di governo delle interazioni in presenza di impossibilità di giungere alla completezza contrattuale e alla certezza del valore di scambio e dei conte-

[55] Garfinkel, 1963 riportato da Good in "Individui, relazioni e fiducia" in D. Gambetta, op. cit. evidenzia con una serie di esperimenti la necessità della relazione Esperienza >>Azione>>Reazione e l'importanza del feed-back fra Reazione e Esperienza come conferma della validità dell'esperienza su cui si è basata l'azione. Se viene a mancare questa relazione o è casuale, l'individuo non ha risposte dal mondo esterno al proprio agire, cessa la sua predittività della società e si ritrova smarrito in un mondo che gli appare inintellegibile.

[56] Bateson (1989) argomenta la nascita della fiducia e della cooperazione come un fenomeno evolutivo casuale e naturale. I comportamenti cooperativi migliori si affermerebbero sulla base della superiorità del gruppo rispetto altri. La combinazione casuale delle caratteristiche favorevoli per la cooperazione, diffusa fra i vari componenti del gruppo selezionerebbero la riproduzione di tali combinazioni di caratteri e di elementi del gruppo (sistema). La cooperazione si sarebbe evoluta poiché coloro che erano in grado di assumere i comportamenti necessari avevano maggiori possibilità di sopravvivere e di riprodursi. Anche Axelrod (1984) con lo studio sui comportamenti cooperativi istauratisi fra i soldati nemici in trincea sosteneva la nascita della cooperazione come un fattore casuale e non voluto, sanzionato positivamente e riprodotto perché conduceva ad un maggiore benessere tutti i partecipanti. In questo senso, la fiducia sarebbe un prodotto secondario, ma importante, della cooperazione legata al comportamento razionale volto al miglioramento della propria utilità. La casualità sostituisce il bisogno di fiducia reciproca.

nuti della transazione. Essa, quindi, esprime poca utilità negli scambi isolati, assume, invece, un ruolo importante negli scambi ripetuti e nelle relazioni[57].

La fiducia ha effetti economici e sociali, produce vantaggi impliciti sotto forma di risparmi di costo e vantaggi espliciti sotto forma di maggiori guadagni. In molte realtà produttive, essa assicura il raggiungimento-mantenimento del vantaggio competitivo da cui può dipendere l'essere sul mercato. In questo senso, essa può esistere all'interno delle organizzazioni (*intra-firm trust)*, producendo incrementi di flessibilità e di delega, oltre al raggiungimento di maggiori dimensioni, e agire all'esterno delle organizzazioni, operando a favore delle relazioni esterne di fornitura e alla creazione di network di imprese (*inter-firm trust*). Il metodo migliore per illustrare i vantaggi della fiducia sarebbe definirne i costi associati alla sua completa assenza e alle complicazioni connesse (Fukuyama, 1996). La funzione principale, nei rapporti di scambio, consiste nella più efficiente ed efficace gestione dell'incertezza, legata al rischio non nullo di opportunismo, mediante la semplificazione del calcolo e del processo decisionale. I vantaggi attribuiti all'esistenza di un certo grado di fiducia riguardano i risparmi di costi di transazione e di agenzia necessari a concludere diversamente gli scambi. I costi di transazione a cui ci si riferisce riguardano i costi necessari per porre in essere un meccanismo legale in grado di gestire tutte le liti e i contenziosi che si originerebbero in mancanza di fiducia, i costi di agenzia si riferiscono ai costi necessari per gestire completamente le asimmetrie informative e per dar luogo a contratti il più possibile completi[58].

Il rischio che si corre, trattando questi temi, è di giungere a conclusioni che sembrano immediate e, perciò stesso, banali. La fiducia è osservabile nella realtà, noi stessi siamo protagonisti di innumerevoli atti di fiducia durante il nostro agire professionale[59]. In ambito economico-aziendale, la fiducia mantie-

---

[57] Si pensi ai distretti industriali italiani studiati da Brusco (1989)-Becattini (1990), ai rapporti di sub-appalto della Francia meridionale studiati da Lorenz (1989), alle caratteristiche delle associazioni fra immigrati del Ghana analizzate da Hart (19889, ai risultati della Corea del Sud raggiunti da Hawthorn (1989), alle relazioni create dai commercianti cinesi a Singapore esaminati da Menkhoff (1992), agli studi sulla commercializzazione della gomma affrontati da Kollock (1994), agli esempi sulle aziende giapponesi, tedesche e americane riportati da Fukuyama (1996).

[58] Per completezza, è stato sostenuto che la fiducia, in un accezione allargata, contribuisce a migliorare l'efficienza allocativa dell'economia poiché riduce i costi transazionali e, nella misura in cui rende più credibile i segnali informativi, dovrebbe indirizzare gli scambi verso gli investimenti migliori (Phelps, 1975).

[59] Tutte le situazioni in cui non si dispone delle stesse informazioni e delle stesse capacità valutative della controparte, noi ricorriamo alla fiducia. Dalla situazione banale del meccanico, dell'aver dimenticato il portafogli in ufficio durante la pausa pranzo, del poter telefonare in banca per ottenere un'informazione, al credito che riceviamo da chi ci conosce, all'essere assunti

ne lo stesso ruolo, permette il consolidarsi di relazioni e di rapporti di scambio continuati e si rinforza all'interno degli stessi, permettendo di affrontare la libertà altrui senza incapsularla completamente all'interno di un contratto e di rigidi vincoli. Il concetto riguarda la consapevolezza che una volta creata, essa permette di agire e promuovere la cooperazione in modo più flessibile ed efficace rispetto al ricorso continuato alle *covenants* iniziali ed aumentando il valore relazionale creato. Il ruolo della fiducia non si esprime negli scambi *spot* ma emerge durante le fasi intermedie del rapporto di scambio. Essa, progressivamente, riduce e sostituisce il ruolo degli *incentive devices* durante la fase processuale dell'interazione, agendo sulle dimensioni della relazione che permettono di migliorarne i contenuti e di aumentare il surplus relazionale. L'oggetto della relazione tende ad allargarsi, fino a ricomprendere aspetti, meno diretti, che contribuiscono a migliorare e completare le finalità perseguite. Si modificano e si articolano i criteri di valutazione della relazione, estendendosi verso forme più complete e meno legate al prezzo. L'interdipendenza da gestire diviene più complessa e si modificano i meccanismi di governo e di coordinamento utilizzati, aumentando la partecipazione necessaria. Anche la gestione dei conflitti e delle situazioni critiche segue logiche nuove rispetto agli scambi isolati e di mercato; essa è meno fondata sull'utilizzo del potere posseduto e sulla soluzione *exit* e più protesa all'adeguamento reciproco e alla *voice-strategy*.

Le riflessioni sulle condizioni della fiducia e sui processi che possono determinarla ne attribuiscono un carattere spontaneo. Tuttavia, ciò non significa dire che la fiducia non possa essere favorita e razionalmente cercata. Se nessun individuo può dire di essere in grado di creare la fiducia di un altro soggetto a propria discrezione, appare verosimile l'affermazione riguardante la propria strategia atta a favorire le condizioni che possono creare fiducia[60]. Nella gestione di un rapporto di scambio e, più in generale, nell'agire economico possono essere utilizzate due strategie di base: la strategia della fiducia e la strategia dell'economia della fiducia. Esse possono essere definite uno spirito di fon-

---

dopo un periodo di prova, a tutte le situazioni in cui qualcuno non si preoccupa di assicurarsi da tutte le eventualità possibili, la fiducia sta svolgendo il suo ruolo.

[60] L'esistenza di comportamenti corretti e di modalità di interazione particolari possono favorire la fiducia agendo sui fattori e sulle condizioni su cui fonda. Una buona reputazione, l'onestà nell'agire, la tendenza verso pochi e duraturi rapporti, il non approfittare degli interstizi informativi, la ricerca del consenso piuttosto che dell'imposizione, l'equilibrato ricorso ai meccanismi che limitano il bisogno di fiducia ma che, spesso, ne limitano la formazione, l'esasperata ricerca di garanzie collaterali, la predisposizione di buoni canali informativi, il coinvolgimento graduale della controparte, sono comportamenti che, sebbene non diano garanzie della creazione di fiducia, sicuramente contribuiscono a favorirla e a ridurre la percezione antagonistica dell'interazione.

do che caratterizza l'agire degli individui, inducendoli, rispettivamente, all'apertura verso la considerazione del valore della fiducia oppure alla ricerca della certezza e alla limitazione del grado di fiducia necessario per una decisione di comportamento.

6. La fiducia, il commitment e il rapporto banca-impresa

L'analisi dei fattori che contribuiscono a caratterizzare il modello di interazione fra intermediari creditizi e imprese e le valutazioni svolte sugli effetti prodotti dall'esistenza di un rapporto relazionale, permettono di fare alcune riflessioni di carattere generale sul rapporto banca-impresa e sul ruolo della fiducia e del *commitment*. Il rapporto fra banca e impresa presenta, per le caratteristiche di contesto, strutturali, organizzative ed operative, un livello di incertezza, sia informativa che comportamentale, difficilmente eliminabile in modo completo. L'incertezza dei soggetti assume livelli distribuiti in maniera eterogenea nel corso della relazione ed evidenzia andamenti altalenanti che espongono i partecipanti a situazioni di potere differenti nel tempo. La necessità di conoscere come l'altro agirà durante queste fasi e, soprattutto, di prevedere come utilizzerà il maggiore potere posseduto, introduce la necessità di un *commitment* credibile e della fiducia. Il rapporto fra banca e impresa tende ad essere relazionale, a non esaurirsi in breve tempo e ad influenzare i comportamenti futuri. L'obiettivo dei partecipanti tende a coincidere con la relazione che nel tempo assicura il raggiungimento dei rispettivi obiettivi attraverso una serie di scambi reciproci e il mantenimento successivo di promesse (Previati, 1997)[61]. L'interazione fra banca e impresa, in questo senso, può essere definita strategica: ognuno si comporta in virtù di come si aspetta si comporti l'altro, il rischio di opportunismo esiste e l'incertezza è elevata. Infatti, sia la banca che l'impresa ricorrono a tutti i meccanismi in grado di ridurre l'incertezza e, quindi, il livello di fiducia necessario ma è difficile giungere ad un livello di certezza che renda inutile la fiducia. Il ricorso a contratti dettagliati, la ricerca di incentivi in grado di allineare il più possibile gli interessi dei partecipanti, l'individuazione delle penalità e delle sanzioni dei comportamenti devianti, l'utilizzo di garanzie a tutela dei fondi erogati si scontrano con la limitatezza delle capacità previsive, con le difficoltà di *enforcement* delle clausole, con i

[61] Previati D., 1997, "L'organizzazione della gestione delle relazioni con la clientela imprese: profili culturali e cambiamento organizzativo nelle banche italiane" in Baravelli M., (a cura di) "Le strategie competitive nel corporate banking", Egea, Milano

problemi dei sistemi giudiziari e con la mutata convenienza a comportarsi secondo quanto stabilito in origine.

Nei principali sistemi finanziari, la non completa efficacia dei meccanismi citati è riconosciuta; tuttavia, a fronte di prassi molto simili, si registrano risposte comportamentali differenti. Dal confronto internazionale, nella relazione bancaria emergono alcune differenze con riferimento ai risultati complessivi e ai comportamenti, soprattutto in tutto ciò che risulta correlato all'esistenza di un *commitment* incrementale piuttosto che minimalista. Il comportamento tenuto dalle banche, in alcune fasi della vita aziendale, in alcuni sistemi, è molto differente rispetto quanto avviene nei sistemi *market-oriented* o *multibank-oriented.* Tuttavia, il ricorso a *covenants* o alle garanzie nei prestiti è sostanzialmente analogo. Allo stesso modo, le imprese, pur possedendo rapporti contenuti con altri intermediari creditizi e pur sfruttando le pressioni competitive esterne, non abbandonano le relazione e non sostituiscono la banca di riferimento. Il valore della relazione mantiene una valenza immutata e il *commitment* non si riduce. Esistono casi in cui, anche le banche gradiscono la partecipazione di altri intermediari, in grado di ridurre la posizione di rischio complessiva. L'osservazione di queste "incongruenze" o dissonanze, fra condizioni simili e comportamenti differenti, può indurre a pensare che, in alcuni tipi di relazione fra banca e impresa, si crea una maggiore dose di fiducia che alimenta il *commitment* e permette il verificarsi di comportamenti migliori. Alla creazione di fiducia possono contribuire le istituzioni presenti e la cultura diffusa, ma si ritiene che le azioni dei soggetti coinvolti svolgano il ruolo più importante e costituiscano la base fondamentale per la sua formazione.

In letteratura, si sottolinea l'importanza della numerosità dei referenti bancari con cui l'impresa opera, la numerosità delle banche presenti oppure la durata del rapporto per spiegare l'effetto della relazione, in particolare sul costo e sulla disponibilità di credito. L'asimmetria informativa rappresenta l'unità di misura della capacità del rapporto di raggiungere livelli di performance superiori. Tuttavia, l'informazione sul futuro ha sempre un contenuto di incertezza ed è incompleta; focalizzare l'attenzione sulla riduzione delle informazioni eterogenee non supera la razionalità limitata che caratterizza i soggetti e non evita i costi di agenzia e di transazione esistenti. L'informazione ha sempre un contenuto passato, la banca ha bisogno di informazione futura. Quando essa non è disponibile, deve impegnarsi a trarre il contenuto futuro dell'informazione passata. Fiducia e *commitment* possono essere considerati due elementi che, affiancati ai normali modelli gestionali del rischio e dell'incertezza, possono migliorare la performance complessiva. Essi richiedono, unicamente, l'assenza nei soggetti di un rigido orientamento di chiusura nei loro confronti e lo sviluppo di maggiore attenzione alle implicazioni dei propri e degli altrui comportamenti sulla conoscenza reciproca, fondamento della fiducia e dei comportamenti futuri.

Il rapporto banca-impresa può essere gestito come fosse una serie di scambi temporalmente sequenziali ma isolati fra loro; gestiti in modo indifferenziato e incapaci di creare nulla al di là delle maggiori informazioni, utilizzate unicamente per coprirsi dal rischio di selezione avversa. La ripetizione degli scambi associata, esclusivamente, ad una clausola di *attainment* relativa alla restituzione del credito, non permette di gestire meglio neppure il rischio di *moral hazard*, a causa degli *ended-problem*. Il rapporto non riesce a differenziarsi in nulla: non nei risultati complessivi, non nelle modalità di gestione dell'incertezza e neppure nella creazione di *commitment* reciproco. L'orizzonte temporale è sempre limitato e coincide con l'ammortamento del finanziamento oppure con la revoca del fido accordato Non si ha alcuna percezione di più ampio respiro, da parte dei partecipanti, e non si origina alcuna forma di investimento o di dipendenza reciproca. In termini operativi, il rapporto banca-impresa si sintetizza nella gestione di alcune operazioni di pagamento, nella apertura di credito in conto corrente a fronte di specifiche garanzie e nella "negoziazione distributiva"[62] dei principali aspetti del rapporto: prezzo, volume di credito, quantità di garanzie ed eventuali servizi finanziari connessi. Il coinvolgimento dei soggetti è scarso e le forme contrattuali standardizzate sono decise sulla base del potere contrattuale posseduto. Il modello di interazione si configura come *adversarial*, seguendo modalità *win-loose* e focalizzandosi sulle variabili quantitative e sull'utilizzo del potere contrattuale, sin dall'inizio. La banca tende a ridurre a zero l'incertezza e, dove non vi riesce, preferisce smettere di scambiare, non concedere il finanziamento e non cominciare alcun tipo di rapporto che non abbia caratteri di istantaneità. L'impresa agisce utilizzando la concorrenza esistente sul mercato, limitando le informazioni al minimo e senza creare alcuna base per una continuazione futura del rapporto. Con questo approccio si possono avere forme di sostanziale stabilità finanziaria, legate all'esistenza di rapporti parziali e limitati ad una quota del fabbisogno, che funzionano secondo una logica *shopping around* e che permettono una minore rischiosità per la banca e un buffer più immediato di liquidità e credito per l'impresa. La criticità riguarda le cosiddette fasi di discontinuità dell'impresa (Capra, D'Amico, Ferri, Pesaresi, 1994).

Molti rapporti bancari nascono e finiscono senza crescere, senza che i soggetti vi abbiano attribuito alcuna importanza, soprattutto quando esistono altre possibilità per ottenere il volume di credito necessario (mercato, altre banche). La scarsa lungimiranza delle imprese in questo contesto è giustificabile con la considerazione che non esiste un modello di riferimento migliore con cui fare

[62] La *negoziazione distributiva* non crea valore ma distribuisce quanto esistente fra i partecipanti come fosse un gioco a somma zero. La *negoziazione integrativa* riesce a creare maggiore valore per i partecipanti. Esistono anche le *negoziazioni miste* in cui i partecipanti hanno il duplice problema di aumentare il valore e di distribuirlo. (Grandori, 1992)

un confronto. La conoscenza del possibile sviluppo della relazione è un fatto sconosciuto, l'esperienza che le imprese possiedono riguarda una banca che agisce da sempre in quel modo. La banca, dal canto suo, non riesce ad attivarsi per ingenerare la consapevolezza che la relazione sarebbe in grado di creare valore per entrambi e che potrebbero verificarsi situazioni, di crescita o di crisi, in cui una relazione solida con una banca potrebbe rivelarsi fondamentale. Il rapporto si caratterizza per l'assenza di aspettative di comportamento futuro che non siano definite all'interno del contratto e dell'esperienza.

Il rapporto fra banca e impresa può seguire modelli di sviluppo alternativi a quelli visti poc'anzi. Se la relazione riesce a produrre alcuni effetti positivi visti nel paragrafo precedente, allora sembra razionale cercare di individuare le modalità di gestione al fine di crearla. Una strategia fondata sulla prudente concessione di fiducia può contribuire a configurare un rapporto completamente differente, anche a parità di utilizzo dei meccanismi tradizionali di gestione dell'incertezza. La fiducia è complementare al calcolo, lo semplifica e lo rende flessibile alle situazioni, all'esperienza ed alle informazioni possedute. La stabilità della relazione permette di creare una solida informazione esperenziale che può essere sfruttata adeguatamente per migliorare la comprensione dei processi decisionali dell'altro soggetto e poterne prevedere i comportamenti. La graduale concessione di fiducia sposta il peso della relazione su altre dimensioni e permette di concentrare l'attenzione sul risultato complessivo e sui vantaggi futuri.

Un aspetto molto importante della fiducia è la sua concreta funzione. Quanto si può fare affidamento sulla fiducia per gestire l'incertezza in un rapporto fra una banca e un'impresa? In linea teorica, la fiducia potrebbe gestire tutti i comportamenti di una relazione. Concretamente, alla fiducia possono essere attribuite tre grandi funzioni all'interno di un rapporto fra banca e impresa:

- *migliorare il clima e il commitment della relazione*, riducendo la percezione che le cose avvengano solo perché esiste un controvalore tangibile ed riducendo la percezione negativa dell'unicità dell'aspetto economico dei comportamenti;
- *sottrarre un'ampia sfera di comportamenti, scarsamente verificabili, alla inutile gestione formale dei soggetti*, riducendo cosi la complessità affrontata e rinforzando l'opinione formatasi nel corso del tempo. Ciò si traduce nell'evitare di riconsiderare sempre le stesse eventualità, anche dopo la verifica della bontà e della meritevolezza della controparte, al fine di non focalizzare l'attenzione sugli eventi negativi e di confermare la positività della stima nutrita nei confronti del cliente;
- *affiancarsi ai tradizionali meccanismi gestionali del rischio e dei crediti, introducendovi il fattore apprendimento e superando la standardizzazione degli stessi* che conducono a replicare i medesimi comportamenti nei confronti di clienti sensibilmente differenti. In questo senso, i

criteri gestionali si arricchiscono di una componente che permette di rendere flessibili alcune procedure e migliora la soddisfazione delle esigenze dell'impresa e il risultato complessivo della relazione.

La fiducia ha ormai ricevuto consacrazione ufficiale nell'ambito dei rapporti fra imprese non finanziarie. La fiducia è alla base del modello produttivo distrettuale e fonda il modello produttivo giapponese *(lean production)*. Sebbene il ruolo della fiducia possa apparire meno rischioso a causa dell'esistenza di un bene fisico e di una maggiore, almeno apparente, istantaneità dello scambio, l'incertezza dello scambio e relazionale esiste e si manifesta anche fra imprese produttive, collegata ai comportamenti che modificano la qualità del prodotto finale, il suo costo e i tempi di produzione. Un'indagine empirica, condotta su un campione di imprese inglesi, tedesche e italiane, ha confermato l'importanza della fiducia e ha evidenziato una sostanziale similarità di fattori e comportamenti associati alla fiducia e al suo sviluppo, indipendentemente dal settore di appartenenza (Burchell-Wilkinson, 1996). Nel rapporto fra banche e imprese, il rischio della fiducia potrebbe apparire più elevato per la natura dello scambio finanziario e per l'esistenza di un soggetto che rimane, temporaneamente, esposto ai comportamenti dell'altro, rischiando una perdita ingente. Questa osservazione sembrerebbe impedire qualsiasi argomentazione a favore delle funzioni della fiducia nel rapporto fra banca e impresa. Tuttavia, il rischio a cui risultano esposti il fornitore e il produttore, legati da una relazione esclusiva e duratura, non sembrano molto inferiori. I rischi di fermo produttivo, di scarsa qualità, di perdita di immagine e reputazione, di perdita di un cliente, esistenti per il produttore, e il rischio di sovracapacità produttiva e di perdita degli investimenti specifici che grava sul fornitore, non sembrano inferiori al rischio associabile alla relazione fra banca e impresa, tenuto conto dei vincoli e delle garanzie esistenti e utilizzabili in modo complementare. Interi modelli produttivi si fondano sulla capacità di creare e mantenere relazioni stabili, fondate sulla fiducia, in grado di migliorare la ripartizione dei rischi, di creare flussi di informazioni adeguati, di permettere l'integrazione delle parti su alcuni aspetti del processo e aumentare, così, la dipendenza reciproca, sia motivazionale che da investimenti.

Il rapporto fra banca e impresa, spesso, non riesce a svilupparsi lungo queste direttrici. L'assenza di fiducia e, molto spesso, l'assenza di una propensione alla fiducia reciproca bloccano sul nascere una relazione e le sue potenzialità. Un'apertura verso la fiducia permette di qualificare gli altri meccanismi non contrattuali che intervengono nell'ambito della relazione. Infatti, aumenta la credibilità del *commitment*, incrementando la rilevanza dei benefici futuri in un arco temporale atteso più ampio. Aumenta l'efficacia degli effetti reputazionali poiché aumenta il costo dell'opportunismo, in termini di minore fiducia futura e di minori benefici. Attribuisce dinamicità alla ripetizione dello scambio, che si distacca dagli effetti di *attainment* per divenire la base dell'informazione

esperenziale che conferma la fiducia riposta. L'esistenza di fiducia permette di migliorare i contenuti della relazione, estendendo l'intervento delle banche ad alcune fasi più a monte della copertura del fabbisogno finale e dell'erogazione di credito. La maggiore integrazione consoliderebbe la relazione, amplierebbe la durata attesa e sposterebbe l'attenzione dalle variabili transazionali, quali prezzo e volumi, alla prestazione complessiva nel tempo, utilizzando modalità di interazione più cooperative e meno fondate sul potere contrattuale. Il risultato principale sarebbe la consapevolezza di un *commitment* reciproco, reso credibile dalla fiducia, dal maggiore controllo sociale, dalla migliore cognizione dei costi di comportamento deviante e, soprattutto, da una esperienza diretta e indiretta sui benefici di una relazione.

L'assenza di fiducia potrebbe costituire una causa di *empasse* che caratterizza il rapporto banca-impresa italiano che ha durata prolungata ma raggiunge un livello di performance ridotta a causa dell'incapacità di evolvere verso interazioni di tipo relazionale. Il rapporto che ne scaturisce associa una gestione tipica degli scambi isolati a finalità più ampie rispetto a quelle associate ad uno scambio transazionale. Essi alimentano la diffidenza e la frustrazione dei partecipanti, confermando la percezione dell'antagonismo dello scambio. La valutazione consuntiva di tali rapporti evidenzia una perdita di surplus da entrambe le parti non giustificabile dalle caratteristiche del rapporto che, sebbene fondato sulla limitatezza dei contenuti e dell'orizzonte temporale atteso, alla fine si rivela di lunga durata e più ampio rispetto la variabili negoziate ossia tasso d'interesse e volume di credito.

La situazione descritta conduce a deprimere la formazione di *commitment* credibile di entrambi e a concentrare la negoziazione sugli aspetti formali dello scambio, lasciando in ombra l'interesse comune ad evolvere verso forme più complesse di coordinamento ed integrazione, sia negli obiettivi che nei comportamenti. Le responsabilità di tali comportamenti sono equamente divise fra banche e imprese. Le banche solo negli ultimi tempi hanno cominciato a differenziare il proprio approccio e ad investire sulle relazioni, implementando sistemi capaci di gestire l'interdipendenza reciproca che scaturisce dalla partecipazione attiva dell'impresa e dalla relazione e distaccandosi dalla gestione dei meccanismi formali. Le imprese, arroccate nelle loro valutazioni di breve termine e nella scarsa apertura verso le banche, si caratterizzano per una scarsa trasparenza informativa sostanziale e per alcuni comportamenti gestionali[63] poco funzionali alla riduzione dell'incertezza. Questo contribuisce ad aumentare il livello di fiducia necessario e ad incentivare il ricorso alla formalizzazione

[63] Si pensi alle complesse operazioni infragruppo, al fatturato sommerso o all'evasione fiscale che conduce a fornire informazioni poco attendibili alle banche e a deteriorare la base di oggettività su cui le banche possono fondare le proprie valutazioni e la concessione di fiducia.

dello scambio e ai tradizionali meccanismi di limitazione della fiducia: garanzie e contratti di breve termine.

La fiducia non può essere creata discrezionalmente ma può essere favorita scientemente e ricercata dalle parti. Questo richiede la conoscenza delle condizioni che ne favoriscono la formazione, la conoscenza dei modi in cui può crearsi e i benefici che la fiducia è in grado di produrre. In alcuni sistemi finanziari, il percorso di sviluppo, la cultura dominante, i valori etico-morali diffusi, le istituzioni e i modelli strutturali presenti rendono più facile la formazione di fiducia. In altri sistemi, storicamente non si sono create le condizioni per la formazione di un "capitale sociale" in grado di favorire la fiducia (Fukuyama, 1996). Può accadere che esistano ambiti tradizionalmente caratterizzati da scarsi contenuti fiduciari e da logiche comportamentali slegate dal dettato delle interazioni relazionali. Le differenze del rapporto fra banca e impresa nei differenti sistemi finanziari e nei diversi contesti nazionali possono essere ascritte, parzialmente, anche ai fattori evidenziati e al livello di fiducia istituzionale e soggettiva presente. Questo potrebbe dare un'interpretazione, *ceteris paribus,* delle differenze comportamentali emerse e permettere di individuare una direttrice verso cui far muovere gli interventi di riqualificazioni sia a livello istituzionale che di singola banca.

Infine, l'approfondimento del significato e del ruolo della fiducia consente di completare e specificare il valore della relazione nella teoria dell'intermediazione creditizia e del *commitment*. L'esistenza di reputazione e la durata assicurano il rispetto dei contratti impliciti e creano un certo livello di *commitment* in un rapporto fra banca e impresa. Detto rapporto è definibile come una serie di scambi ripetuti di tipo bilaterale, in una situazione di maggiore o minore esclusività, dove la reputazione è una grandezza (misurata dal suo valore economico) necessaria a rendere credibile alcuni comportamenti futuri della controparte, in una corrispondenza di tipo quasi meccanico. L'introduzione della fiducia permette di qualificare l'interazione finanziaria esistente fra banca e impresa, rendendo possibile e credibile un livello di *mutual commitment.* L'esistenza di fiducia e di *commitment* credibile permette di definire relazione il rapporto banca-impresa in cui la reputazione è funzionale alla fiducia, la fiducia è condizione del *commitment* e il *commitment* è condizione della migliore efficacia ed efficienza della relazione. La banca può, quindi, essere spiegata per la sua capacità di scambiare con le imprese secondo logiche relazionali, cioè per la sua capacità di creare fiducia, *commitment* e, quindi, per la sua capacità di ridurre i costi di agenzia e di migliorare l'efficienza allocativa.

L'analisi delle caratteristiche della relazione, delle differenze esistenti fra scambio ripetuto e relazione, del concetto di commitment e della fiducia, delle condizioni microeconomiche e soggettive che contraddistinguono uno scambio relazionale da un'interazione sequenziale e ripetuta permettono di individuare

meglio la dinamica e i fattori che definiscono l'opportunismo e il rischio di moral hazard successivo al finanziamento o, in generale, allo scambio finanziario. Nell'analisi del rischio di credito, come si è più volte accennato, diviene rilevante la valutazione della relazione e del commitment esistente ma, nello stesso tempo, non è efficace formulare un giudizio diretto. Occorre sistematizzare tutti gli aspetti introdotti, relativi ai comportamenti dell'impresa, al commitment, alle condizioni della fiducia ma anche ai comportamenti della banca, in modo da ottenere delle proxy di giudizio osservabili che consentano una valutazione della dimensione comportamentale e relazionale dell'impresa.

Il capitolo seguente sottolinea come l'evoluzione dell'intermediazione creditizia, l'intensità concorrenziale e la necessità di una maggiore efficienza produttiva, insieme all'evoluzione degli orientamenti di vigilanza, abbiano creato una sensibile spinta verso una migliore valutazione del rischio di credito. In particolare, l'*internal rating based approach,* proposto dal Comitato di Basilea per il mantenimento delle condizioni di equilibrio aziendale e dell'adeguatezza patrimoniale, ha evidenziato la criticità del ruolo degli aspetti qualitativi nella stima del rischio di credito della banca e la necessità di integrare ai tradizionali aspetti relativi alla competitività dell'impresa anche la componente comportamentale che caratterizza l'impresa richiedente.

4. Internal *rating* based approach: la valutazione della relazione bancaria

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il rischio di credito negli orientamenti di vigilanza: implicazioni per le banche. – 3. Il *rating*: aspetti definitori e struttura. – 4. Modelli di elaborazione delle informazioni: criticità nella misurazione del rischio creditizio. – 5. Le problematiche relative alla valutazione della relazione bancaria.

1. Introduzione

L'evoluzione ambientale, la maggiore complessità affrontata dalle banche e i nuovi orientamenti di vigilanza hanno fatto emergere in modo esplicito nuove esigenze gestionali relative alla definizione, alla misurazione e alla complessiva gestione del rischio di credito. Emerge chiaramente la necessità di evolvere verso una nuova logica di gestione del credito, attraverso il completamento della tradizionale gestione creditizia con strumenti meglio aderenti alle possibilità informative e tecnologiche attualmente a disposizione della banca (De Laurentis, 2001). In particolare, la gestione del rischio di credito deve abbandonare la mera focalizzazione sul rischio di credito specifico e individuale, gestito attraverso modelli di valutazione soggettiva, per recepire le potenzialità e i benefici di una logica più ampia di *credit risk management*. Infatti aumenta la rilevanza dei modelli di gestione di portafoglio per la diversificazione del rischio specifico, dell'integrazione con la gestione del patrimonio e dell'attività di *pricing* per una corretta remunerazione e copertura del rischio. Inoltre, si riconfigurano le attività di selezione e valutazione, superando alcuni limiti tradizionali e rendendosi funzionali alle esigenze di diversificazione e di *pricing*.

Le tre direzioni di sviluppo del *credit risk management* conducono ad una riflessione sul ruolo attuale e prospettico dell'attività di *screening* e *monitoring* e sulle tecniche e modalità di svolgimento con cui esse devono essere organiz-

zate e gestite. All'accelerazione ambientale e competitiva corrisponde il rischio concreto di subire processi di selezione avversa o, forse meglio, di *winner's curse* per le banche meno efficienti nell'attività di selezione e valutazione del rischio e di *pricing*. L'inefficienza in queste attività produce il rischio che:

- le imprese di migliore qualità trovino conveniente spostarsi o concentrare progressivamente i propri affidamenti verso le banche che non attuano processi di *cross subsidization*, a favore dei debitori più rischiosi; infatti, la possibilità di ottenere un *pricing* coerente con il proprio profilo di rischio e con la propria meritevolezza creditizia consente una riduzione degli oneri finanziari e incentiva una maggiore continuità di rapporto che alimenta e consolida il flusso informativo e la credibilità della relazione;
- le imprese di peggiore qualità trovino conveniente spostarsi, progressivamente, verso le banche meno capaci di valutare puntualmente il rischio di credito e che adottano politiche di *pricing* standard, ripartendo il premio per il rischio, in misura più o meno eguale, fra tutti i debitori della banca.

I problemi appena citati vengono amplificati dal chiaro orientamento assunto dalle autorità di vigilanza in tema di controlli per il rischio. Il progressivo allinearsi degli interessi delle autorità e delle banche e l'individuazione di un'unica modalità gestionale e strategica che supera il tradizionale dualismo fra logica imprenditoriale e logica di adempimento normativo, introducono, da un lato, un forte e netto incentivo ad una corretta gestione dei rischi ai fini del perseguimento degli equilibri reddituali e patrimoniali, dall'altro creano un'elevata discriminazione per le banche che non sono in grado di ottimizzare tale equilibrio. La logica del controllo dei rischi, l'*internal rating based approach*, la migliore coerenza fra allocazione del capitale e Value at *Risk* del proprio portafoglio d'impieghi, la progressiva riduzione dell'assorbimento del patrimonio al migliorare della qualità del credito e delle modalità di *risk mitigation* perseguite, comportano una evidente discriminazione delle banche meno sensibili alle istanze del *risk management, sotto* un profilo di efficienza e di costo opportunità.

Inoltre, la maggiore aderenza dell'allocazione del patrimonio alla rischiosità degli impieghi e gli ovvi incentivi verso l'affidamento delle imprese di migliore qualità provocano una redistribuzione delle imprese fra le banche. A fronte della maggiore convenienza delle imprese di buona qualità a spostarsi verso le banche più efficienti, emerge una parallela maggiore convenienza delle banche ad espellere gradualmente dal proprio portafoglio le imprese che ottengono un *rating* basso e che assorbono una quantità maggiore di patrimonio. Carosio

(2002)[1] sottolinea l'accrescersi dell'intensità della redistribuzione dei clienti e degli affidamenti all'interno del sistema bancario. I flussi informativi non permettono ancora di verificare la natura e la direzione ma potrebbe emergere una tendenza che associa, nel medio termine, i clienti migliori alle banche migliori o di maggiore dimensione (unicamente per le maggiori capacità e risorse con cui presidiare la gestione del rischio di credito) e i clienti con *rating* più basso alle banche con minori capacità gestionali del rischio di credito.

Le banche, quindi, sono oggetto di molteplici istanze legate: alla necessità di migliorare tutto il processo di *risk costing* e *pricing* e all'esigenza di integrare le fasi di gestione del rischio di credito con gli altri rischi e con il processo di allocazione del capitale.

In particolare, esse devono focalizzare l'attenzione sulla necessità di compiere un passaggio culturale verso l'utilizzo del *rating* e verso la filosofia gestionale correlata. La maggiore puntualità e oggettività di valutazione e misurazione del rischio di credito introdotta dai *rating* non modifica l'obiettivo del processo di *screening* e *monitoring*. In ogni caso, queste due fasi rimangono mirate alla minimizzazione della perdita attesa dall'attività creditizia attraverso il presidio simultaneo della gestione della probabilità di insolvenza (PD, *Probability of Default*) e della quota di credito non recuperabile (LGD, *Loss Given Default*). All'interno di queste due attività e del più generale processo di *selection*, occorre verificare il ruolo attribuito alla relazione con i clienti e, in particolare, con i clienti meno standardizzati, che necessitano di una più puntuale verifica dei bisogni e delle esigenze finanziarie. La gestione e lo sviluppo della relazione rappresentano, al tempo stesso, i presupposti e le modalità di completamento della capacità della banca di valutare il rischio di credito in modo più efficace attraverso l'acquisizione di informazioni migliori e più complete. La tendenza verso modelli più standardizzati di misurazione del credito e di natura statistico-finanziaria rischia di ridurre questo vantaggio competitivo delle banche. La focalizzazione verso gli indicatori quantitativi del merito creditizio impedisce la considerazione compiuta della effettiva situazione dell'impresa e ciò è tanto più vero, quanto più si considera il *middle market*, caratterizzato da imprese di dimensioni contenute, con logiche comportamentali non molto evolute e con assetti d'impresa strettamente connessi alla sfera personale dei soci o del fondatore.

Un problema fondamentale è trovare una modalità di congiunzione fra le esigenze del *risk management*, fondato su criteri finanziari e di natura oggettiva, e le esigenze relazionali, che vedono nel credito uno dei contenuti principali del rapporto banca-PMI e che fondano anche su valutazioni soggettive dei partecipanti alla relazione. In particolare, appare importante trovare uno strumento

[1] Intervento G. Carosio (Banca d'Italia) al convegno "Il rischio di credito e le implicazioni di Basilea 2", Siena, 8-9 marzo 2002

che riesca a contenere la soggettività delle valutazioni del *front office* del *corporate banking* senza perdere il valore indicativo, prescrittivo e qualificante posseduto da tali valutazioni, che riesce a qualificare il *rating* prodotto su elementi più oggettivi ed esterni (Caselli, 2000).

Nel corso della prima parte sono stati analizzati, seguendo uno schema funzionalista, i problemi e i bisogni posti in essere dalle asimmetrie informative ai partecipanti dello scambio e, progressivamente, al rapporto creditizio banca-impresa. In particolare, l'attenzione si è concentrata sull'incertezza comportamentale e sul rischio di opportunismo nella fase successiva alla concessione del credito attraverso la valutazione dei meccanismi contrattuali disponibili e delle possibili attività delle banche per limitarne sia l'intensità che gli effetti. La considerazione della ripetizione degli scambi e della continuità del rapporto finanziario e creditizio hanno, infine, introdotto nell'analisi la relazione e la necessità di considerare l'effetto e il costo futuro dei comportamenti attuali. L'impossibilità di ricorrere a contratti stato-contingenti completi, l'inutilità del tentativo di limitare unicamente l'incertezza, la progressiva rilevanza della componente implicita degli accordi e dei meccanismi reputazionali hanno introdotto una nuova dimensione di analisi del comportamento dei partecipanti al rapporto banca-impresa: la fiducia relazionale, quale aspettativa credibile di comportamento corretto e meccanismo di riduzione dell'incertezza comportamentale.

L'analisi delle condizioni che favoriscono la creazione di fiducia, l'esame dei fattori strutturali che caratterizzano il rapporto banca-impresa e gli effetti degli scambi continuati hanno posto in evidenza una dimensione processuale di creazione della fiducia, di mutual commitment e, conseguentemente, di valore della relazione inteso sia come maggiore risultato, sia come riduzione dell'incertezza comportamentale. Un corollario di ciò è costituito da un circolo vizioso o virtuoso legato alla disponibilità di informazioni: le informazioni sono necessarie allo sviluppo del rapporto, la continuità e ripetizione del rapporto producono ulteriori informazioni necessarie alla concessione di fiducia, la fiducia sviluppa il commitment, il commitment migliora il rapporto, trasformandolo in una relazione, la relazione permette una migliore *performance* e una migliore valutazione dei comportamenti; i migliori risultati costituiscono un flusso informativo che conferma la qualità della relazione e consolida la fiducia.

La maggiore coerenza degli interessi, il valore della relazione, il costo del commitment svolgono, quindi, due importanti effetti ai fini della valutazione e gestione del rischio di credito:

- producono informazioni di natura esperenziale, migliorano e rendono credibili quelle già esistenti, qualificano e specificano le informazioni quantitative utilizzate nella valutazione del merito creditizio; le informazioni a cui ci si riferisce riguardano la correttezza, le caratteristiche e la qualità comportamentale dell'imprenditore; esse hanno natura qualitati-

va e, specificamente, soggettiva ma rappresentano una componente fondamentale del patrimonio informativo della banca;
– incentivano comportamenti più corretti, riducono l'incertezza comportamentale e i problemi di *relationship risk sharing* e di *time inconsistency* degli interessi e della convenienza soggettivi.

Il capitolo affronta le necessità che provengono dall'introduzione di una logica basata sul *rating* e dalle correlate implicazioni sulle logiche gestionali del rischio di credito. L'analisi si articola in quattro punti inerenti a:

– i driver esterni e normativi della maggiore sensibilità e attenzione rivolta al rischio di credito negli ultimi tempi, con particolare riferimento al Nuovo Accordo di Basilea e alle filosofie gestionali e di *Credit Risk Managemen*t;
– l'introduzione delle problematiche che caratterizzano il processo di *rating*, legate alla definizione degli elementi che lo compongono (numero classi, significato di *default*, definizione e ruolo delle classi pass e fail, orizzonte temporale di riferimento, ecc.);
– le modalità di elaborazione e valutazione delle informazioni quantitative e qualitative e la struttura del processo di *rating assignment*;
– la criticità della valutazione della relazione con il cliente e la gestione della partecipazione al processo del front office della banca; questi due aspetti costituiscono un problema fondamentale e di complessa soluzione a causa della natura soggettiva che caratterizza quest'area di giudizio.

2. Il rischio di credito negli orientamenti di vigilanza: implicazioni per le banche

L'orientamento assunto dalle autorità internazionali e nazionali, responsabili dell'attività di vigilanza sul sistema creditizio, supporta ed alimenta lo sforzo di individuare sistemi efficaci e affidabili di valutazione e misurazione del rischio creditizio e degli altri rischi gravanti sull'attività bancaria complessiva. Le ragioni che hanno condotto alla revisione dell'Accordo di Basilea del 1988 sono molteplici e di varia natura, legate all'evoluzione ambientale, allo sviluppo della tecnologia, all'evoluzione delle modalità competitive sul mercato bancario e alla sensibile innovazione finanziaria che ha caratterizzato l'ultimo decennio. La disponibilità di sistemi e modelli gestionali del rischio più sofisticati ed efficaci e la possibilità di allineare meglio gli obiettivi di vigilanza con gli obiettivi delle singole aziende di credito, hanno costituito un forte impulso verso la revisione delle modalità di valutazione e controllo dell'adeguatezza patrimoniale nelle banche. Il ricorso a regole prudenziali standardizzate crea alcune di-

storsioni a favore degli intermediari meno efficienti, in un ambito di mercato in cui le decisioni e i costi delle decisioni derivano dalla capacità di valutare e ottimizzare il rendimento e il rischio (Carosio, 2001). A ciò si aggiunga, l'evoluzione del mercato creditizio e dei tassi d'interesse che ha ridotto sensibilmente il margine d'interesse, imponendo una gestione del rischio di credito più adeguata e un *pricing* coerente al fine di evitare che l'attività di prestito generi un rendimento inferiore al costo del capitale allocato (Santececca, 2000)[2].

Gli obiettivi del Nuovo Accordo di Basilea[3] fanno propria l'istanza derivante dalla necessità, sempre più sentita e stringente per le banche, di gestire in modo più mirato e puntuale i rischi assunti nella propria attività, abbandonando la staticità e la standardizzazione provenienti dalla mera applicazione dei coefficienti di regolamentazione imposti dalle direttive di vigilanza e dai criteri di controllo minimali previsti dalla normativa. Infatti, nell'ambito degli obiettivi tradizionali di stabilità, efficienza e parità concorrenziale, le autorità vogliono sviluppare una maggiore sensibilità al rischio ed evitare che gli sforzi di miglioramento gestionale delle banche risultino penalizzati dalla assenza di riconoscimento in termini di adeguatezza patrimoniale e di possibilità operative connesse. L'obiettivo del *level playing field* evolve da una sostanziale parità concorrenziale, perseguita attraverso l'imposizione di stesse regole per tutti, ad una situazione in cui si assicurano le medesime opportunità a tutte le banche (Carosio, 2000). Questo implica il riconoscimento delle capacità gestionali delle singole banche e, quindi, dei migliori risultati in termini di controllo e gestione dei rischi.

L'adozione di sistemi e modelli che permettono un migliore controllo interno dei rischi e una gestione più accurata vengono premiati dall'impianto concettuale del Nuovo Accordo di Basilea, attraverso requisiti patrimoniali che tengano conto dell'effettivo grado di rischio assunto. Essi sono in grado di ridurre il patrimonio necessario in presenza di un attivo bancario di migliore qualità. Il portato del Nuovo Accordo di Basilea non si limita ai rischi specifici finanziari, ma riguarda anche i rischi operativi, nel tentativo di incidere fattivamente sulle condizioni di equilibrio microeconomico della banca e sull'allocazione efficiente del patrimonio (Ferretti, 2001)[4].

---

[2] Santececca D., 2000, "Presentazione del gruppo di lavoro interno ABI sui sistemi di *rating* interno" in "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *ratings* interni", Tematiche Istituzionali, Banca d'Italia.

[3] Il riferimento è al "Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali" presentato nel gennaio del 2001, già comprensivo delle modifiche al precedente "Nuovo schema di regolamentazione del patrimonio" presentato nel giugno del 1999.

[4] Ferretti R. 2001, "Dai vincoli regolamentari al vincolo della creazione di valore: il punto di vista degli azionisti", in ABI, "Dai vincoli regolamentari al vincolo della creazione di valore" Lavori delle commissioni tecniche, 2001, pp. 134-138.

Il Comitato di Basilea individua tre pilastri lungo cui si articola la riforma dei requisiti patrimoniali che, in realtà, sono tre direttrici evolutive che spingono la vigilanza prudenziale verso una forma più "consensuale" (Gualandri, 2001). Infatti, da un rapporto controllore-controllato si giunge ad un rapporto molto meno di "agenzia" in cui:

- gli obiettivi delle autorità creditizie e delle banche tendono a coincidere, dato che l'adeguatezza patrimoniale e la riduzione del costo del capitale attraverso una più adeguata correlazione con i rischi effettivi, perseguono il medesimo fine;
- si riduce molto la convenienza dei comportamenti di *moral hazard* delle banche e la possibilità di porli in essere, tenuto conto della efficacia dei controlli sui processi di misurazione e valutazione del rischio;
- viene completata e migliorata l'attività di controllo sul comportamento delle banche attraverso l'introduzione di una disciplina di mercato e la previsione di una maggiore completezza informativa verso l'esterno; le autorità condividono parte delle informazioni di loro competenza con il mercato, attribuendogli la possibilità di sanzionare, attraverso le proprie valutazioni, l'evoluzione aziendale e i comportamenti strategico-gestionali;
- si attenua un elemento di dissonanza legato ad una cultura bancaria del rischio, costretta a recepire le istanze della propria natura d'impresa e le modalità di comportamento provenienti dalle disposizioni normative.

Il primo pilastro è costituito da una revisione dei requisiti patrimoniali minimi; le modalità di determinazione del patrimonio di vigilanza risultano invariate ma si modificano i coefficienti di ponderazione degli impieghi e le tipologie di rischio considerate. Il coefficiente patrimoniale considera il rischio di credito, il rischio operativo[5] e i rischi di mercato. Il primo pilastro si pone come obiettivo il perseguimento di una migliore sensibilità al rischio e, a questo fine, prevede molteplici possibilità di misurazione. Una delle principali novità riguarda la ponderazione del rischio per controparte, non più sulla base di classi standard bensì sulla base del *rating* specifico del cliente. Per il rischio di credito esistono tre opzioni: il metodo standard e i metodi fondati sui *rating* interni base e avanzato. Il metodo standard fa riferimento ai *rating* esterni, definiti dalle agenzie specializzate, mentre le altre due opzioni utilizzano *rating* determinati internamente dalle banche sulla base di un processo che deve essere "validato" dalle autorità creditizie. Il Comitato di Basilea ha adottato un approccio evolutivo in termini di complessità: all'estremo inferiore si trova il metodo standard, che è una sostanziale rivisitazione dell'Accordo del 1988; verso

[5] Il rischio operativo riguarda la possibilità di perdite dirette o indirette derivanti da fallimenti, errori o inadeguatezza dei processi interni, dovuti alle risorse umane, ai sistemi tecnologici oppure derivanti da eventi esterni.

l'estremo superiore si collocano i due metodi basati sui *rating* interni che si differenziano per la sofisticatezza della metodologia. In prospettiva, sarà possibile adottare modelli di gestione del portafoglio, attualmente rinviati per la necessità di una maggiore sperimentazione metodologica (Carosio, 2001). Le due tipologie di *internal rating-based approach* costituiscono due stadi progressivi a cui le autorità hanno riconosciuto una valenza differente, associando requisiti minimi patrimoniali decrescenti come l'incentivo verso una migliore modalità di misurazione e gestione del rischio di credito.

Il *metodo standard* sarà naturalmente utilizzato dalle banche di dimensioni più contenute, con una vocazione meno internazionale e con una ridotta complessità operativa. Il metodo standard rimane sostanzialmente vicino al metodo attualmente in essere, privilegiando la semplicità di applicazione rispetto alla precisione della valutazione (Marullo Reedtz, 2001)[6]. La classi di ponderazione di rischio sono cinque, più una per i soggetti per cui non disponibile un *rating*. Nella determinazione del rischio sono riconosciute le tecniche di *risk mitigation* cioè la possibilità di attenuare il rischio di credito attraverso il ricorso a garanzie personali e reali, *credit* derivatives e compensazioni di posizioni in bilancio. Nella considerazione delle garanzie, il Comitato di Basilea ha dato maggiore rilevanza alla natura del rischio e all'essenza economica dell'operazione piuttosto che allo strumento utilizzato, per evitare il rischio di rapida obsolescenza delle norme[7]. Il valore delle garanzie è sottoposto ad una svalutazione (*haircut*) per tenere conto della possibile variazione di valore e, nella definizione del fattore di ponderazione, non si ha una sostituzione completa del garante al debitore ma solo parziale (pari al 85%). L'approccio standard non avrà implicazioni sostanziali nei confronti del segmento *corporate* e, in particolare, delle piccole e medie imprese poiché la disponibilità di *rating* esterni su tale tipologia di impresa è praticamente inesistente.

L'*internal rating based approach* rappresenta una modalità più complessa di adempimento ai requisiti patrimoniali minimi poiché necessita di un'organizzazione del processo di valutazione del rischio di credito più sofisticata. Le previsioni iniziali sull'adozione da parte di un ristretto numero di banche si stanno modificando, espandendosi anche a banche di dimensioni meno elevate e con una minore complessità gestionale (Comitato di Basilea, 2001). In relazione alla complessità e alla competenze richieste alle banche sono previsti un approccio di base (*foundation approach*) e un approccio avanzato (*advanced approach*). Sono previste sei categorie di esposizioni: stati sovrani,

[6] Carosio G., Marullo Reedtz P., Venturino M., 2001, "La nuova normativa internazionale sui requisiti patrimoniali", Quaderni ASSBB

[7] Comitato di Basilea, 2001, "Presentazione del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali"

banche, imprese, clientela al dettaglio, partecipazioni azionarie e project financing.

Il sistema IRB è caratterizzato da tre aspetti: *il rischio di credito scomposto nelle singole componenti di rischio*; *la funzione di ponderazione del rischio* che aggrega e trasforma le componenti di rischio in coefficienti di ponderazione delle attività della banca; *i requisiti minimi di idoneità* ai fini della validazione e dell'utilizzo del sistema.

La stima delle componenti di rischio richiede alcune specificazioni. Il sistema, nell'assegnazione ad una data classe di *rating* deve essere in grado di valutare la rischiosità complessiva, tenendo conto del rischio del debitore e del rischio associato alla singola transazione e stimando il tasso di perdita atteso (*Expected Loss Rate, ELR*). Inoltre, occorre quantificare la perdita attesa. Essa deriva dalla considerazione congiunta: della probabilità di *default* del prestito (*Probability of Default, PD*); della quota di prestito non recuperabile definitivamente, dopo l'escussione di tutte le eventuali garanzie specifiche e generiche (*Loss Given Default, LGD*); della previsione riguardante l'esposizione effettiva del cliente nel momento in cui si verifica lo stato di crisi *(Exposure at Default, EAD*) al fine di poter determinare la quantità di credito che si trasformerà in una perdita per la banca.

La probabilità di *default*, come si approfondirà nel corso dei paragrafi successivi, deriva dalla valutazione delle caratteristiche relative al debitore, alla sua attività e alla sua situazione finanziaria. La PD di ogni classe è stimata con un orizzonte temporale di un anno ma deve rappresentare una valutazione prudenziale di una media di più lungo periodo. La sua valutazione deve "essere ben radicata nell'esperienza storica ed empirica della banca" (Laviola, 2001)[8]. La LGD possiede un trattamento differenziato nei due metodi e la sua determinazione fa riferimento alla tipologia del garante e alle caratteristiche delle garanzie esistenti. Inoltre, al fine di migliorare la sensibilità al rischio e la correlazione patrimonio-rischio effettivo, nell'approccio dei *rating* interni viene data rilevanza alla scadenza dell'esposizione in modo da valutare meglio la rischiosità delle singole esposizioni a parità di altre caratteristiche. Infine, si tiene conto della concentrazione delle esposizioni sui singoli debitori in modo da incorporare meglio gli effetti del rischio sistematico legata al grado di diversificazione e definire meglio il patrimonio necessario.

I fattori di ponderazione devono tenere conto non solo della perdita attesa ma, anche e soprattutto, della perdita inattesa poiché il patrimonio si pone a copertura della variabilità imprevista della perdita inattesa, mentre la perdita attesa dovrebbe essere correttamente stimata e coperta attraverso un corretto pricing e la predisposizione di fondi dedicati nel bilancio della banca. La pon-

[8] La viola S., 2001, "La riforma dell'Accordo del Capitale: il funzionamento dei *rating* interni" in Bancaria, n.4

derazione delle attività per il rischio è stata impostata su una funzione continua che rappresenta la relazione fra la probabilità di *default* e il coefficiente di ponderazione del prestito, ferme restando le altre componenti di rischio (LGD=50%, scadenza: tre anni, prestito senior non garantito). L'evidenza empirica e l'osservazione delle attuali esperienze contribuirà a definire più correttamente i coefficienti di ponderazione, una volta che saranno più chiare le modalità di raccordo fra i vari metodi e il livello di requisito minimo patrimoniale obiettivo[9].

I requisiti minimi di idoneità fanno riferimento alle modalità di funzionamento del sistema di *rating*, alla sua capacità valutativa e alla metodologia utilizzata. In generale, devono essere verificati: la capacità di differenziare e classificare adeguatamente le posizioni sulla base del rischio di credito, la completezza metodologica e valutativa dei sistemi di *rating*, l'esistenza di una coerente attività di sorveglianza sul sistema, le modalità di stima della PD, la separazione della valutazione del debitore rispetto alla transazione, la adeguatezza organizzativa e la previsione di una figura indipendente quale responsabile dell'intero processo.

Il secondo pilastro riguarda la necessità di verificare la *capital adequacy* delle singole banche in modo puntuale e coerente alle caratteristiche e alle scelte delle banche. La vigilanza è condotta in modo più personalizzato ed è finalizzata non solo a controllare ma anche a incentivare e incoraggiare le banche verso una maggiore e più efficace valutazione e gestione dei rischi. Le autorità perseguiranno questi obiettivi attraverso la verifica del funzionamento dei sistemi interni e della loro efficacia valutativa; esse svolgeranno un'attività di confronto implicito fra le diverse realtà bancarie e collaboreranno maggiormente con il management bancario, al fine di intervenire nelle situazioni inadeguate, attraverso lo sviluppo di processi di gestione più efficienti oppure l'indicazione di livelli di patrimonio più elevati. Il Comitato di Basilea ha individuato quattro principi fondamentali per le svolgimento della vigilanza prudenziale che integrano le numerose indicazioni esistenti nell'accordo e nei diversi documenti emanati dal 1999. I principi statuiscono le direttrici di comportamento delle banche e delle autorità creditizie: per le prime, forniscono indicazioni in materia di perseguimento dell'adeguatezza patrimoniale; per le seconde, è esplicitato meglio l'orientamento in materia di controlli e modalità di intervento, laddove esistessero situazioni caratterizzate da sottocapitalizzazione in relazione al rischio.

Il terzo pilastro riguarda l'incentivazione della disciplina di mercato al fine di migliorare il controllo delle banche che presentano un minore adeguatezza patrimoniale. L'attività di vigilanza svolta dalle autorità viene ad essere inte-

[9] Sulle problematiche di determinazione dei coefficienti patrimoniali si veda Laviola (2001).

grata dal ruolo del mercato; a tal fine è prevista una maggiore informativa, in grado di dare riscontro dell'attività di valutazione e misurazione del rischio, dell'effettivo livello di rischiosità assunto e dell'adeguatezza del livello di patrimonializzazione della banca. In particolare, il Comitato ha ritenuto che le banche debbano porre a disposizione dei terzi una serie di informazioni in grado di rappresentare compiutamente la situazione aziendale in merito a: ambiti di applicazione, composizione del patrimonio, procedimenti di valutazione e gestione dei rischi e adeguatezza patrimoniale.

Il superamento della separatezza fra logica gestionale e logica regolamentare all'interno delle banche induce una forte accelerazione nella diffusione di una cultura più dinamica e più proattiva nei confronti dei rischi creditizi e di mercato e, come ogni cambiamento promosso o supportato dalle autorità di vigilanza, questo passaggio presenta un buon grado di certezza nel suo completamento. Sotto questo profilo, si individuano alcune conseguenze importanti, sia attuali che potenziali:

- la maggiore diffusione di sistemi di risk *rating*, modulari e integrati nella capacità di fornire una misura complessiva del rischio, assunto dalla banca;
- una più intensa integrazione gestionale, tesa a creare un processo a supporto e completamento dell'attività bancaria;
- l'evoluzione culturale verso una più moderna filosofia gestionale dei rischi, sostenuta da meccanismi operativi in grado di recepirne i contenuti e di sensibilizzare e orientare adeguatamente le risorse umane;
- il miglioramento della valutazione e della gestione dei rischi attraverso le maggiori capacità di utilizzo delle informazioni, pubbliche e riservate, contenute nel sistema informativo della banca, ma, soprattutto, nel *front office* e nelle risorse umane responsabili del contatto e della gestione del cliente.

Il maggiore impulso che i sistemi di *credit rating* incontreranno nei prossimi anni non si focalizzerà unicamente sulla gestione del rischio della singola posizione ma dovrebbe coinvolgere tutto il bilancio bancario. In particolare, essi dovrebbero integrarsi o ampliarsi verso una logica unitaria di gestione dell'intero portafoglio prestiti e, ad un livello ancora più elevato, di gestione dell'attivo del bilancio, secondo i criteri e i principi classici della portfolio selection in grado di permettere il raggiungimento del livello di diversificazione ottimale ai fini della stabilizzazione del reddito e della riduzione dei rischi.

3. Il rating: aspetti definitori e struttura

Il *rating* rappresenta un processo che comprende tutte le attività e le metodologie finalizzate alla valutazione del rischio di credito dei prenditori. Esso coadiuva la gestione del rischio attraverso la costruzione di classi di merito creditizio, discrete e ordinali, in cui vengono classificati i differenti progetti da finanziare e i soggetti richiedenti credito[10]. A ciascuna classe di *rating* corrisponde uno livello di rischio omogeneo che permette una migliore gestione del portafoglio prestiti, un più adeguato pricing dei finanziamenti e una migliore e più puntuale gestione dei processi di selezione, revisione e controllo degli affidamenti. Il *credit scoring*, invece, rappresenta una modalità di misurazione e valutazione della qualità creditizia di un debitore. Esso permette di esprimere un giudizio sintetico e puntuale del grado di rischio che caratterizza la singola operazione e la specifica impresa richiedente, attraverso l'attribuzione di un determinato valore alle singole informazioni input e a specifiche combinazioni delle stesse, elaborate per mezzo di algoritmi e metodologie più o meno complessi. In questo senso, essa si integra con i processi di *credit rating* di cui costituiscono una modalità operativa di misurazione del rischio di credito

L'analisi del *rating* si focalizza, visti gli obiettivi del lavoro, sulla fase di assegnazione del *rating* (*rating assignment*), relativa alle modalità, alle problematiche e alle tecniche su cui si fonda l'assegnazione di un prestito o del debitore ad una classe di *rating*. Ad essa appartengono l'ampia gamma di metodologie di produzione e di determinazione del *rating*. Nell'ottica dell'Accordo di Basilea, questa è la fase più critica nella realizzazione del sistema di *rating* interno, perché su questa si costruisce l'equilibrio fra la esigenza di garantire un'ampia autonomia alle scelte gestionali interne delle banche e la necessità di definire una soglia minima di omogeneità ai sistemi regolamentari.[11] La fase di valutazione della tasso atteso di *default* (*rating quantification*) costituisce la seconda parte del processo di *rating* in cui si stima la probabilità di insolvenza che caratterizza ogni classe di *rating*[12]. La fase di assegnazione si caratterizza per l'analisi della qualità creditizia della singola operazione e/o per la valutazione complessiva del merito creditizio del soggetto richiedente.

Con il nuovo Accordo di Basilea è stata sottolineata *la differenza fra rating esterno e rating interno*:

- *i rating esterni* sono elaborati dalle agenzie specializzate, e costituiscono un giudizio sintetico sull'affidabilità e la solvibilità di un soggetto in

[10] De Laurentis G., 1999, "I processi di *rating* e i modelli di *scoring*" in Sironi A., Marsella M., (a cura di) "La misurazione e gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche" Bancaria Editrice, Roma

[11] De Laurentis, Giacomo. 2001. "I riflessi sui processi di concessione e revisione dei crediti della nuova proposta di Basilea." in "Bancaria", Aprile 2001.

[12] Per un approfondimento si veda De Laurentis, 2001

termini di capacità di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie, in considerazione dei fattori di rischio rilevanti;

– *i rating interni* sono elaborati dalle banche, a differenza di quelli esterni rappresentano un giudizio non pubblico sulla probabilità che si verifichino insolvenze nei crediti verso l'affidato.

Tale giudizio è: *quantitativo*, poiché rappresenta una probabilità che accada un evento; *rigoroso*, perché individua fra la moltitudine degli eventi possibili quello specifico che affligge le ragioni creditorie, ritagliandolo fra l'insieme dei giudizi che possono essere formulati sull'oggetto esaminato; *oggettivo ed omogeneo*, poiché deve essere confrontabile e distaccato da valutazioni personali[13].

Storicamente le banche esprimono all'interno dei loro sistemi interni due tipologie di *rating*, a seconda dell'oggetto analizzato: *il rating del debitore e il rating dell'operazione*. Il *rating* del debitore è focalizzato sulla probabilità di insolvenza, concentrandosi sostanzialmente sul primo argine del rischio di credito (De Laurentis, 2001). Nell'assegnazione del giudizio di *rating* del debitore le variabili fondamentali sono le condizioni economico-finanziarie attuali e prospettiche dell'impresa, la qualità del *management*, le prospettive di evoluzione del settore produttivo e della congiuntura economica; spesso esistono altre variabili che fungono da fattore di aggiustamento di *up-down grading*.[14] Il *rating* del debitore non è in grado di esprimere il livello di perdita potenziale associato al prenditore, poiché è scevro di qualsiasi tipo di considerazione sulla quota non recuperabile in caso di *default* (LGD). Questa dipende dalla forma tecnica del debito e dalla natura delle garanzie per cui il *rating* del debitore non consente di esprimere un giudizio connesso alle caratteristiche specifiche e "nominali" dello strumento[15].

Il *rating* dell'operazione invece, prende in considerazione, oltre alla probabilità di insolvenza, anche il tasso di recupero associato al valore dell'impresa. Esso è in grado di incorporare il valore delle garanzie reali, delle garanzie personali e dei diritti di priorità sul credito (*seniority*). Le garanzie apposte a presidio delle singole operazioni, incidono in modo rilevante sulla perdita in caso di insolvenza, così come la *seniority* del credito, anche se occorre verificare attentamente la correlazione esistente fra il rischio dell'attività garantita e quella del garante (con il cosiddetto rischio del *double default effect*)[16].

---

[13] Masera R., 2000. "Il *rating* interno e la gestione dei rischi bancari nei gruppi creditizi"

[14] Crouhy M., Galai D., Mark R., 2001. "Prototype risk *rating* system" in "Journal of banking & Finance", Gennaio.

[15] Resti A., Omacini C., 2000, "Come verificare la coerenza dei *rating* interni bancari? Un esercizio empirico basato su modelli statistici." in "Bancaria", Marzo.

[16] Fabbri A., 2001."Il trattamento delle tecniche di mitigazione del rischio di credito nella proposta di Basilea." in "Bancaria", Aprile.

La maggior parte delle banche tende verso la formulazione di un *rating* del debitore, mentre meno numerose sono le banche che esprimono un *rating* sull'operazione e, ancora meno sono le banche che esprimono separatamente un *rating* del debitore e dell'operazione[17].

La varietà dei risultati dell'osservazione delle principali esperienze internazionali impone una riflessione sugli aspetti caratterizzanti e più problematici di un processo di *rating*[18] riguardanti*:*

- la definizione del concetto di *default*;
- la definizione dell'orizzonte temporale del *rating*;
- il numero e la natura delle classi di *rating*;
- l'impostazione e le metodologie di analisi delle informazioni.

Un aspetto fondamentale di un sistema di *rating* è legato alla *definizione del concetto di default.* La definizione troppo estesa del concetto di *default*, ancorata alla semplice conoscenza da parte dell'analista di "fondati elementi pregiudizievoli sulla controparte" consente di intercettare per tempo le possibili patologie creditizie, ma si presta ad interpretazioni troppo soggettive che possono comprometterne l'applicazione[19]. Al contrario, un definizione "ristretta" rischia di cogliere in ritardo o di non cogliere affatto il verificarsi di fenomeni di deterioramento, di stress e di crisi del debitore. La banca, data la natura dei rapporti e la possibilità di verificare indirettamente l'evolvere dei fenomeni finanziari aziendali, può orientarsi verso un'accezione di *default* meno ampia, evitando il rischio di cogliere anche fenomeni solo transitori. Le scelte delle aziende di credito stanno identificando la classe di *default* con il passaggio a sofferenza di una posizione, in modo da far coincidere la classe peggiore con un evento caratterizzato da un certo grado di gravità e definitività[20].

La definizione proposta dal Comitato di Basilea prevede che la clientela venga classificata in *default* in presenza di almeno uno dei seguenti eventi:

a) l'impossibilità per il debitore di pagare per intero i suoi debiti;

b) la presenza di un evento creditizio come ristrutturazione del debito che comporti la rinuncia o il posponimento della quota interessi e/o del capitale;

c) un ritardo del debitore di oltre 90 giorni dal pagamento dovuto;

d) la dichiarazione in bancarotta o istituti simili del debitore.

---

[17] Comitato di Basilea, 2000, "Range of Practice in Banks' Internal *rating*s systems" Discussion paper, January

[18] Laviola S., 2000. "Il funzionamento dei sistemi di *rating* interni. I risultati di un indagine condotta all'interno dei sistemi internazionali." in AA.VV. "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *rating*s interni." Banca d'Italia. Aprile 2000.

[19] Resti, Andrea. 2001. "La previsione del rischio di insolvenza." in Resti, A., "Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche."

[20] De Laurentis G., 2001, "*Rating* interni e *credit* risk management" Bancaria

Questo potrebbe rivelarsi un problema per le banche italiane poiché risulta troppo ampia le definizione e, soprattutto, il termine dei 90 giorni di ritardo dal pagamento risulta disallineato dall'orizzonte temporale che caratterizza il passaggio a sofferenza, nonostante l'introduzione del concetto di sofferenza rettificata[21].

L'orizzonte temporale è un concetto inscindibile da qualsiasi tipo di misura della probabilità di *default*. Nelle modalità di valutazione del *rating*, la scelta del orizzonte temporale riguarda il periodo di validità del *rating* e la considerazione dell'evoluzione congiunturale. L'estensione temporale deve essere adeguata alla natura del prestito e alla tipologia di rapporto esistente con il debitore. L'occasionalità del credito sposta l'attenzione verso la durata del prestito, la continuità degli affidamenti e l'esistenza di un rapporto consolidato tende a far coincidere il *rating* con un orizzonte temporale più adeguato alle necessità relazionali[22]. Inoltre, strettamente legati al problema dell'orizzonte temporale appaiono due approcci: il *Point-In-Time* e il *Through-The-Cicle*.

Il primo approccio è focalizzato prettamente sulle condizioni correnti (e correntemente prevedibili) di solvibilità del debitore. Esso si riferisce alle condizioni di solvibilità di un debitore in un'ottica breve-medio termine: i *rating* PIT si modificano al cambiare delle condizioni del prenditore, lasciando stabile nel tempo la probabilità di *default* associata ad ogni classe di *rating*.

Il secondo approccio, utilizzato principalmente dalle agenzie di *rating*, considera le condizioni del debitore nella fase basse del ciclo economico previsto, in un'ottica di medio-lungo periodo: i *rating* TTC hanno il pregio di esprimere la probabilità di *default* associata ad ogni classe di *rating* nel tempo ma variano più lentamente al variare delle condizioni del prenditore[23]

I sistemi di *rating* giungono alla distribuzione dei debitori in un *numero limitato di classi di rischio omogenee*, ciascuna con una data frequenza di *default* attesa. Queste classi vengono poi rapportate fra loro su di una scala, in cui i *rating* di alta qualità presentano una più bassa frequenza di *default*; tale frequenza cresce quando ci si muove verso l'estremità inferiore della scala. La classe di *default* assume il significato di ultimo stadio da cui il soggetto non dovrebbe riemergere. Le classi cosiddette *fail* riguardano posizioni con situazioni problematiche ma che presentano caratteristiche di presumibile temporaneità. Esse dovrebbero comprendere anche classi in cui i clienti senza aver avuto comportamenti irregolari, non presentano le caratteristiche necessarie ad ot-

---

[21] Bagella M., Caiazza S., 2001, "L'accordo di Basilea 2001: verso una nuova regolamentazione dei requisiti del capitale bancario", Bancaria, n.4

[22] De Laurentis, 2001

[23] Laviola, Sebastiano. 2000. "Il funzionamento dei sistemi di *rating* interni. I risultati di un indagine condotta all'interno dei sistemi internazionali." in AA.VV. "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *rating*s interni." Banca d'Italia. Aprile 2000.

tenere un nuovo affidamento[24]. Verso l'estremità superiore, sono collocate le classi pass che associano una probabilità di *default* decrescente. Il numero delle classi adottate nei sistemi di *rating* non è uniforme. E' fondamentale che il numero delle classi previste permetta un'adeguata differenziazione delle posizioni, evitando che i debitori si concentrino in una o due classi[25] e migliorando le possibilità operative delle politiche di pricing.

L'ultimo aspetto da definire riguarda *l'impostazione e le metodologie di analisi delle informazioni*. La logica sottostante le modalità di elaborazione delle informazioni influenza sensibilmente la natura delle variabili processate. Infatti, come si vedrà ampiamente nel prossimo capitolo, il tipo di approccio del processo di *rating* incide sensibilmente sul ricorso alle informazioni qualitative e quantitative. Il processo di *rating* può fondarsi su tecniche e metodologie statistiche (*statistical-based process)*, su modelli strutturati di valutazione degli esperti (*constrained expert judgement-based process*) oppure su analisi e valutazioni da parte di analisti specializzati (*expert judgement-based process*)[26]. Le citate categorie, utilizzate dal Comitato di Basilea, rappresentano tre punti di un continuum di soluzioni possibili che articolano il processo di *rating* in modo estremamente variegato.

Le potenzialità delle differenti soluzioni risultano differenziate in relazione alla tipologia di cliente e alla complessità della situazione da analizzare. Il segmento *retail*, cioè privati e *small business*, per la sua ridotta differenziazione, per la semplicità della situazione da analizzare e per la disponibilità di informazioni quantitative, sintetiche della situazione economico-finanziaria, si presta ad un utilizzo di tecniche *statistical based,* in cui il possesso di determinati requisiti conduce all'attribuzione ad una classe di rating. Il segmento *corporate*, piccola e media impresa e grande impresa, non permette un utilizzo efficace di tecniche *statistical-based*, a causa della necessità di contestualizzare meglio le informazioni quantitative, di valutare la rilevanza di molteplici elementi qualitativi e di dare riscontro alla natura relazionale del rapporto con il cliente[27].

Il processo *judgement-based* deriva da una valutazione più soggettiva, strettamente collegata al giudizio di un analista e articolata sulla base della situazione contingente del debitore. Le agenzie di *rating* utilizzano un approccio di questo tipo; l'impresa viene valutata sulla base dei giudizi attribuiti da un *team*

---

[24] Sironi, Andrea. 2000. "I *rating* interni e i modelli per la gestione del rischio di credito." in AA.VV. "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *rating*s interni." Banca d'Italia

[25] Comitato di Basilea, 2000, "Range of Practice in Banks' Internal *rating*s systems" Discussion paper, January

[26] Comitato di Basilea, 2000, "Range of Practice in Banks' Internal *rating*s systems" Discussion paper, January

[27] De Laurentis, 2001

di analisti alle caratteristiche economico-finanziarie, competitive e organizzative dell'impresa[28]. Questi giudizi sono successivamente esaminati da un comitato che ne verifica la valutazione; ciò avviene attraverso un confronto con il management dell'impresa valutata e un'analisi della coerenza con le prospettive e i piani di sviluppo dell'impresa. Il risultato finale è un *rating*, articolato su una serie di commenti ma standardizzato in termini di spendibilità e comprensibilità esterna[29]. In scala ridotta, questo processo riprende numerose fasi del processo di affidamento articolato nella tradizionale istruttoria di fido, in cui, però, il risultato era costituito da un giudizio argomentato e non da una valutazione della probabilità di insolvenza.

La forma intermedia, rappresentata da processi *contrained judgement-based,* fonde alle modalità della valutazione soggettiva una maggiore strutturazione sia analitica che di elaborazione delle informazioni, facendo ampio ricorso a sistemi di *credit scoring* di varia natura. In questo ambito, ricadono molteplici processi di *rating* in cui ad una valutazione di tipo statistico degli aspetti quantitativi si aggiunge un momento di verifica e di *up/down grading* da parte di un analista in grado di rendere più aderente la valutazione all'impresa considerata.

4. Modelli di elaborazione delle informazioni: criticità nella misurazione del rischio creditizio

L'area deputata all'analisi delle informazioni e alla valutazione del merito creditizio attraverso una stima della probabilità di *default* costituisce il momento produttivo del *rating* e una fase essenziale della progettazione dell'intero processo. L'efficacia valutativa delle differenti modalità di analisi non è omogenea, come si è visto, e si modifica in relazione alle caratteristiche e alla complessità del segmento di clientela obiettivo. Accanto a queste considerazioni, occorre introdurre alcune riflessioni in merito alle competenze possedute e all'efficienza economica dell'intero processo. Infatti, i modelli di elaborazione delle informazioni richiedono una partecipazione dell'analista o del relationship manager inversamente correlata al grado di meccanicità del modello. I modelli *judgement based* permettono risultati complessivamente migliori, data la capacità di sintetizzare tutte le informazioni e di poter verificare direttamente sul cliente l'adeguatezza delle valutazioni (si vedano le procedure adottate dalle società specializzatedi rating). La maggiore efficacia valutativa comporta la necessità di elevate competenze specialistiche e determina un'onerosità del

[28] Standard & Poor's Corporation, 1998, "*Rating* criteria"

[29] Moody's Investor Service, 1998, "Industrial Company *Rating* Methodology"

processo che potrebbe essere scarsamente giustificata dal volume del prestito e dalla dimensione del cliente. I modelli *statistical based* o *constrained expert judgement-based* di tipo meccanico riducono l'intervento del personale bancario nella fase di elaborazione, coinvolgendolo nelle fasi di valutazione strutturata o di verifica del rating prodotto. La maggior parte delle competenze valutative viene incorporata dai modelli che semplificano la partecipazione del personale e, quindi, riducono il costo della valutazione. Ciò determina, però, una maggiore standardizzazione delle valutazioni e una minore capacità analitica delle situazioni contingenti e degli aspetti più complessi, che richiedono l'inserimento di informazioni e di interpretazioni scarsamente definibili ex-ante.

I modelli di formulazione del rating (Figura 4.1) possono essere classificati sulla base delle categorie enunciate dal Comitato di Basilea oppure, in modo più continuo, in relazione alla logica di analisi sottostante. La logica *bottom-up* è una modalità di determinazione del rating che origina dalle caratteristiche specifiche del debitore e dall'analisi delle informazioni che meglio contribuiscono a definirne il profilo di rischio. La logica *top-down*, invece, analizza i fattori e le caratteristiche che, a livello di segmento di clientela, riescono a spiegare meglio la qualità creditizia e influenzano il livello di rischio di credito. I singoli debitori, appartenenti ad uno specifico segmento di clientela, vengono assegnati ad una data classe di rischio sulla base del possesso di tali fattori e caratteristiche possedute.

Figura 4.1: I modelli di elaborazione delle informazioni

Categorie del comitato di Basilea	**Natura elaborazione informazioni**	**Metodo di assegnazione del *rating***	**Logica prevalente**
Judgement based	Destrutturata	Tradizionale come analisi di fido	**BOTTOM UP**
Constrained expert judgement based	Strutturata soggettiva	Tradizionale con aree d'analisi predefinite e pesi definiti caso per caso	
	Strutturata meccanica su pesi soggettivi	Griglie di *Scoring* soggettivi con pesi predefiniti in modo soggettivo	

Statistical based	Statistico-analitica, con variabili e pesi individuati statisticamente	*Scoring* statistici con pesi definiti statisticamente	**TOP DOWN**
	Top down pura su clusterizzazione	Poche variabili definite in modo statistico	

Fonte: De Laurentis, 2001

L'organizzazione non strutturata dell'analisi delle informazioni disponibili e della individuazione degli aspetti da indagare viene delegata all'analista che, in relazione alla situazione contingente, decide gli ambiti rilevanti su cui focalizzare l'attenzione. La tradizionale istruttoria di fido, al di là di alcuni campi predefiniti, concentra nell'ambito della proposta o relazione di fido la valutazione di una serie di aspetti e caratteristiche dell'impresa che, se da un lato possono contestualizzare meglio il giudizio, dall'altro introducono una forte componente di soggettività dovuta sia al giudizio attribuito che alla scelta degli elementi da valutare. Queste modalità risultano poco trasparenti e mal si conciliano con le necessità di differenziazione organizzativa e di presidio relazionale poiché impediscono un'attività di controllo sull'operato del valutatore. Questa incapacità spinge la banca verso il mantenimento delle dovute distanze fra logica commerciale e logica creditizia. La decisione è subordinata ad una valutazione oggettiva e distaccata, prevalentemente ancorata alle variabili quantitative; tutto ciò produce una scarsa valutazione delle variabili qualitative, deprimendo il riconoscimento del valore della relazione e delle informazioni da essa create. Infatti, il rischio di conflitti d'interesse nella valutazione del rischio porta la banca ad isolare le istanze dell'area commerciale, scindendo il momento valutativo e gerarchizzando il momento decisionale dell'affidamento.

L'organizzazione dell'analisi delle informazioni necessarie alla determinazione di un *rating*, normalmente, prevede una certa strutturazione delle aree di valutazione. Infatti, la complessità aziendale viene suddivisa in una serie di aspetti ed elementi più semplici, la cui valutazione permette di giungere ad un giudizio via via più sintetico dell'impresa nel suo complesso. Le modalità di aggregazione di queste aree costituiscono il fattore di differenziazione fra modelli strutturati soggettivi, strutturati meccanici e statistico-analitici[30].

Nella *analisi strutturate soggettive*, i giudizi sui singoli aspetti sono aggregati dal valutatore sulla base delle proprie percezioni e della situazione contingente; la rilevanza attribuita alle caratteristiche dell'impresa si modifica in relazione alla situazione aziendale e alle prospettive e alle variabili di business.

[30] De Laurentis, 2001

Come si è visto nel paragrafo precedente, queste modalità sono adottate dalle società di *rating*, si adattano a situazioni più complesse, permettono una capacità analitica superiore ma possiedono un costo elevato poiché è necessario disporre di competenze specialistiche per i vari ambiti di analisi. Nelle società di *rating* la valutazione è affidata ad un team, nelle banche, spesso, il valutatore è unico con competenze più generaliste, per cui queste modalità vengono riservate alle grandi imprese e alle imprese che, al di là delle dimensioni, costituiscono una posizione di "grande fido". L'analisi strutturata migliora le possibilità di confronto e aumenta la trasparenza valutativa sulle singole aree d'analisi, ma mantiene inalterato il grado di soggettività che caratterizza la valutazione; infatti, l'importanza attribuita alle singole variabili cosi come l'interpretazione dei valori assunti dalle variabili indagate sono legate alla discrezionalità dell'analista nella formulazione del proprio giudizio finale.

La ricerca di una maggiore omogeneità e le esigenze di maggiore efficienza hanno gradualmente condotto verso una più intensa strutturazione del processo di valutazione attraverso la standardizzazione della rilevanza delle singole variabili analizzate. Le analisi strutturate di tipo meccanico includono tutte le modalità di valutazione in cui le variabili e le informazioni sono inserite in un percorso di analisi che aggrega automaticamente le singole valutazioni sulla base di pesi predefiniti in fase di progettazione del modello. Questi modelli rientrano nella categoria *constrained expert judgement-based* poiché il percorso di analisi e il peso relativo da attribuire alle variabili sono definiti sulla base dell'intervento di un team di esperti coinvolto nella progettazione del sistema.

Gli svantaggi di tali modelli, maggiormente riconosciuti dagli operatori e dalla letteratura, riguardano il rischio che il sistema incorpori delle distorsioni in fase di progettazione legate alla soggettività delle valutazioni. De Laurentis (2001) sottolinea in modo puntuale i rischi derivanti dalla predisposizione di pesi di "consenso" ottenuti attraverso la mediazione delle differenti opinioni sulla rilevanza delle variabili input e delle singole aree di analisi. A fronte del vantaggio di una maggiore trasparenza valutativa e del minor grado di soggettività attribuito alla valutazione degli analisti, si produce il rischio di adottare un processo di *rating* condizionato da possibili scelte sub-ottimali che ne riducono la capacità valutativa complessiva. I modelli statistici si slegano da queste modalità, attribuendo alle metodologie adottate il compito di riconoscere oggettivamente il contributo predittivo e valutativo delle differenti informazioni processate e, in particolare, delle combinazioni di caratteristiche esistenti, attraverso il riscorso ad analisi multivariate.

I processi *statistical-based* di *rating* elaborano le informazioni sulla base di modelli statistico-matematici e conducono all'individuazione delle variabili rilevanti e dei loro pesi relativi sulla base dei risultati delle metodologie adottate. Questi modelli di *scoring* cominciano a porsi in evidenza a partire dalla fine degli anni sessanta, con il modello realizzato da Altman (1968) che si discosta-

va dai precedenti modelli improntati soprattutto ad una tradizionale analisi per quozienti di bilancio, quindi di tipo sostanzialmente contabile[31]. Altman utilizzò l'analisi discriminante per ottenere una funzione, denominata Z-score, basata su cinque indicatori calcolati su dati di bilancio e su valori di mercato di cui individuò i pesi relativi da attribuire nella attribuzione dello score. I modelli di *credit scoring* presenti nella letteratura scientifica e in campo economico-aziendali sono numerosi. Gli obiettivi e il numero di informazioni elaborate non sono eccessivamente differenziati, mentre la differenza fondamentale deriva dalla tecnica di elaborazione utilizzata. I modelli di analisi adottati si fondano principalmente sull'analisi discriminante lineare e su modelli Logit e Probit. Queste tecniche sono di tipo multivariato e differiscono per alcune ipotesi di base e per la relazione stimata fra variabili input e probabilità di *default*: i modelli Logit assumono che la probabilità di *default* sia logisticamente distribuita, mentre i modelli Probit assumono che tale distribuzione sia di tipo normale. L'analisi discriminante giunge a suddividere i debitori in differenti classi caratterizzate da alto e basso rischio di insolvenza. Negli ultimi tempi sono state applicate nuove metodologie per la valutazione del merito creditizio delle imprese come gli algoritmi genetici e le reti neurali[32]. In particolare, il ricorso alle reti neurali[33] invece di ricercare con procedimento deduttivo un modello che spieghi sul piano teorico le insolvenze, cercano di evidenziare delle relazioni stabili fra dati empirici (*input*) e rischio d'insolvenza (*output*). In questo modo, i sistemi di *credit scoring* fondati sulle reti neurali utilizzano un algoritmo matematico che ha l'obiettivo di individuare la funzione (in genere non lineare)

[31] In questo senso si vedano i lavori di G. Foster, 1986, "Financial statement analysis" Englewood Cliffs; W. Beaver, 1967, "Financial Ratios as Predictors of Failure" in Journal of Accounting Research; R. Ruozi, 1974, "Sull'attendibilità dei bilanci e sulla loro attitudine ai fini di previsione delle insolvenze" in Bancaria, n.1;

[32] Per un approfondimento e un confronto dei differenti metodi si veda E. Altman, A. Saunders, 1997, "*Credit* risk Measurement: developments over the last 20 years", in Journal of Banking and Finance; R. Gulden, C. Rossignoli, G. Salcioli, 1994, "L'adozione di sistemi basati sulla conoscenza nell'area fidi degli enti creditizi" in Il Risparmio, n.2; AA.VV:, 1995, "Metodi avanzati di gestione del rischio di credito", Commissione tecnica per gli Studi ABI, Sironi A., Marsella M., 1998, La misurazione e la gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche" Bancaria Editrice

[33] Una rete neurale artificiale è un modello computazionale ispirato alla biologia che consiste sia di unità elementari d'elaborazione (neuroni) e di loro connessioni per formare una rete, sia di algoritmi di addestramento. La produzione dei risultati da parte della rete neurale deriva da un processo di apprendimento da parte del sistema (*training phase*) nel corso del quale, sulla base di un dato insieme di *input* e di *output* (*training set*), il sistema "impara" a identificare le risposte corrette, trovando regole e pesi che facciano seguire a dati input una risposta corretta (nel nostro caso la probabilità di insolvenza sulla base delle caratteristiche dell'impresa e dell'ambiente quali la sua struttura finanziaria, la sua localizzazione, la dimensione e il grado di efficienza operativa).

che lega le variabili indipendenti (input informativi) con la variabile dipendente (output/score). Le reti neurali permettono di raggiungere un buon grado di accuratezza di analisi e si pongono su un piano paritario rispetto ad altri metodi[34] ma presentano alcuni limiti dovuti all'utilizzo di dati storici per l'addestramento, all'elevata instabilità dei risultati raggiunti, al rischio di illogicità economica di alcuni risultati e alle difficoltà di addestramento.

Il grado di accuratezza delle previsioni formulate attraverso il ricorso a processi di *rating statistical-based* è sicuramente superiore rispetto alle altre metodologie meccaniche poiché supera il limite delle analisi univariate. Essi possiedono la capacità di processare un ampia varietà di informazioni e di individuare le variabili rilevanti e il peso da attribuirne nell'analisi. Tuttavia, questi metodi presentano, in misura più o meno maggiore, alcuni limiti derivanti dalla propria impostazione tecnico-statistica. Molto spesso i risultati ottenuti e le probabilità di insolvenza calcolate perdono di accuratezza al di fuori dei campioni di stima richiedendo alcuni aggiustamenti per tenere conto del differente set d'imprese[35]. Inoltre, questi processi sono maggiormente dedicati all'analisi delle variabili quantitative e qualitative di tipo oggettivo poiché si vuole evitare l'introduzione di ambiti di soggettività legati alle valutazioni sulla qualità del soggetto. Questo limita l'applicabilità del sistema ad alcune tipologie di clientela come le piccole e medie imprese poiché esclude dalla valutazione elementi importanti sulla situazione dell'impresa in grado di qualificare e migliorare le possibilità di analisi complessive (Antonov, 2000). Come si vedrà nel prossimo paragrafo, le piccole e medie imprese presentano una complessità valutativa che non può essere colta unicamente nell'analisi dei dati di bilancio e dei dati andamentali, completati dalle informazioni settoriali e dalle segnalazioni provenienti dalla Centrale dei Rischi. De Laurentis (2001) propone una serie di combinazioni di metodi differenti per ovviare alla ridotta possibilità di processare le informazioni qualitative. Per questo fine, si completa-integra il sistema con un'area di analisi, di tipo judgement-based, che modifica il giudizio emerso contestualizzandolo nei confronti dell'impresa analizzata

Esse sono sostanzialmente affidate ad un'analisi di tipo judgemental di tipo strutturato soggettivo o destrutturato. Nel corso di questo volume, si vuole verificare le potenzialità del ricorso ad un sistema esperto a logica fuzzy per integrare le variabili qualitative soggettive nell'analisi di tipo statistico dei dati quantitativi. L'obiettivo consiste nel ridurre le problematiche di soggettività valutativa provenienti dal coinvolgimento di una figura organizzativa molto vicina al cliente e direttamente coinvolta nella relazione sviluppata dalla banca.

[34] Altman, Marco, Varetto, (1994), Gabbi, (1998),

[35] Marullo Reedtz, (2000)

La tendenza operativa verso l'ampliamento effettivo dei sistemi di *credit scoring* alla concessione del credito alle piccole imprese è recente, essendo stata limitata ai tradizionali ambiti di applicazione relativi al credito al consumo, alle carte di credito e al credito ipotecario immobiliare. Per lungo tempo i prestiti alle imprese sono stati ritenuti troppo eterogenei per poter essere correttamente valutati con procedure standard, anche a causa delle difformità esistenti nelle informazioni disponibili e della disomogeneità della documentazione necessaria (Mester, 1997). Non si hanno molte evidenza empiriche dell'applicazione di sistemi di *credit scoring* alle piccole e medie imprese. Il ricorso a detti sistemi rimane subordinato alla soluzione dei problemi di valutazione qualitativa.

Sotto un profilo economico-aziendale, le evidenze presenti nel mercato statunitense, nonostante siano relative alle *small business,* sottolineano come l'utilizzo diffuso di sistemi di *credit scoring stia rivelando un grado soddisfacente di efficacia.* Infatti,i risultati dell'applicazione delle tecniche di affidamento automatizzate alle *small business* sono stati positivi e incoraggianti. Essi hanno evidenziato:

- la riduzione di fenomeni di razionamento da parte delle banche verso le imprese collocate all'interno di aree depresse rispetto alle imprese collocate in aree più sviluppate, a parità di caratteristiche economico-reddituali, confermando la migliore oggettività dei sistemi di *scoring* rispetto alle valutazioni tradizionali (Feldman, 1997)[36];
- un maggiore tasso di crescita lordo della quota di portafoglio prestiti caratterizzata da impieghi nei confronti delle small business;
- la riduzione del rischio di valutazioni fuorvianti, dovute ad un'eccessiva e distorta importanza attribuita alla relazione banca-impresa, che sostituendo valutazioni oggettive del rischio, conduce ad una preconcetta determinazione della meritevolezza delle imprese (Frame, Padhi, Woosley, 2001)[37];

---

[36] Feldamn, R., 1997, "Small business loans, Small Banks and a big change in technology called *credit scoring*" Federal Reserve bank of Minneapolis", September

[37] Si veda la recente ricerca condotta dalla Federal Reserve Bank of Atlanta nel lavoro di Scott Frame W., M. Padhi, L. Woosley, 2001, "The effect of *credit scoring* on small business lending in low-and moderate-income areas" Working paper series 2001-6, Federal Reserve Bank of Atlanta. In particolare, questa ricerca si rivela molto importante poichè evidenzia come i sistemi di *credit scoring* esercitano un'influenza positiva sul finanziamento delle small business e sulle imprese localizzate in aree meno presidiate dalle banche. Le imprese di minori dimensioni sono finanziate da banche locali e, molto spesso, le valutazioni creditizie sono fondate soprattutto sulla relazione e sulla conoscenza diretta. Questo comporta che il processo di ristrutturazione del sistema e l'accrescersi delle dimensioni bancarie può, in alcune aree, ridurre la presenza delle piccole banche locali e creare momenti di razionamento per le piccole e medie imprese. A ciò occorre aggiungere che le grandi banche hanno processi di finanziamento fondati su analisi fi-

– la costante disponibilità delle banche a concedere credito anche alle imprese più distanti dalle tradizionali aree di presidio della banca e dalle aree gravitazionali degli sportelli.

5. Le problematiche relative alla valutazione della relazione bancaria

Il progressivo affermarsi di un nuovo approccio alla misurazione e gestione del rischio di credito, fondato su una sua formalizzazione differente rispetto alla tradizionale definizione, introduce una maggiore attenzione ai driver del rischio e alle modalità di minimizzazione dello stesso. In realtà, negli anni novanta non si sviluppano solo delle nuove tecniche di gestione del rischio. Infatti, si assiste ad una graduale affermazione di una nuova visione creditizia che capitalizza alcuni concetti della filosofia tradizionale ma attribuisce una connotazione maggiormente finanziaria alla gestione del credito e ai rischi connessi.

La visione creditizia tradizionale tende a distanziare la gestione del portafoglio prestiti rispetto alla gestione del singolo prestito, raccordando le due logiche attraverso la definizione dei criteri di valutazione dei fidi e attraverso l'indicazione di una serie di linee guida funzionali al raggiungimento di una specifica composizione e di un dato volume obiettivo. La gestione dei prestiti tende, sostanzialmente, a valutare due variabili: il volume del prestito e il tasso. La prima risente del contesto ambientale e del rapporto plurimo fra banche e imprese, in cui la logica del frazionamento e di gestione assicurativa dei prestiti risulta pregnante nella definizione del fabbisogno finanziario da soddisfare. La variabile prezzo deriva dalla sostanziale assenza di una misurazione del rischio puntuale e dall'applicazione di tassi che variano in relazione a fattori legati: al rapporto, alla conoscenza diretta, al ramo di attività, alla situazione specifica della banca in termini di incidenza dei prestiti e delle sofferenze, con una ridotta razionalità sotto un profilo economico (Corigliano, 1998)[38]. Questa logica si definisce e si consolida nell'ambito di un'attività bancaria specializzata, organizzata secondo modelli di natura funzionale che frazionano i processi decisionali. Il processo di affidamento non è presidiato da un unico responsabile e, soprattutto, alcune interdipendenze reciproche e complesse non sono riconosciute e gestite adeguatamente. Tutto ciò crea situazioni di dissonanza organizzativa, decisionale e gestionale che conducono a modelli di intermediazione, valuta-

nanziarie e oggettive al contrario delle piccole banche , più protese all'interpretazione delle caratteristiche del debitore.

[38] Corigliano R., 1998, "Rischio di credito e *pricing* bancari", Bancaria

zione del rischio e *pricing* non ottimali rispetto alla tipologia del cliente, alla natura della relazione esistente e alle informazioni disponibili (Cosma, Fabbri, 2000). Si individuano tre tipologie di limiti nella gestione del rischio di credito delle banche italiane nell'impostazione tradizionale[39]: *i limiti tecnici*, connessi all'assenza di un'adeguata metodologia di misurazione del rischio e al ridotto ricorso a sistemi di *credit scoring* e *rating*; i *limiti gestionali*, legati all'assenza di un orientamento verso una gestione di portafoglio del rischio di credito e all'assenza di un effettivo controllo della redditività di cliente; *i limiti organizzativi*, dovuti alla frammentazione dei centri di istruttoria e di delibera dei prestiti, al sistema delle deleghe decisionali per volume di fido e alla filosofia antagonista che viene promossa fra le differenti unità coinvolte nel processo creditizio al fine di ridurre possibili comportamenti troppo inclini ad una logica più commerciale che creditizia.

La *new view* considera l'attività creditizia come un momento unitario, di natura finanziaria e relazionale, di gestione del credito e, in particolare, del rischio di credito, si affianca e si integra con la più ampia gestione del portafoglio d'investimenti bancario e con i complessivi rischi finanziari e operativo-strategici della banca. Essa si sviluppa in un contesto di vigilanza prudenziale e sta giovando di una sensibile e sostanziale accelerazione nell'ambito della transizione verso una vigilanza consensuale. La riduzione della distinzione interpretativa esistente fra sfera creditizia e sfera finanziaria conduce verso una visione più integrata dell'attività bancaria all'interno del *risk management*. Ciò richiede che la gestione dei prestiti e del rischio di credito vengano attuate in modo da poter misurare l'impatto prodotto dall'attività creditizia sul patrimonio attraverso la stima della massima perdita potenziale (value at *risk*) o, in altre parole, del rischio assunto in relazione alla dotazione di patrimonio disponibile[40].

La scomposizione del rischio di credito nelle sue differenti componenti permette di individuare e quantificare il livello di perdita attesa e di stimare la variabilità della perdita attesa cioè la perdita inattesa. La concezione più spiccatamente finanziaria della *new view* tende ad accentuare il ruolo attribuito alla gestione del portafoglio prestiti, oltre che alla gestione del *pricing* e del processo di selezione. La diversificazione dei prestiti permette di ridurre la perdita inattesa attraverso l'ottimizzazione delle correlazioni esistenti fra i singoli prestiti, senza esercitare alcun effetto sul livello di perdita attesa.

La gestione della perdita attesa riguarda il rischio specifico del prestito: la probabilità di *default* attesa e la capacità di recuperare la maggior parte possibi-

---

[39] De Laurentis (1998)

[40] Su questi temi si veda diffusamente Saita F. (2001) e con riferimento al rischio di credito si veda Sironi A., 1998, "Dalla probabilità di insolvenza al VAR di un portafoglio: obiettivi, approcci alternativi e applicazioni" in Sironi A., Marsella M., (1998)

le dell'esposizione passata a sofferenza. In definitiva, la perdita attesa può essere gestita attraverso la migliore stima possibile della PD, la minimizzazione della LGD e la possibilità di controllo della EAD (*exposure at default*). La misurazione e la gestione del rischio specifico permettono, da un lato la riduzione del livello complessivo di rischio assunto dalla banca, dall'altro l'adeguata copertura del rischio di credito attraverso un *pricing* più coerente all'effettivo livello di rischiosità e al costo del rischio di credito assunto.

La tendenza verso una visione di *risk management* della gestione del credito introduce la necessità di superamento della tradizionale classificazione dicotomica del merito creditizio in "affidabile" e "non affidabile" e della misurazione semplicistica del rischio di credito in crediti vivi, incagli e sofferenze. Occorre classificare tutte le singole posizioni in modo ordinale rispetto al livello di rischio di credito evidenziato, esplicitando per ciascuna di esse il tasso di *default* atteso. La necessità di implementare un processo di *risk assignment* pone in evidenza una serie di problematiche legate alle caratteristiche del processo, alla metodologia adottata e agli strumenti utilizzati. Il punto di partenza deriva, come sottolinea De Laurentis (2001b)[41], dal fatto che l'*internal rating based (IRB) approach* è una modalità per superare la visione diadica relativa alle finalità gestionali e alle finalità regolamentari della misurazione del rischio. Nei processi di *rating*, deve essere esclusa l'ipotesi di un "doppio binario" ai fini del *risk management* rispetto ai processi di selezione, controllo e *monitoring*. Il processo di attribuzione di un *rating* e di quantificazione del rischio di credito deve compenetrarsi all'intero sistema gestionale della banca, seguire e ispirare la medesima filosofia gestionale e fondersi progressivamente con i valori della cultura della banca. Il Comitato di Basilea (2000)[42] ha indicato esplicitamente due sostanziali necessità per l'orientamento verso un IRB *approach* nel principio n.10: *"Le banche sono incoraggiate a sviluppare e utilizzare un sistema di rating interno nella gestione del rischio di credito. Il sistema di rating deve essere coerente con la natura, la dimensione e la complessità della attività della banca."* Il sistema di *rating* interno viene riconosciuto come un importante strumento di controllo sia della qualità dei singoli crediti sia della qualità dell'intero portafoglio e si configura come uno strumento apprezzabile nel differenziare il rischio di credito delle esposizioni creditizie.

Le modalità di determinazione e formulazione del *rating* richiedono una serie di scelte relative al processo di *rating assignment* e di *rating quantification*. Nell'ambito delle differenti tipologie di analisi si pongono molteplici problemi relativi all'analisi dell'impresa, del suo merito creditizio e della probabilità di

[41] De Laurentis G., (2001) «I riflessi sui processi di concessione e revisione dei crediti della nuova proposta di Basilea" in Bancaria , n.4

[42] Comitato di Basilea, 2000, "*Principles for the Management of Credit Risk"*

default. In relazione alla differente tipologia del richiedente fido, le tipologie di analisi variano la loro efficacia poiché alcune informazioni non riescono ad essere incorporate all'interno di dati oggettivi. Il segmento delle piccole e medie imprese pone delle difficoltà poiché non riesce ad essere valutato compiutamente attraverso la tradizionale elaborazione dei dati di natura economico-finanziaria, dei dati provenienti dalla Centrale dei rischi, dei dati andamentali derivanti dall'osservazione dei flussi finanziari attivati dall'impresa con l'utilizzo dei vari servizi bancari e dell'andamento settoriale ed ambientale.

Le difficoltà sono di duplice natura e rimandano, da un lato, alla stessa teoria dell'intermediazione finanziaria che legittima e spiega l'esistenza della banca, dall'altro ai limiti e alla significatività delle varie tecniche di analisi utilizzate in relazione alla natura dei dati.

Il primo problema deriva dal ruolo della relazione con il cliente ai fini della riduzione dei rischi legati alle asimmetrie informative alla luce dei limiti esistenti nei processi di socializzazione delle informazioni e delle competenze valutative nella banca. Questi limiti contribuiscono a consolidare l'asimmetria informativa istituzionale fra banca e impresa perché l'organizzazione del processo di gestione relazionale del cliente concentra tali informazioni presso il front office e, ancora più frequentemente, in capo allo specifico *relationship manager*. L'interazione continuata con l'impresa, la conoscenza sempre più approfondita e la creazione di *process-based trust* riducono l'asimmetria informativa esistente fra gli effettivi partecipanti alla relazione. Sono informazioni riservate, relative a situazioni specifiche dell'impresa, che contribuiscono a spiegare e contestualizzare alcune situazioni economico-finanziarie; a ciò si aggiungono le informazioni di natura esperenziale che riflettono la profondità e la solidità della relazione, esprimono il grado di fiducia e di mutual commitment e contribuiscono a individuare il rapporto di causa-effetto che caratterizza determinati comportamenti finanziari e gestionali dell'impresa[43]. Molto spesso queste informazioni non sono condivise con la banca e non possono essere utilizzate se non dalle persone direttamente coinvolte.

Il secondo problema è legato alla necessità di valutare gli aspetti tipici di un'impresa che emergono nel corso della relazione e si caratterizzano per una pluralità di informazioni che qualificano meglio il richiedente prestito e che, spesso, non riescono ad essere incorporate nei dati tradizionalmente analizzati.

---

[43] Si vedano le osservazioni di Caselli (2000) sui fattori relativi alle determinanti *demand side* del comportamento finanziario, proprietario e manageriale delle PMI che contribuiscono a rendere nebulosa e incerta la valutazione di una situazione economico-finanziaria; i fattori individuati da Ruozi, Zara (2001) per una migliore comprensione delle determinanti dei bisogni della PMI e delle strategie coerenti di gestione del rapporto banca-impresa e delle politiche creditizie; Forestieri (1997) per una sintesi dei fattori che persistono nel rendere opaco e disomogeneo il rapporto fra banche e imprese in Italia.

La valutazione di questi aspetti è di natura fondamentalmente soggettiva e si fonda su variabili e caratteristiche qualitative che non riescono a possedere l'oggettività e la continuità di misurazione dei dati quantitativi. La natura delle informazioni e la loro irriducibile subordinazione al giudizio del gestore della relazione o, comunque, del front office, impongono la necessità di giungere ad un loro considerazione omogenea che permetta di completare il *rating* complessivo dell'impresa.

Le osservazioni compiute sulla difficoltà di istituzionalizzare la fiducia fra banca e impresa, sotto un profilo informativo, insieme al riconoscimento dell'importanza informativa del gestore della relazione e della rilevanza delle variabili qualitative nella formulazione del *rating*, impongono di individuare una modalità attraverso cui includere il valore di tali variabili nel *rating* e gestire la partecipazione del *relationship manager alla valutazione*. I modelli di analisi su base statistica difficilmente incorporano dati qualitativi soggettivi a causa dell'assenza di serie storiche significative e dell'impossibilità di verificare la rilevanza delle variabili inserite nel processo. Come si è visto, i modelli statistici tendono ad allontanarsi il più possibile dalla individuazione soggettiva delle variabili e del loro peso sul giudizio finale dato che l'introduzione di variabili soggettive potrebbe alterare la funzionalità del modello e la significatività dell'output.

Una soluzione diffusa al problema consiste in un processo di *grading* in cui il gestore della relazione effettua una valutazione delle singole aree di indagine e formula una correzione migliorativa o peggiorativa del giudizio emerso dal processo di *rating*. L'integrazione del *rating* con il giudizio del *relationship manager* può essere organizzato in modi differenti. Il giudizio dell'analista può essere previsto in un area d'analisi che concorre insieme alle altre aree alla determinazione del rating finale (*notching* orizzontale) oppure esso può concretarsi in un giudizio progressivo che concorre a modificare il rating emerso dall'analisi dei dati quantitativi (*notching* verticale).

In alternativa, si può organizzare il processo di notching secondo una modalità sequenziale che giunge a integrare le singole valutazioni delle differenti aree di analisi con le informazioni qualitative e il giudizio del relationship manager. L'intervento può essere previsto come correzione del rating oggettivo finale, attraverso un *notching* sintetico che interviene solo nell'ultima fase, oppure come correzione puntuale di tutte le valutazioni che emergono dalle singole aree di analisi. In quest'ultimo caso, si pone in essere un *notching* analitico che verifica e integra tutti i giudizi emersi nelle singole fasi di formulazione e determinazione del rating[44].

[44] Per una completa e approfondita trattazione di questo aspetto si veda De Laurentis (2001).

L'implementazione di un sistema di *rating* è funzionale ad una più ampia e pervadente diffusione dei principi e della filosofia gestionale del *risk management*. Nonostante la logica di *risk management* tenda ad avvicinarsi maggiormente ad una logica più finanziaria, esistono delle caratteristiche che sono ineliminabili nella gestione del credito. L'aspetto rilevante nella spiegazione nell'esistenza delle banche è legato alla migliore capacità e alla maggiore efficienza con cui vengono superati i problemi e i rischi della asimmetrie informative. Questo è dovuto alla capacità della banca di creare, sviluppare e gestire relazioni *one to one* con i propri clienti. Le piccole e medie imprese rappresentano un segmento in cui ciò diviene ancora più determinante a causa dell'opacità informativa e della minore delimitazione del sistema impresa rispetto alla proprietà e al network a cui appartiene. Le potenzialità dei sistemi *statistical based* si riducono in questo ambito e richiedono l'introduzione di moduli *judgment based* (constrained o destrutturati, sintetici o analitici) che permettano di cogliere alcuni aspetti qualitativi attraverso l'intervento del front office della banca.

Il ricorso ad un processo di *notching* accoglie tale esigenza e permette di giungere ad una soluzione ponderata e compromissoria fra la visione di portafoglio e la logica della relazione. Ciò nonostante, la soggettività permane poiché esistono delle dimensioni e dei contenuti relazionali che conducono a giudizi specifici e personali. Sono specifici poiché riguardano un'unica impresa, derivano dalle modalità relazionali e comunicative e dalle attitudini dei partecipanti, si contestualizzano all'interno delle dinamiche e dei contenuti della relazione e hanno una particolare valenza unicamente con riferimento agli interessi, alle aspettative e al commitment esistenti. Sono personali poiché sono mediati dalle percezioni e dalle aspettative dei partecipanti, dipendono dalle categorie e dalle dimensioni di giudizio del *relationship manager* e possono essere disomogenei nella valutazione attribuita da persone differenti.

L'obiettivo di collocare ciascun debitore in una classe ordinale e contigua, espressione della qualità del merito di credito potrebbe non essere ottimizzato attraverso un processo di notching per due ordini di ragioni:

- la disomogeneità di giudizio proveniente dai differenti valutatori che, al di là, dell'esistenza di una modalità di valutazione strutturata o meno, possono divergere nel valore e nel peso attribuiti a determinati elementi o aspetti, dando luogo a valutazioni eterogenee;
- la ridotta rilevanza attribuita alle variabili qualitative a causa delle modalità con cui il processo di *notching* è formulato; infatti, al fine di isolarne gli effetti distorsivi o eterogenei, esso rischia di essere considerato un elemento di *fine tuning* nella valutazione e di attenuare l'importanza del fattore relazionale e l'efficacia esplicativa dei dati oggettivi.

La necessità di strutturare questa fase di determinazione del *rating* attraverso un percorso uniforme lungo cui articolare il processo di *grading* deriva da osservazioni sulla realtà creditizia.

In primo luogo, le variabili qualitative sono molteplici, hanno natura molto eterogenea e riguardano tutta l'impresa nella sua complessità; fra esse si ritrovano le variabili relative all'andamento del settore o dell'area di business in cui l'impresa opera, la coerenza della formula imprenditoriale rispetto all'area strategica d'affari e all'organizzazione dell'impresa, la valutazione del grado di efficienza del processo produttivo, dell'adeguatezza della catena del valore, la valutazione dell'assetto proprietario e dei rapporti che legano l'impresa agli stakeholder, la qualità del *management*, il livello di opportunismo che contraddistingue il decisore dell'impresa, l'importanza relativa dell'impresa per la banca in termini di valore atteso e orizzonte temporale della relazione, la qualità della relazione e il livello di commitment. Questi aspetti richiedono una competenza specifica e, come avviene nei processi di *rating*, dovrebbero essere analizzati da soggetti competenti e esperti nei differenti ambiti. Nelle banche l'impossibilità di ricorrere a soggetti esterni specializzati, i vincoli di convenienza e, soprattutto, le difficoltà informative conducono ad utilizzare il gestore della relazione quale soggetto in grado di percepire e valutare, in modo più o meno compiuto, gli aspetti qualitativi dell'impresa, i cambiamenti in atto e il significato di tali cambiamenti. Tutto ciò conduce il *relationship manager* a formulare giudizi su aspetti e variabili che conosce e gestisce in modo puntuale, insieme ad aspetti su cui non possiede una competenza valutativa specifica e una conoscenza puntuale della dinamica aziendale.

In secondo luogo, il giudizio espresso dall'analista è di natura soggettiva e, sebbene integrato con un giudizio oggettivo proveniente dall'analisi dei dati quantitativi, esso pone due problemi legati: da un lato, al peso da attribuirgli nell'ambito della valutazione complessiva, dall'altro all'omogeneità valutativa esistente fra i differenti *relationship manager* che potrebbe alterare la determinazione della probabilità di *default* all'interno delle singole classi di *rating*.

In terzo luogo, nonostante il ruolo dell'analista sia ritenuto imprescindibile con riferimento alla valutazione delle PMI, occorre individuare delle modalità che favoriscano la socializzazione e l'armonizzazione delle competenze e del know how di analisi. Senza un'adeguata strutturazione del processo e senza un'articolazione cognitiva della valutazione, si rischia di relativizzare eccessivamente il giudizio finale affidandolo alle intuizioni, alle percezioni e alle convinzioni dei singoli. Questo conduce al rischio che all'interno della banca non si sviluppi una cultura del credito adeguata alle logiche di *credit risk management* e che non si attivi un processo collettivo di apprendimento che conduca a sedimentare la best practice nell'ambito della knowledge aziendale.

In quarto luogo, la formulazione di giudizi contingenti relativi alla singola impresa nell'ambito del notching, anche se confluiscono nel processo di *rating*,

non permettono di sviluppare un database informativo di natura qualitativa che permetta di valorizzare fattivamente il ruolo della relazione nell'ambito del processo creditizio[45]; ciò è necessario sia sotto un profilo di produzione delle informazioni e di condivisione e riutilizzo delle stesse, sia sotto un profilo più manageriale, attraverso la possibilità di un'attività di controllo e miglioramento del processo di valutazione e la verifica dell'opportunità di attivare fonti informative esterne per gli aspetti meno efficaci.

In quinto luogo, un processo di *notching* non strutturato non riduce la situazione di asimmetria informativa esistente fra banca e front office poiché non risolve completamente il problema della trasformazione delle informazioni esperenziali e personali in informazioni organizzative. Questo impedisce sia il controllo dell'attività di gestione delle relazioni del front office, sia l'attivazione di meccanismi di incentivazione formale dei comportamenti ritenuti positivi per l'immagine, lo sviluppo e le strategie aziendali nell'ambito del middle market.

Infine, la fiducia creatasi fra banca e impresa, il mutual commitment atteso, la minore incertezza comportamentale, la migliore valutazione del rischio di moral hazard, l'esistenza di un'interdipendenza reciproca e la necessità di gestirne la maggiore complessità, richiedono un riconoscimento organizzativo del ruolo del *relationship* banking nell'ambito dell'intermediazione creditizia e della reingenierizzazione dei processi di affidamento.

Il contributo del front office alla determinazione del *rating* richiede una maggiore strutturazione che permetta, allo stesso tempo, di cogliere le peculiarità della singola impresa, il valore della specifica relazione, le competenze e l'esperienza del gestore e l'omogeneità di una valutazione condivisa. Occorre, quindi, determinare un percorso di valutazione che individui sia le variabili ritenute rilevanti o caratterizzanti per il giudizio finale, sia una modalità di valutazione e elaborazione che replichi strettamente il linguaggio, le categorie di giudizio e il processo cognitivo e decisionale che conduce alla determinazione di una valutazione.

In questo caso, i modelli statistici risultano penalizzati data la natura soggettiva e qualitativa dei dati, l'articolazione in espressioni verbali dei giudizi, e l'importanza di mantenere aderente il funzionamento e la determinazione del giudizio finale alla specifica realtà creditizia (Masera, 2001). La logica degli insiemi sfocati e l'applicazione dei modelli *fuzzy* permettono di migliorare il contributo del *notching* e di rendere più integrabile con i sistemi più *statistical based* un'area di valutazione fondamentalmente *judgment based*. Queste applicazioni, come si vedrà in seguito, processano giudizi espressi attraverso il ricorso a parole, aggregandoli mediante un sistema di regole determinato sia in

[45] Caselli, (2001)

modo statistico che attraverso il contributo di gruppi di esperti che riportano la propria esperienza. L'importante differenza deriva dal fatto che non si tenta di ricostruire i pesi delle singole variabili ma si costruisce il processo valutativo e la rilevanza storica attribuita alle specifiche situazioni attraverso un approccio multi-criteriale fondato sulle regole. Queste regole sono sempre visibili, non costituiscono una *black box*, permettono semplici e immediati interventi di fine tuning e, soprattutto, con la fuzzificazione delle variabili superano il problema della discontinuità del giudizio finale.

L'integrazione di questi modelli nell'ambito del complessivo processo di *rating* e nella più ampia logica di *credit risk management* può introdurre il riconoscimento esplicito del valore della relazione in un'area strutturata di valutazione. Nel caso in cui tale logica divenga troppo spinta, condotta a livello di gestione di portafoglio e con una prevalente ottica assicurativa, allora ciò potrebbe attenuare i problemi legati al ridimensionamento delle caratteristiche dell'attività creditizia e della rilevanza del *relationship* lending. La valutazione della capacità di generare relazioni, l'introduzione delle variabili relazionali, l'analisi della qualità socio-etico-imprenditoriale di colui che decide nell'impresa, nella misura in cui migliorano la misurazione del rischio creditizio ed agiscono contemporaneamente sulla sua gestione e minimizzazione, conservano inalterata una delle determinanti della superiorità della banca rispetto ad altre tipologie di intermediari e modalità di intermediazione.

5. La valutazione del rischio di credito: il ruolo delle variabili relazionali e comportamentali

SOMMARIO: 1. Relationship banking e piccole e medie imprese: il rating creditizio 2. Le variabili qualitative: dalle variabili competitive alle variabili comportamentali3. Le variabili qualitative di tipo relazionale e comportamentale4. La logica fuzzy: una possibilità di integrazione fra relationship banking e modelli di rating.

1. Relationship banking e piccole e medie imprese: il rating creditizio

Nel capitolo precedente è stato posto in evidenza come possa rivelarsi funzionale e qualificante il miglioramento delle modalità di valutazione degli effetti relazionali attraverso una migliore strutturazione del processo e il coinvolgimento organizzativo del relationship manager o della figura organizzativa direttamente coinvolta nella gestione del cliente. La considerazione degli aspetti più qualitativi e meno disponibili nell'informazione pubblicistica migliora il processo di rating su base oggettiva, contestualizzandolo all'interno di una situazione aziendale più specifica e qualificando meglio la stima della probabilità d'insolvenza. Foglia, Laviola (2000)[1] dimostrano come una gestione del rischio di credito fondata su una valutazione specifica della probabilità d'insolvenza delle singole posizioni sia migliorativa rispetto ad una valutazione basata sui tassi medi di insolvenza. Infatti, la perdita inattesa risulta più contenuta nelle situazioni in cui si produce uno sforzo valutativo maggiore. Nonostante la cautela dei due autori, i risultati emersi incoraggiano a valutare o, quanto meno, a

[1] Foglia A., La viola S., 2000, "Probabilità di insolvenza individuali e rischio di portafoglio" in "Modelli per la gestione del rischio. I ratings interni", Banca d'Italia, Tematiche Istituzionali, Aprile

verificare il contributo della considerazione delle variabili qualitative a maggiore contenuto relazionale sulla misurazione e sulla gestione della probabilità di default, sulla perdita attesa e, indirettamente, sulla perdita inattesa.

Un problema rilevante deriva dalla articolazione del processo di affidamento lungo unità organizzative che associano competenze e attività differenti in relazione alla valutazione del rischio e del rendimento. In particolare, possono essere individuati tre soggetti distinti:

- il front office che gestisce la relazione e possiede le informazioni migliori inerenti l'impresa richiedente cui si attribuisce una connotazione sostanzialmente commerciale, dati gli obiettivi gestionali e organizzativi che lo caratterizzano;
- l'analista finanziario che valuta il rischio del debitore e l'opportunità dell'operazione attraverso l'utilizzo di una serie di informazioni qualitative di natura oggettiva e soggettiva e dei dati quantitativi provenienti dalla Centrale rischi, dai dall'andamento del rapporto con la banca;
- il decisore che, sulla base di quanto emerso nelle fasi di valutazione del rischio verifica l'opportunità e la possibilità dell'affidamento.

Questa impostazione tradizionale si fonda sul presupposto che la logica commerciale del front office, più emotiva e soggetta alle distorsioni provenienti dal contatto e dalla gestione del cliente, debba essere in qualche modo corretta e bilanciata dalla ragione creditizia che valuta in modo oggettivo e asettico il rischio e la convenienza dell'affidamento. La maggior parte del momento dialettico che si sviluppa fra Area fidi e front office non è presidiato sotto un profilo organizzativo ed è affidato alle attitudini e ai rapporti personali dei soggetti coinvolti: tutto ciò, da un lato, sembra ridurre il rischio assunto, mentre dall'altro riduce l'efficacia relazionale poiché non ottimizza le informazioni disponibili (Cosma, Fabbri, 2000).

Nell'ambito di questo lavoro si fatto, spesso, riferimento ad una figura organizzativa definita relationship manager a cui viene deputata la gestione del cliente e, con specifico riferimento, del cliente corporate di medio-piccole dimensioni. Questa figura è il risultato dell'evoluzione della tradizionale visione dell'organizzazione del processo di affidamento, a cui ha fatto seguito la fattiva tendenza organizzativa delle principali banche italiane. La suddivisione dei processi finanziari destinati alle differenti tipologie di clientela ha prodotto una coerente organizzazione del front office e del sistema di erogazione del servizio. Infatti, sono state individuate competenze distintive per la gestione dei clienti corporate rispetto ai segmenti più retail, e sono state formate specifiche figure professionali, spesso attingendo nei ruoli più elevati delle filiali tradizionali. Nella prassi operativa, a ciascun gestore[2] di portafoglio corporate è stato

[2] Il *gestore di portafoglio imprese* deve possedere competenze tecniche di tipo commerciale, finanziario e relazionale allo scopo di combinare la funzione fidi e la funzione commerciale. Il

assegnato un numero non elevato di imprese da seguire, al fine di poter sviluppare e consolidare un presidio fattivo ed efficace del cliente e della relazione. In particolare sono stati ridisegnati alcuni processi operativi e, di frequente, è stato preferito un canale distributivo preferenziale e specializzato per questa categoria di clienti attraverso la costituzione di filiali corporate.

Nell'ambito del processo di affidamento si pone la necessità di una serie di scelte di armonizzazione dell'organizzazione delle attività (relative a valutazione, selezione, controllo e revisione), delle competenze decisionali, del grado di delega, degli obiettivi aziendali e personali e, soprattutto, delle leve manageriali e operative possedute per perseguirli. In sostanza, il relationship manager possiede una specializzazione funzionale e professionale che permette una maggiore interazione con l'area di valutazione e misurazione del rischio di credito. Questa maggiore specializzazione dovrebbe aumentare l'efficacia valutativa dell'impresa, attraverso una riduzione del ruolo attribuito agli interessi divergenti dell'area credito e dell'area commerciale, e attraverso la creazione di interessi più allineati e finalizzati al perseguimento negoziale di un medesimo obiettivo: l'ottimizzazione del trade off rischio-rendimento.

Nei primi capitoli, sono stati messi in luce le determinanti dell'incertezza comportamentale, le implicazioni sul rischio di credito di un rapporto di finanziamento e i suoi meccanismi di gestione negli scambi finanziari isolati e ripetuti. La teoria delle asimmetrie informative individua i fondamenti del transactional banking e del relationship banking, evidenziando i rischi delle asimmetrie informative verticali e orizzontali sul rapporto banca-impresa. Nell'analisi dei rapporti transazionali, il focus si pone sui meccanismi (incentive devices) e sulle strutture contrattuali che permettono di limitare e, per quanto possibile, eliminare l'incertezza connessa alle decisioni e ai comportamenti. La comprensione delle dinamiche di relationship banking impone un attenta riflessione sulle modalità di gestione dell'incertezza, in grado di creare le condizioni affinché emerga un interesse condiviso e credibile ad operare per massimizzare il risultato della relazione. Sotto un profilo teorico, stanti tutti gli aspetti precedenti, divengono particolarmente importanti gli effetti "biunivoci" dell'asimmetria informativa verticale. Ai fini di una relazione, sia il finanziato che il finanziatore risultano esposti ai medesimi rischi della non perfetta conoscenza dell'altrui

---

costante dialogo con il cliente consente la raccolta di informazioni riservate utili ai fini della valutazione del successo strategico dell'impresa e quindi del rischio redditizio ovvero dell'individuazione delle più appropriate forme di assistenza creditizia e finanziaria. Le caratteristiche della domanda, intesa come l'ampiezza, la complessità ed il livello di personalizzazione dei servizi richiesti, possono rendere necessario l'intervento di ruoli specialistici come gli *specialisti di prodotto* nell'attività consulenziale e di commerciale, gli *analisti finanziari* nella valutazione dei rischi di credito dei clienti. Sulla centralità del ruolo del *client manager* si veda De Laurentis G. "La valutazione dei fidi e l'assistenza alle imprese nel corporate banking relazionale" in Baravelli M. "Le strategie competitive nel corporate banking", EGEA, Milano, 1997, cap4

comportamento, in modo vicendevole e dipendente dal periodo di osservazione. La necessità della fiducia deriva proprio dall'esigenza di gestire l'aspettativa interattiva dell'altrui comportamento.

L'introduzione di sistemi di rating volti alla misurazione e valutazione del rischio di credito e, quindi, dell'incertezza comportamentale può essere interpretata, ai fini del discorso, come la costituzione di importanti meccanismi operativi di comunicazione, integrazione e coordinamento, volti al completamento dell'evoluzione del processo di affidamento. Il differente comportamento di questi sistemi nei confronti dei contenuti sviluppati e perseguiti nell'ambito delle relazioni bancarie e la considerazione attribuita alle informazioni qualitative hanno un importante effetto organizzativo e gestionale.

La non validazione sostanziale delle informazioni emerse e della fiducia creatasi nel corso della relazione rischia di annullare l'avvicinamento organizzativo fra la logica relazionale, insita nell'area commerciale e orientata alla soddisfazione del cliente, e la logica creditizia, insita nell'area fidi e tesa alla valutazione oggettiva del rischio. Un avvicinamento compiuto attraverso la creazione di un sistema di erogazione ad hoc per la clientela corporate e della figure del relationship manager a cui non si accompagnano meccanismi operativi coerenti.

La considerazione strutturata dei contenuti della relazione e della migliore qualificazione di tutte le informazioni provenienti da coloro che conoscono l'impresa, invece, permette di completare la riorganizzazione dell'intermediazione creditizia e di avere nuovi strumenti per orientare e controllare i comportamenti organizzativi attraverso i sistemi di programmazione e controllo, il sistema incentivante, il raccordo fra gli obiettivi personali e collettivi[3] e, soprattutto attraverso lo sviluppo di una credit culture allineata al disegno organizzativo.

Le piccole e medie imprese italiane sono caratterizzate da un modello proprietario accentrato, molto spesso di carattere familiare che determina una certa tendenza alla commistione dei due ambiti (Comana, 2001)[4]. La ridotta capitalizzazione, la tendenza a sfruttare i meccanismi di leva finanziaria e le difficoltà di accesso diretto al mercato, sia per la scarsa economicità di tale ricorso a causa della dimensione ridotta e dei volumi contenuti dei fondi richiesti che per la forte propensione a mantenere il controllo proprietario, hanno attribuito al credito bancario un ruolo di catalizzatore dello sviluppo dell'imprenditoria nel

[3] De Laurentis, 2001

[4] La Banca d'Italia ha stimato che questa tipologia di imprese con una struttura proprietaria familiare e con compagini sociali caratterizzate da forti vincoli socio-parenterali siano più del 50% dell'intero sistema imprenditoriale (Desario, 1999)

nostro paese ed di perno della finanza delle imprese[5]. Molto spesso, gli aspetti citati, insieme all'avversione all'ingresso di nuovi partner e all'accentramento di tutte le attività manageriali-decisionali in capo all'imprenditore-proprietario conducono a ricorrere stabilmente a forme di finanziamento su garanzia personale dell'imprenditore, giungendo a qualificarsi, nella sostanza economica, come forme ibride di ricapitalizzazione temporanea o di tipo prolungato[6].

Un ulteriore tratto caratteristico è legato alla ridotta attività finanziaria delle imprese e alla scarsa diffusione della funzione finanza, spesso inclusa e identificata nell'area amministrativa (Bisoni, Landi, 2000). Ciò produce una scarso ricorso alla pianificazione finanziaria, una ridotta valorizzazione del momento finanziario all'interno delle decisioni di investimento, prevalentemente valutate secondo una logica reddituale (Fortis, Bassetti, 2000)[7], un abituale ricorso verso fonti finanziarie di breve termine anche per fabbisogni finanziari di più lungo termine (Comana, 2001)[8]. Questi elementi insieme alla sensibile dipendenza dell'impresa dalla discrezionalità dell'imprenditore-proprietario, hanno condotto ad una certa opacità del sistema impresa, al rafforzamento dell'asimmetria informativa e alla naturale tendenza verso modelli di transactional banking, di frazionamento dei finanziamenti e verso l'utilizzo elevato di meccanismi di garanzia[9].

Il modificarsi delle condizioni ambientali e di mercato hanno impresso una decisa accelerazione delle imprese verso un modello di finanziamento, più coerente alla maggiore dinamicità, incertezza e complessità esterna. Infatti, la reale globalizzazione di molti settori di attività, l'allargamento dei mercati geografici, il drastico ridimensionamento del ruolo dell'intervento pubblico, il peso crescente delle regole della concorrenza e del mercato e l'emergere di nuovi fattori critici di successo dell'impresa come la flessibilità, l'innovazione, la qualità delle risorse umane, la capacità di presidi dei mercati allargati hanno imposto

[5] Per una trattazione più approfondita si veda Caselli S. (2000), "La domanda di servizi finanziari delle imprese in Italia" in Forestieri G. "Corporate & Investment Banking", Egea, Milano,.

[6] Tagliavini G. "Costo del capitale, analisi finanziaria e corporate banking", EGEA, Milano, 1999.

[7] Fortis M., Bassetti G., 2000, "Il finanziamento delle PMI. Il quadro nazionale: opportunità per il sistema lombardori", Franco Angeli, Milano

[8] Per una completa rassegna della letteratura e per una sostanziale elaborazione del comportamento finanziario delle PMI si veda Caselli (2001).

[9] Come sottolineano Ruozi, Zara (2001), a cui si rimanda per una sintetica e efficace rassegna dei principali aspetti del rapporto banca-PMI di tipo plurimo, il multiaffidamento e il transactional banking sono adeguati e coerenti ad un modello di rapporto in cui i partecipanti perseguono obiettivi particolari legati alla limitazione della complessità e del rischio, da un lato, e alla autonomia gestionale dall'altro. Ruozi R., Zara C., 2001, "Il rapporto banca-PMI: caratteristiche strutturali e tendenze evolutive", Bancaria, n.10

la ricerca di una migliore stabilità economico-finanziaria[10]. Il comportamento finanziario in termini di bilanciamento delle fonti finanziarie e di grado di leverage perseguito è stato sottoposto a due forze che hanno insistito con intensità simile ma direzione opposta: la spinta verso la riduzione del rapporto di indebitamento a fronte della più accentuata instabilità reddituale e di fatturato e la spinta derivante da un contesto di tassi d'interesse ridotti e sostanzialmente stabili.

L'aumento di instabilità dell'economia ha comportato un forte aumento del rischio di credito. Le banche hanno dovuto cominciare a riscontrare come il frazionamento dei fabbisogni finanziari divenisse ancora più rischioso sia per le maggiori difficoltà di previsione delle crisi e delle insolvenze, sia per il costo opportunità derivante dalla mancata comprensione della gravità della crisi dell'impresa che conduceva alla perdita di un cliente[11]. Tutto ciò coincide con un significativo aumento del livello di concorrenza nel mercato del credito che si è andato accentuando a seguito del processo di integrazione europea[12]. Tuttavia, la maggiore complessità ambientale non rappresenta il presupposto ma unicamente un ulteriore aspetto che rende rilevante una valutazione del rischio di credito fondato anche sulla considerazione delle variabili qualitative e di natura relazionale. La conoscenza diretta e approfondita dell'impresa permette di avere una visione *through the cycle*, in grado di giungere ad una misurazione del rischio di credito a più lungo termine. Inoltre, l'attività di concessione del credito alla clientela *corporate*, pur producendo margini di redditività ridotti o addirittura nulli[13], ricopre ancora un ruolo fondamentale in quanto costituisce il prerequisito per l'avvio di relazioni di clientela e per la conseguente offerta alle imprese di servizi finanziari. Questo è tanto più vero, quanto più si focalizza l'attenzione sulle imprese che al di là della dimensione, evidenziano modalità operative e di business complesse, manifestano bisogni più articolati e richie-

---

[10] Forestieri G., 1997. "Lo sviluppo del corporate banking: mito o realtà?" in Baravelli M. (a cura di) "Le strategie competitive nel corporate banking", EGEA, Milano, 1997, pag 16.

[11] Aumentano la complessità e le difficoltà del gioco del fiammifero: "il meccanismo diviene simile al gioco del fiammifero acceso: si scotterà l'ultimo detentore del credito, mentre tentano di rimanere indenni coloro che più tempestivamente escono dal novero dei finanziatori". Comana M. 1992 "Grandi fidi e rapporto banca-impresa" in Banca e Banchieri, n.9,

[12] Sul cambiamento dello scenario competitivo si veda Mottura P. "Nuove strategie e riorganizzazione dell'attività di credito", in Bancaria, n.2/2000.

[13] Bombonato, Buzzi, Goos, 2000, hanno rilevato che attualmente le banche, in media, ottengono uno spread di 220 basis point sugli impieghi, ma per erogare e gestire gli attivi devono sostenere costi operativi quantificabili in 60 basis point; se si detrae il costo del rischio atteso si ottiene un margine pari a 70-80 basis point; tale margine viene quasi completamente assorbito dal costo del capitale investito: ne deriva che il risultato netto dell'attività creditizia si riduce a zero. Bombonato C. Buzzi V. Goos E. 2000, "Modelli e soluzioni innovative per la gestione del rischio di credito: alle soglie di una nuova era", in Bancaria, n.2.

dono servizi bancari e finanziari sofisticati. In questo ambito, la relazione non è solo una modalità strategica di corporate banking ma diviene il presupposto per poter attivare un'offerta adeguata alle caratteristiche di questa tipologia d'impresa (Ruozi, Zara 2001) a cui devono essere affiancati meccanismi operativi coerenti.

La dimostrazione della rilevanza delle variabili qualitative nella valutazione del rischio di credito e, in particolare, la dimostrazione dell'importanza degli aspetti della relazione che contribuiscono a discriminare meglio le imprese con un rischio di credito ridotto costituisce l'obiettivo dei prossimi paragrafi. Infatti, l'introduzione di un sistema di valutazione di queste variabili e il riconoscimento organizzativo della relazione esplicito e non solo dialettico o negoziale, rappresentano un tassello importante per la coerenza fra ambiente e il mercato di riferimento, strategia perseguita dalle banche e organizzazione, non solo intesa come disegno strutturale della divisione del lavoro quanto come insieme di meccanismi operativi e processi trasversali.

L'importanza delle variabili qualitative nel rapporto con le piccole e medie imprese può essere ricondotta a tre aspetti fondamentali:

- la ricerca e la verifica dell'esistenza di una relazione e del grado di commitment, richiedono una risposta coerente e fattiva della banca che consideri anche questi aspetti nelle decisioni. La relazione non potrà mai svilupparsi e consolidarsi a causa dell'impossibilità di creazione di fiducia relazionale. Non ci si può aspettare l'emergere di aspettative credibili da parte dell'impresa se le banche non considerano i risultati della relazione e dei comportamenti nella proprie decisioni, ancorandoli unicamente alle variabili economico-finanziarie. Sotto questo profilo si perdono i vantaggi di una migliore gestione dell'incertezza attraverso la creazione di incentivi di comportamento che rendano maggiori i costi di opportunismo;
- la seconda deriva dalla possibilità che l'individuazione di una modalità valutativa delle variabili qualitative oggettive e soggettive permetta un miglioramento della previsione di insolvenza, migliorando il grado di rischio assunto dalla banca, riducendo la perdita inattesa e il valore del patrimonio assorbito ma, soprattutto, minimizzando i costi dello short terminism;
- la terza è più strettamente legata alla considerazione che un meccanismo operativo coerente alle modalità di gestione del cliente permetta una migliore integrazione del processo e delle differenti attività legate all'affidamento, migliori la possibilità di controllo dei singoli, non frustri la capacità commerciale della banca ponderata per il grado di rischio ed eviti l'insorgere di conflitti d'interesse che alla fine possano impattare sul clima aziendale e sull'efficacia valutativa e gestionale.

2. Le variabili qualitative: dalle variabili competitive alle variabili comportamentali

La letteratura bancaria ha, da tempo, riconosciuto l'importanza delle variabili qualitative ed esiste una generale e sostanziale condivisione del fatto che esse debbano integrare l'analisi quantitativa, condotta sulla documentazione contabile, a consuntivo o prospettica, sui dati della Centrale dei Rischi e sui dati di andamento di rapporto, al fine di completare la valutazione del fabbisogno, la misurazione della capacità di rimborso e la stima del rischio di insolvenza. La maggiore incoerenza viene verificata nella prassi bancaria, dove il peso di queste analisi nella valutazione della clientela è piuttosto limitato a causa delle difficoltà di disporre di metodologie fortemente in grado di quantificare l'intensità dei fenomeni[14]. Nella tradizionale istruttoria di fido, sebbene in modo non perfettamente strutturato, queste variabili trovavano spazio all'interno delle proposte di fido e all'interno delle relazioni di fido in cui venivano posti in risalto i punti di forza e i punti di debolezza che potevano supportare l'accoglimento della domanda di fido o motivare il suo rigetto. Infatti, all'interno dei modelli analitico-soggettivi, nei commenti dell'analista e nelle valutazioni dei dati, trova spazio, in maniera mediata, la possibilità di qualificare i risultati attraverso la considerazione degli aspetti meno quantitativi (Sironi, 2000)[15].

L'analisi qualitativa e, più in generale, le variabili qualitative richiedono alcune specificazioni sia terminologiche che di contenuto, al fine di attribuire un significato definito all'aggettivo qualitativo. Sotto il profilo dei contenuti, viene definita analisi qualitativa la valutazione di tutti gli aspetti dell'impresa e del suo contesto competitivo che determinano la sua performance e il suo fabbisogno finanziario. A questo scopo, devono essere considerate quattro grandi ambiti di analisi, l'ambiente, il mercato di riferimento, l'impresa e l'imprenditore-management[16] e, quindi:

- *le condizioni ambientali*, di tipo macroeconomico, congiunturale e socio-economico;
- *le condizioni di business*, più specificamente riferite al mercato di riferimento in cui l'impresa opera e, quindi, alla struttura e alle caratteristi-

[14] Gaeta R., 1985, "L'analisi qualitativa per i fidi bancari: la valutazione delle aree d'affari e della competitività dell'impresa", in Il Risparmio n. 2.

[15] Sironi A., 2000, "La misurazione e la gestione del rischio di credito: approcci alternativi, obiettivi e applicazioni" in Sironi A., Savona P., (a cura di) "La gestione del rischio di credito, esperienza e modelli nelle grandi banche", Edibank.

[16] Per un'analisi sul rapporto e la struttura dell'analisi competitiva e per un compiuto raccordo con il risultato dell'analisi quantitativa si veda De Laurentis, 1998

che dell'offerta attuale e potenziale, alla struttura e alle caratteristiche della domanda, alla tipologia di prodotto e al grado di intensità concorrenziale e alle dinamiche comportamentali dei concorrenti diretti e indiretti;

– *la "formula imprenditoriale*[17]*"* che, al di là dello specifico modello, esprime la capacità dell'impresa di creare e/o mantenere il vantaggio competitivo sui concorrenti attraverso l'analisi della coerenza fra le scelte dell'impresa e il proprio business e attraverso l'analisi della coerenza esistente fra le esigenze del mercato e la caratteristiche interne dell'impresa e della sua organizzazione;
– *la qualità del management-imprenditore*, indirettamente compresa all'interno del giudizio sulla formula imprenditoriale, e che rappresenta un aspetto importante nella valutazione del sistema di rischi aziendali in un'ottica di non breve termine.

Sotto un profilo terminologico, le variabili quantitative possono essere classificate in oggettive e soggettive, le prime esprimibili attraverso un indicatore, una categoria di giudizio o un parametro, verificabile da differenti soggetti sulla base di osservazioni fattuali, le seconde strettamente dipendenti dall'interpretazione che il valutatore ha attribuito ad un fenomeno e, quindi scarsamente verificabili da altri soggetti sulla base di riscontri oggettivi.

Figura 5.1. – *Una tassonomia delle variabili qualitative*

Variabili	**Descrittive**	**Valutative**	**Interpretative**
Variabili Oggettive	Aspetti tipici dell'impresa Osservabili Misurabili	Valutazioni caratteristiche dell'impresa Poco Osservabili Poco Misurabili	Assenti
Variabili Soggettive	Assenti	Valutazioni su aspetti aziendali Non osservabili Poco misurabili	Interpretazione situazioni e fenomeni aziendali Non osservabili Non misurabili
Grado di asimmetria informativa	Bassa	***Asimmetria informativa***	Alta

[17] Coda V. "La valutazione della formula imprenditoriale", in Sviluppo e Organizzazione, n.82 Marzo-Aprile 1984

Questa classificazione (Figura 5.1) può essere integrata da un'ulteriore classificazione che distingue le variabili qualitative sulla base della loro finalità o funzione in: *variabili descrittive, variabili valutative e variabili interpretative*.

Le *variabili descrittive sono legate a specifiche caratteristiche possedute dall'impresa che si rivelano importanti ai fini della valutazione del merito di credito oppure permettono di qualificare meglio un'altra variabile di tipo valutativo o interpretativo.* Esse si riferiscono ad elementi semplici, più o meno caratterizzati da asimmetria informativa ma scarsamente rinvenibili all'interno delle fonti informative pubbliche. Nell'ambito dei sistemi di credit scoring o di rating esse possono essere inserite come variabili categoriche senza inficiare l'oggettività dell'analisi. Le variabile descrittive possono riguardare: alcune caratteristiche della proprietà come l'avvicendamento del socio di maggioranza o la natura di impresa familiare; alcune caratteristiche competitive dell'impresa come la concentrazione dei clienti, oppure l'esistenza di una situazione di fatto di subfornitura oppure l'elevata dipendenza da un'unica fonte di approvvigionamento che introduce elementi di instabilità nel normale ciclo produttivo; alcune caratteristiche del management o del decisore dell'impresa come la coincidenza con il fondatore o con un particolare socio oppure la presenza di un particolare profilo professionale in una direzione di rilevanza strategica; alcune caratteristiche contingenti che contribuiscono a modificare il merito di credito come la presenza di relazioni sindacali conflittuali, la presenza di reclami da parte dei clienti sulla qualità della merce oppure l'esistenza di piani aziendali della capogruppo che modificano il ruolo attribuito all'impresa nell'economia complessiva del gruppo.

Le variabili valutative sono caratterizzate dalla necessità di una valutazione e di una graduazione del giudizio assegnato ad un aspetto dell'impresa, finalizzata alla misurazione della probabilità di default. Queste variabili possiedono una natura soggettiva insita nell'atto di valutazione e, nonostante ci si riferisca ad un aspetto ben definito e strutturato, possono divergere in relazione alla percezione del valutatore. Infatti, lo sforzo di individuazione degli elementi rilevanti ai fini della valutazione compiuto a monte del processo non riesce a compensare la naturale componente di soggettività insita nel momento di classificazione della realtà osservata. Sono ampiamente caratterizzate dalla presenza di asimmetrie informative per ciò che riguarda gli elementi di valutazione e possono riferirsi all'impresa, al settore e al management. Esse concorrono, soprattutto, alla valutazione dei punti di forza e di debolezza dell'impresa e dell'adeguatezza alle necessità di competitività richieste dal mercato e dalla concorrenza. Un esempio può essere la valutazione dell'adeguatezza della struttura proprietaria, dell'efficienza produttiva, della capacità distributiva, della qualità o dell'immagine aziendale piuttosto che della competenza del management. Si comprende agevolmente che, stante qualsiasi griglia di valutazione predefinita per ciascuno degli aspetti citati, persiste comunque un margine di

indefinitezza e vaghezza che è legato alla percezione di colui che procede nella formulazione del giudizio e a ciò che ritiene più rilevante.

Le variabili valutative sono critiche e poco standardizzabili poiché, nella realtà bancaria, ogni singolo valutatore sulla base della propria esperienza e del proprio percorso professionale tende ad attribuire maggiore o minore rilevanza ad un aspetto rispetto ad altri. Tuttavia, esse richiedono una conoscenza puntuale e approfondita dell'impresa valutata al fine di poter acquisire le informazioni necessarie e i riscontri al proprio giudizio.

Le variabili interpretative presentano una duplice componente di soggettività poiché richiedono non solo una valutazione di un fenomeno ma anche l'interpretazione dei suoi effetti. Le variabili interpretative rappresentano un momento di sintesi di una serie di osservazioni e valutazioni, precedenti o contestuali, che concorrono a specificare il fenomeno e che ne determinano l'effettiva interpretazione e valutazione. Per esempio, la valutazione del grado di correttezza di un imprenditore necessita della considerazione di una serie di variabili descrittive che contestualizzino l'imprenditore, richiede la considerazione di una serie di giudizi e valutazioni sull'operato dell'imprenditore nell'ambito della conduzione dell'impresa nei rapporti con dipendenti, fornitori, sindacati, clienti ecc., ma richiede anche la considerazione di una serie di valutazioni dirette emerse nel corso della relazione e che costituiscono le informazioni esperenziali su cui si fonda il giudizio riguardante la correttezza. In questo caso non vi è solo la necessità di misurare e attribuire un giudizio bensì l'esigenza di interpretare una serie di valutazioni e percezioni possedute per giungere ad un giudizio finale.

In alcuni casi, il medesimo fenomeno può assumere un significato differente e richiede una profonda conoscenza dell'impresa e della caratteristiche sia del business che dell'imprenditore. Queste variabili risentono in modo rilevante delle asimmetrie informative e richiedono uno sforzo da parte della banca, non solo legato all'acquisizione delle informazioni ma, anche e soprattutto, alla verifica della loro credibilità e alla valutazione del loro significato in termini di comportamento atteso e di effetti sull'incertezza futura.

Nell'analisi qualitativa, l'ambiente e il settore, costituiscono due aree di valutazione dei principali aspetti macroeconomici e dell'evoluzione congiunturale che caratterizzano l'economia e, in particolare, l'ambito competitivo dell'impresa. L'analisi del settore risulta funzionale a due obiettivi: la valutazione delle prospettive reddituali dell'impresa e la comprensione delle specificità e dei fattori critici di successo su cui valutare l'impresa. Ciò rappresenta una premessa indispensabile alla valutazione qualitativa condotta a livello d'impresa non solo perché la validità della strategia portata avanti dal management può essere valutata solamente alla luce del contesto in cui esso opera ma anche perché dall'analisi settoriale si ottengono importanti elementi di raffronto dei risultati ottenuti. Molto importante risultano l'effettiva individuazio-

ne dell'area strategica d'affari su cui insiste l'impresa[18], la valutazione del grado di intensità concorrenziale presente e il grado di concorrenza potenziale esercitato da aree affini e da prodotti che soddisfano lo stesso bisogno (Gaeta, 1985)[19], al fine di individuare le effettive prospettive di sviluppo dell'impresa alla luce delle strategie adottate. L'obiettivo dell'analisi congiunta del ciclo di vita del settore, delle tendenze macro-ambientali e dello scenario competitivo consente, inoltre, alle banche di pervenire ad una valutazione della capacità del settore di generare una domanda di credito congrua con le proprie politiche di investimento. Queste finalità hanno condotto a localizzare la valutazione settoriale presso unità organizzative centralizzate della banca oppure a rivolgersi presso fonti esterne specializzate, almeno per i settori ritenuti più importanti in relazione all'area geografica e alla tipologia d'imprese di riferimento (Bisoni, Landi, 1999). Inoltre, le variabili osservate non sono caratterizzate da problemi di asimmetria informativa, dato che hanno natura descrittiva o valutativa oggettiva per cui non si riscontra la necessità di un'attività fondante di acquisizione di indicazioni e informazioni.

La valutazione del posizionamento competitivo dell'impresa, della formula imprenditoriale e della coerenza fra strategie perseguite e competenze e organizzazione aziendale rappresenta un aspetto critico poiché possiede elevate implicazioni previsionali[20] ma richiede competenze tecniche e uno sforzo valutativo elevato. Essa richiede una valutazione delle principali aree aziendali, delle strategie di prezzo e di marketing, dell'adeguatezza dei prodotti alle esigenze della domanda e del grado di differenziazione posseduto, dei rapporti con gli stakeholders, della congruità della quota di mercato, della capacità commerciale e di tutti gli aspetti che direttamente o indirettamente contribuiscono a verificare la capacità dell'impresa di competere nella propria area di business. Il suo confronto con la performance economico-reddituale permette di verificare la sostenibilità e la continuità dei risultati raggiunti[21]. Molto spesso, il risultato di queste analisi, incrociato con le indicazioni ricavate dall'analisi settoriale, può fornire importanti indicazioni e conferme a quanto emerso nel corso

[18] Sotto questo profilo è importante verificare la fase del ciclo di vita attraversata poiché questa costituisce una delle determinanti più significative per la previsione della capacità del settore di generare/assorbire flussi monetari; infatti il ciclo di vita del business produce un effetto diretto sul tasso di sviluppo delle vendite e sull'intensità di capitale. Si veda Petrocchi M. "L'analisi qualitativa nelle valutazioni d'azienda", IPSOA, 1990.

[19] Gaeta R. "L'analisi qualitativa per i fidi bancari: la valutazione delle aree d'affari e della competitività dell'impresa", in Il Risparmio, n. 2/1985.

[20] Per una classificazione delle situazioni relative al mantenimento della coerenza fra sistema competitivo e formula imprenditoriale dell'impresa si veda De Laurentis (2001) pagg. 212-214

[21] Su questo punto si veda Coda V. "La valutazione della formula imprenditoriale", in Sviluppo e Organizzazione, n.82 Marzo-Aprile 1984.

dell'analisi quantitativa. La valutazione della posizione competitiva, pur essendo strutturata sulla base di modelli analitici consolidati nella letteratura di marketing e strategia, rappresenta un'area che pone delle difficoltà alla banca per due ordini di problemi. In primo luogo, deve essere ricordata la ridotta diffusione delle competenze necessarie, alquanto distanti dalle competenze specifiche e distintive della banca, in secondo luogo, non deve essere trascurato il grado di asimmetria informativa che caratterizza queste variabili di natura valutativa e interpretativa e lo sforzo del valutatore volto a ottenere le informazioni, verificarle, valutarle e, in alcuni casi, interpretarle. Queste attività possono essere svolte unicamente dal gestore della relazione in grado di ottenere gli elementi necessari all'analisi oppure delle proxies rappresentative di aspetti poco verificabili dall'esterno.

L'analisi qualitativa non può tralasciare gli elementi di ordine personale e comportamentale che riguardano un'impresa e, in particolar modo, il soggetto che effettivamente la gestisce e in grado di decidere della sua evoluzione. In questi elementi rientra il giudizio sulla qualità e l'adeguatezza del management e del decisore (Coda, 1983)[22], sulle motivazioni professionali e imprenditoriali, sul grado di correttezza, sulla sua adeguatezza all'attività svolta, sulla sua professionalità, sull'onestà e sul grado di moralità dimostrato, sull'importanza attribuita all'impresa e sul suo comportamento nei confronti dell'impresa, sul grado di impegno profuso nell'ambito imprenditoriale, soprattutto in chiave evolutiva. Infatti, queste valutazioni hanno un carattere prettamente relazionale e risultano funzionali non solo ad una conferma della competitività e della sostenibilità del vantaggio competitivo posseduto, quanto ad una valutazione prospettica del comportamento atteso che si rivela importante nella valutazione della probabilità d'insolvenza e, per alcuni versi, per la stima della perdita attesa in caso di crisi aziendale e insolvenza. Quest'area comprende molteplici aspetti della teoria finanziaria relativi agli effetti del moral hazard sul valore di scambio e, più specificamente, sull'incertezza comportamentale subita dal finanziatore.

Appare immediato che la maggior parte degli aspetti indagati sono costituiti da variabili interpretative, sul cui giudizio gravano le caratteristiche personali, gli episodi capitalizzati nel corso della relazione e, in particolare,

[22] Nell'analisi della capacità di credito, la banca non potrà prescindere da giudizi circa l'adeguatezza del *management* la cui valutazione potrebbe anche essere riscontrata sulla base dei tradizionali indicatori di successo reddituale e competitivo avendo l'accortezza di considerare archi temporali non brevi per consentire di cogliere i ritardi temporali con cui si manifestano gli effetti delle scelte gestionali operate.Coda (1983) "Adeguate appaiono quelle direzioni aziendali che sono preoccupate di fondare la vita delle imprese su basi durature e sono capaci di realizzare solide formule imprenditoriali di successo, sia nello sviluppo di nuove iniziative, sia nel rinnovamento più o meno profondo di quelle esistenti". Coda V. "Crisi e risanamenti aziendali", in Sviluppo e Organizzazione, n.75 Gennaio-Febbraio 1983

l'osservazione e la valutazione dei comportamenti assunti nell'ambito di particolari situazioni sia critiche che ordinarie. In queste variabili si racchiude, più che in altri ambiti, la valutazione del commitment e la valutazione del grado di fiducia relazionale che si esplicita nella valutazione strettamente connessa alle aspettative soggettive possedute. Tuttavia, non bisogna estremizzare questa affermazione poiché esistono anche componenti meno soggettive che supportano il giudizio finale e che orientano le percezioni personali dei relationship manager. A titolo di esempio, le motivazioni dell'imprenditore-management possono essere colte o convalidate attraverso l'osservazione delle scelte aziendali relative al consolidamento e allo sviluppo dell'impresa e attraverso i suoi comportamenti, allo stesso modo la professionalità e l'adeguatezza dell'imprenditore possono essere ricondotte alle capacità di interpretare l'ambiente competitivo e di individuare obiettivi perseguibili, al *problem solving* dimostrato e alla capacità di pianificazione e di raggiungimento del consenso con gli stakeholders (Coda, 1988)[23].

La valutazione delle variabili competitive e delle variabili personali e comportamentali richiedono, giocoforza, l'esistenza di un determinato grado di *customer proximity* del valutatore che permetta di acquisire le informazioni. Tuttavia, se ciò può verificarsi anche nell'ambito di un rapporto continuativo e scarsamente relazionale in grado unicamente di generare le informazioni, la possibilità di giungere ad una reale comprensione delle variabili più interpretative richiede l'esistenza di una relazione capace di creare essa stessa le informazioni (di natura esperenziale) che costituiscono la base delle valutazioni e del corretto inquadramento dei fenomeni aziendali. Contrariamente a quanto si potrebbe ritenere, la valutazione delle variabili più relazionali non risulta particolarmente complessa poiché emerge naturalmente nel corso della relazione e con la stratificazione di molteplici osservazioni ed esperienze di comportamento. Come si vedrà nel prossimo capitolo, questa minore difficoltà rispetto le variabili competitive emerge chiaramente dall'analisi delle valutazioni compiute dai gestori di clientela corporate.

Infine, sotto un profilo strategico, le variabili interpretative incorporano completamente il valore aggiunto proveniente dalla relazione attraverso la produzione di informazioni non pubbliche e il cui valore non è condiviso con il mercato e, soprattutto, con gli altri intermediari finanziari, giustificando il costo sostenuto. Queste informazioni private si creano nel corso di una relazione e si consolidano in un arco temporale non breve. In questo senso la loro validità non è limitata al breve termine dato che la maggior parte degli aspetti, oggetto di analisi, assume una valenza di medio-lungo periodo sia per quanto riguarda

[23] Coda V. "L'orientamento strategico dell'impresa", UTET, Torino, 1988.

la capacità esplicativa e previsionale, sia per quanto riguarda la velocità di obsolescenza e cambiamento in situazioni normali.

3. Le variabili qualitative di tipo relazionale e comportamentale

L'esame delle variabili qualitative e la classificazione proposta richiede un approfondimento del significato e del valore posseduto dalle variabili valutative e interpretative in riferimento alla relazione. In particolare, appare opportuno focalizzare l'attenzione sulle variabili relazionali e, più strettamente, comportamentali che caratterizzano l'impresa e, in particolare, l'imprenditore o il management al fine di evidenziarne meglio il contenuto informativo e il ruolo posseduto nella valutazione del merito di credito.

Una variabile qualitativa si definisce relazionale se è osservabile unicamente nell'ambito di una relazione, poiché la sua valutazione o interpretazione si fonda, in modo essenziale, su informazioni di tipo esperenziale, e se incorpora nella sua valutazione gli effetti della tipologia e delle caratteristiche della relazione esistente. Molto spesso, le variabili relazionali sono parte integrante dei contenuti della relazione per cui la loro intensità e il grado di giudizio dipendono dalla qualità della relazione. L'osservazione delle variabili relazionali attraverso il giudizio espresso dal valutatore permette la comprensione del tipo di relazione e rappresenta una proxy del valore della relazione percepito dal relationship manager. Questo aspetto rappresenta, come vedremo, un'area critica che ha condotto le banche alla tradizionale distinzione fra momento commerciale e momento di valutazione proprio per evitare che fattori emotivi potessero inficiare l'oggettività della valutazione.

Le variabili comportamentali sono variabili relazionali specificamente collegate alle decisioni di comportamento dell'imprenditore o dell'impresa. In questo caso, la relazione possiede un ruolo non solo sotto un profilo informativo ma anche sotto un profilo di incentivo e di impegno socio-morale a non deviare dagli accordi presi e dai comportamenti attesi e ad assumere un approccio proattivo per il conseguimento del migliore risultato complessivo. Il ruolo della fiducia relazionale e del commitment divengono rilevanti proprio in queste variabili poiché rappresentano l'area su cui valutare la risoluzione dei problemi di *time inconsistency* e di *risk sharing*, come visto nel capitolo secondo.

La considerazione delle variabili relazionali e, per alcuni versi, il mero riconoscimento di questa caratteristica per alcune variabili già valutate e monitorate deve essere ricondotta, da un lato, al miglioramento della gestione del cliente, dall'altro al miglioramento della valutazione del merito di credito e alla creazione di una credit culture più adeguata ad una logica di risk management.

L'analisi condotta sulle condizioni e sugli effetti della fiducia ha evidenziato che una delle modalità principali per la sua creazione e sviluppo consiste in un meccanismo processuale che, partendo dalla massima limitazione del rischio e dell'incertezza, tipica degli scambi isolati e di tipo transazionale, giunge a gestire l'incertezza e, quindi, a ridurla, cosi come avviene all'interno degli scambi relazionali. Nel processo, lo scambio transazionale si arricchisce di nuovi contenuti che conducono ad una concessione sempre maggiore di spazi e di discrezionalità su aspetti marginali. Detti spazi si estendono come portata e rilevanza, fino a porre in secondo piano i meccanismi di mera limitazione dei comportamenti per poter sfruttare le potenzialità della fiducia. La fiducia si basa sull'apprendimento e sull'esperienza, esclude i comportamenti meno probabili e, quindi, non attesi, per focalizzare l'attenzione sui comportamenti positivi che creano il valore relazionale e lo aumentano. Questo non significa che quei meccanismi vengano eliminati. Al contrario, i contratti, le clausole, gli incentivi, le sanzioni, le garanzie, le penali, le covenants rimangono in essere ma modificano il proprio ruolo divenendo non più l'oggetto della negoziazione ma un aspetto secondario che serve a legittimare il reale contenuto della relazione: il soddisfacimento dei bisogni dell'impresa e le necessità di gestione del rischio-rendimento della banca attraverso l'individuazione delle modalità che massimizzano il risultato complessivo per entrambi.

L'esistenza di una relazione deve essere riconosciuta dalla banca prima di poter essere gestita e la gestione presuppone la valutazione congiunta di una serie di aspetti relazionali sia sotto un profilo commerciale produttivo, a cui devono essere affiancati dei meccanismi operativi di integrazione e coordinamento delle decisioni coerenti. Negli ultimi tempi è stata accolta e implementata una sostanziale differenziazione organizzativa, in grado di supportare le necessità relazionali e che ha condotto all'individuazione di figure professionali specializzate e di canali distributivi esclusivi (Baravelli, 1997). Questo deve avvenire non solo come riprogettazione del processo operativo di affidamento ma anche a livello decisionale attraverso l'ampliamento verso nuove modalità di misurazione e gestione del rischio di credito che non trascurino o non pospongano completamente le variabili relazionali. Esse sono in grado di individuare l'esistenza di una relazione, di indurre un miglioramento della valutazione, di autoalimentare la solidità della relazione e, soprattutto, di non frustrare le aspettative della controparte, attraverso decisioni irrazionalmente non allineate alla situazione effettiva.

Le variabili relazionali sono in grado di comprendere, indirettamente, al loro interno una valutazione della qualità e della rilevanza della relazione. La formulazione di un giudizio e lo sforzo interpretativo richiesto per la valutazione di specifici fenomeni e situazioni contingenti impongono, necessariamente, la ponderazione di molteplici informazioni stratificate nell'esperienza e nella memoria del relationship manager. Essi conducono a dover porre in essere un

articolato processo mentale e decisionale che migliora l'organizzazione delle informazioni, tende a trasformare le percezioni e le intuizioni in riflessioni più oggettive e gli episodi, anche i meno significativi, in elementi di supporto e di verifica di altre informazioni. In particolare, si migliora il significato complessivo attraverso un momento di confronto dei diversi input ricevuti nel corso della gestione del cliente. Le variabili relazionali, direttamente o indirettamente e in misura più o meno oggettiva, rappresentano una sintesi delle dimensioni più importanti della relazione:

- *l'ampiezza e i contenuti complessivi della relazione* che riflettono il grado di specificità dei bisogni e dei servizi offerti;
- *l'orizzonte temporale atteso* della relazione su cui scontare i benefici delle scelte attuali e su cui fondare le proprie aspettative; la durata passata della relazione rappresenta, invece, solo un indicatore del grado di conoscenza dell'impresa e della fondatezza delle informazioni e delle aspettative;
- *i criteri di valutazione reciproci* che contribuiscono allo sviluppo della relazione, a cui devono essere allineate le modalità decisionali della banca al fine di rendere credibile il commitment esistente; molto spesso, la valutazione dei partecipanti è complessa e iterativa, attraverso la considerazione di prestazioni e controprestazioni;
- *la componente implicita* della relazione che completa gli accordi formali e che costituisce l'ambito di maggiore attenzione dei partecipanti oltrechè il volano del maggiore valore prodotto;
- *le modalità di composizione dei conflitti*, strettamente collegate alle modalità di utilizzo del potere contrattuale e/o monopolistico, che rappresenta un ottimo indicatore della stabilità della relazione e del tipo di approccio (antagonistico vs cooperativo) ai problemi, soprattutto all'interno delle situazioni impreviste e di maggiore criticità;
- *la relazione personale* che possiede un ruolo rilevante nella creazione di fiducia ma può costituire una difficoltà a causa dell'eccessiva identificazione con il relationship manager e per la riduzione dell'oggettività del business e della razionalità economica;
- *la fase del ciclo di vita* della relazione che determina differenti effetti in termini di fiducia, equità, commitment, reputation e che richiede differenti modalità gestionali.

Le variabili qualitative possono avere una maggiore o minore intensità relazionale nel senso che possono incorporare, in modo differente, tutte o solo alcune delle dimensioni della relazione prima accennate. Nella valutazione del merito di credito esse pongono sostanzialmente due esigenze:

1. la verifica della loro effettiva rilevanza e del ruolo posseduto per il rischio di credito;

2. la gestione della componente socio-emotiva che potrebbe rendere estremamente soggettiva la valutazione di tali variabili.

La rilevanza delle variabili qualitative e relazionali

Il ruolo delle variabili qualitative e relazionali sulla valutazione del rischio di credito è riconosciuto, ma la loro componente soggettiva ha spinto verso modalità di valutazione del rischio di credito che pur considerandole, ne limitassero il ruolo e la rilevanza. In questo senso, l'orientamento è stato verso il frazionamento degli aspetti da valutare attraverso griglie strutturate d'analisi e il ricorso a modalità di notching finalizzato e verso il tentativo di oggettivizzarne la valutazione attraverso l'individuazione di indicatori e parametri di riscontro che possano approssimare e confermare il giudizio (De Laurentis, 2001).

Si possono sottolineare tre aspetti importanti della valutazione del rischio di credito[24]:

- la necessità e il fabbisogno emergente nell'ambito del credit risk management di una logica di gestione del rischio di credito e della relazione fondata su elementi non a carattere casuale, spontaneo e personale che devono essere gestiti e valutati in modo puntuale, anche attraverso strumenti sintetici di misurazione, sulla base di un'informazione completa, strutturata e organizzata all'interno di un sistema informativo che riesca a dialogare con tutti i processi della banca;
- le dimensioni valutative del rischio di credito fondate su: l'analisi fondamentale relativa alla capacità reddituale dell'impresa in relazione alla propria situazione competitiva ed economico-finanziaria; l'analisi andamentale relativa alla verifica dell'esposizione dell'impresa nei confronti della banca e del sistema bancario;
- la differenziazione organizzativa e gestionale che deve caratterizzare il processo di valutazione e gestione del rischio di credito in relazione al diversi segmenti di clientela:

La segmentazione e l'articolazione del processo permettono un miglioramento della valutazione del rischio di credito, dato che l'analisi fondamentale risulta sostanzialmente articolata nell'osservazione delle variabili qualitative relative all'ambiente, al settore e al posizionamento competitivo dell'impresa e nell'integrazione delle variabili quantitative di tipo economico-finanziario. Il valore della relazione viene, quindi, suddiviso fra elementi informativi che confluiscono nell'analisi fondamentale e elementi di valutazione e interpretazione che, invece, vengono incorporati nell'ambito di un processo di notching, a cui è delegato il compito di recuperare il giudizio e gli elementi di contestualizza-

[24] Caselli (2001)

zione per qualificare il risultato della valutazione del rischio di credito più standardizzata.

L'individuazione delle variabili relazionali e comportamentali e la verifica del loro contributo e della loro valenza nell'ambito della misurazione del rischio di credito contribuisce a:

- migliorare il processo di valutazione introducendo un'area di giudizio sull'imprenditore o sul decisore dell'impresa in grado di analizzare specificamente il grado di incertezza comportamentale atteso (il rischio di *moral hazard ex pos*t individuato dalla letteratura teorica);
- migliorare la valutazione della coerenza della formula imprenditoriale e della sua sostenibilità all'ambiente competitivo di riferimento;
- migliorare il riconoscimento organizzativo della relazione attraverso una più ampia considerazione dei suoi effetti sul rischio di credito;
- migliorare alcuni punti di debolezza nell'ambito dei sistemi a logica più marcatamente top-down (*statistical based)* attraverso una considerazione più compiuta delle variabili qualitative di tipo descrittivo e valutativo oggettivo in aggiunta alle variabili oggettive tradizionalmente considerate;
- articolare il processo di *notching* attraverso una migliore identificazione delle variabili che possiedono una maggiore soggettività di giudizio e attraverso un'estensione delle aree d'analisi;

Le variabili relazionali e, soprattutto, comportamentali contribuiscono a migliorare la valutazione della sostenibilità prospettica della performance dell'impresa e la componente di rischio legata al comportamento del decisore nei confronti della propria impresa e della banca. Esse sono finalizzate ad una valutazione dell'evoluzione della relazione e della creazione di valore e permettono, anche, di supportare e rendere più efficace la valutazione del rischio di variazione del merito di credito nel tempo. Il loro contributo risulta minimale all'interno di orizzonti temporali ristretti, laddove i dati più quantitativi di tipo andamentale o provenienti dalla Centrale dei Rischi risultano più efficaci. Essi si contestualizza all'interno di previsioni che oltrepassano il breve termine per giungere ad una valutazione che sia più allineata all'orizzonte atteso della relazione. La tabella 5.2 propone una rassegna, non esaustiva, delle variabili qualitative che possono avere rilevanza nella misurazione e valutazione del merito di credito di una piccola e media impresa. Le variabili inserite nella tabella rappresentano il risultato dei differenti contributi esistenti in letteratura e di alcune interviste, effettuate nei confronti di corporate relationship manager, finalizzate ad una migliore interpretazione delle caratteristiche delle variabili e delle analisi valutative necessarie per la formulazione di un giudizio. Le variabili qualitative sono classificate sulla base dell'area di analisi a cui si riferiscono, ambiente-settore, impresa, imprenditore-management, e risultano suddivise fra variabili relazionali e variabili non relazionali. Le variabili relazionali sono

successivamente distinte, con riferimento al tipo di processo valutativo sottostante in: variabili relazionali valutative, che implicano una conoscenza approfondita e una attività di giudizio delle informazioni ottenute nell'ambito della relazione; variabili relazionali interpretative, che richiedono un processo non solo di valutazione ma, soprattutto, di interpretazione dell'aspetto in esame.

Tabella 5.2. – *Le principali variabili qualitative*

	AMBIENTE – SETTORE	IMPRESA	CARATTERISTICHE IMPRENDITORE
NON RELAZIONALI	**Situazione e andamento macroeconomico** **Situazione e andamento del settore** **Caratteristiche del settore:** Tipologia di prodotto Tecnologie e sistemi di produzione Canali distributivi Tipologie e comportamento dei concorrenti Tipologie e comportamento dei clienti Segmentazione del settore per aree di business **Struttura del settore**: Numero imprese Distribuzione quote di mercato Ampiezza geografica **Fattori critici di successo**	**Posizionamento competitivo nel settore** Posizione nei confronti della concorrenza Fascia di mercato in cui l'impresa si colloca Area di business di riferimento Posizionamento del prodotto **Caratteristiche impresa** Qualità dei prodotti Posizionamento nella filiera produttiva Qualità clienti e esistenza di insoluti **Assetto Proprietario** Tipologia giuridica Natura dell'impresa (industriale, commerciale, artigiana, ecc…) Appartenenza ad un gruppo Tipologia delle partecipazioni infra-gruppo Tempo di permanenza degli azionisti-soci Riduzione patrimonio personale dei soci Esistenza problemi economico-finanziario-patrimoniali nel gruppo **Altri aspetti rilevanti** Esistenza di contenzioso o di posizioni contributive, previdenziali, assicurative non regolari Esistenza di contenzioso o di posizioni fiscali non regolari Esistenza di controversie legali in corso di lavoro, con clienti, con fornitori e di varia natura	**Caratteristiche professionali** Reputazione Esperienze precedenti e curriculum professionale imprenditore-management
RELAZIONALI VALU		**Caratteristiche impresa:** Struttura organizzativa Capacità produttiva Approvvigionamento. Capacità di R&S Know How esclusivi Marchio Immagine Attività di Marketing Capacità di servizio post vendita Ampiezza mercato Età media lavorativa nell'impresa dei dipendenti Livello di turn-over Esistenza di esuberi di personale Esistenza di difficoltà nel pagamento delle re-	**Caratteristiche professionali** Competenza professionale Esperienza e capacità di adeguamento Qualità del management Organizzazione del management Capacità di pianificazione strategica Capacità di programmazione operativa **Caratteristiche personali** Clima aziendale Conflittualità dei soci

TATIVE		tribuzioni Concentrazione fornitori Concentrazione clienti **Assetto Proprietario** Natura della proprietà Natura dell'azionariato Natura dell'imprenditore Esistenza di network socio-produttivo Esistenza gruppi informali di imprese	**Caratteristiche comportamentali** Ruolo attribuito all'impresa in relazione al proprio patrimonio (minimizzazione risorse) Stile di vita sociale Rapporti con i propri dipendenti
RELAZ I INTERPRETAT		**Adeguatezza impresa alle dinamiche competitive** **Coerenza caratteristiche impresa ai fattori critici di successo** **Assetto Proprietario** Ruolo all'interno del gruppo Rilevanza all'interno del gruppo Problema generazionale Esistenza di soluzioni possibili al problema generazionale Conseguenze per l'impresa di problemi economico-finanziario-patrimoniali nel gruppo	**Caratteristiche personali** Moralità imprenditore Ruolo all'interno della comunità sociale Correttezza imprenditoriale **Caratteristiche comportamentali** Tipologia di comportamento nel business Grado di condivisione degli obiettivi aziendali dei soci Commitment nell'impresa Commitment nella relazione banca Comportamento nei confronti del rischio Comportamento informativo e collaborativo

La distinzione fra variabili relazionali e variabili qualitative non segna un confine netto fra variabili acquisibili unicamente nell'ambito di una relazione piuttosto che da fonti informative esterne. Molteplici informazioni sono ottenibili anche attraverso il ricorso a soggetti esterni specializzati oppure attraverso il ricorso a fonti informative di carattere istituzionale. La valutazione esterna delle variabili di settore, del posizionamento competitivo e delle strategie aziendali e dell'assetto patrimoniale raggiunge un grado di analiticità migliore rispetto quello raggiungibile attraverso la produzione interna a fronte, tuttavia, di costi e di tempi di realizzazione elevati che possono essere scarsamente giustificabili dai volumi delle operazioni attivate dal cliente e dagli obiettivi di efficienza della banca (Caselli, 2000). La produzione interna delle informazioni si suddivide fra l'intervento di strutture centrali che concentrano l'attenzione sulle variabili macroeconomiche e di settore e il relationship manager che riesce a cogliere alcuni aspetti delle variabili competitive relative all'impresa. Nel corso delle interviste il livello "intuitivo" delle valutazioni[25] è stato esplicitamente affermato poiché raramente esiste la metodologia, la formazione e la possibilità effettiva di effettuare analisi compiute. In molti casi, il giudizio si

[25] Caselli 2001

fonda sulle osservazioni dirette e sulle informazioni ottenute, direttamente dall'impresa in differenti momenti della relazione, oppure nell'ambito di riscontri incrociati provenienti da altre imprese che appartengono alla medesima filiera oppure da soggetti concorrenti. Le variabili qualitative interpretative e, in special modo, quelle riferite all'imprenditore e di natura comportamentale, costituiscono un ambito di analisi e valutazione di maggior efficacia poiché si fonda sull'osservazione diretta e sulle informazioni esperenziali. In esse si valorizzano, principalmente, gli effetti della relazione e il valore della relazione in termini di fiducia relazionale e di commitment atteso.

La gestione della componente soggettiva nella valutazione

Le precedenti affermazioni conducono al secondo problema della gestione della componente socio-emotiva che potrebbe enfatizzare la soggettività del giudizio e condurre ad analisi e, di conseguenza, a valutazioni distorte. I partecipanti alla relazione possono sviluppare percezioni alterate dalla confusione che può sorgere fra obiettivi della relazione e di natura "commerciale" e obiettivi creditizi di valutazione del rischio di credito. In letteratura, come si è già avuto modo di analizzare[26], la differenziazione organizzativa volta a sfruttare l'efficacia valutativa derivante dal conflitto d'interessi dell'area fidi rispetto all'area commerciale è stata una modalità operativa ampiamente utilizzata. La valutazione del rischio di credito effettuata attraverso un processo di rating interno trae vantaggio dalla responsabilizzazione del *corporate relationship manager* e dalla loro partecipazione al processo di *notching* che corregge l'output della valutazione più quantitativa. La valutazione del rischio di credito trae vantaggio, a sua volta, dalla capacità del sistema di rating di incorporare le aree di analisi qualitative, anche di natura relazionale, e le informazioni più specifiche, limitando la soggettività dei giudizi senza ridurne, al tempo stesso, la rilevanza e la capacità di qualificare le informazioni più economico-finanziarie e andamentali. Un tentativo di miglioramento del trade-off soggettività/valutazione che permette di recuperare il valore della relazione, deriva dall'individuazione di un sistema più strutturato di considerazione delle variabili relazionali. La creazione di un sistema esperto *ruled based*, da applicare alle variabili relazionali e che sia in grado di elaborare i giudizi dei corporate relationship manager, potrebbe oggettivizzare il processo di *notching* nella misura in cui le regole su cui si basa il sistema riflettono la logica valutativa della banca riguardante il segmento di clientela a cui ci si riferisce. Sotto un profilo gestionale e organizzativo, la possibilità di dimostrare il valore predittivo delle

[26] Si veda il capitolo quarto

variabili qualitative e di poterne organizzare la valutazione conduce a molteplici risultati poiché:

- si crea una modalità strutturata di valutazione soggettiva della componente relazionale e degli aspetti qualitativi dell'impresa, che permette di razionalizzare il processo di *notching* senza, giocoforza, limitare eccessivamente i suoi effetti sulla probabilità di default emersa dall'analisi quantitativa;
- si crea un meccanismo di controllo delle valutazioni soggettive poiché confluiscono in un database che permette un monitoraggio ex-post delle valutazioni attribuite alle singole imprese, su cui si possono attivare meccanismi di verifica, anche automatizzati, in grado di individuare e limitare eventuali conflitti d'interesse fra la ragione commerciale e la ragione creditizia;
- si migliora il sistema informativo, attraverso la strutturazione più completa delle informazioni qualitative, in grado di comprendere le variabili relazionali, comportamentali e, indirettamente, il grado di mutual commitment relazionale dell'imprenditore, e attraverso la possibilità di sedimentare anche tali informazioni, rendendole disponibili a tutti i processi della banca;
- si migliora la coerenza fra sistema decisionale e sistema operativo del processo di affidamento e di gestione della relazione, valorizzando lo sforzo profuso dal front office e rendendo possibile esplicitare le ragioni delle scelte di affidamento attraverso un confronto fra l'output quantitativo e qualitativo-relazionale.

Il perseguimento degli obiettivi citati richiede l'individuazione di un sistema che soddisfi determinati requisiti e che funzioni attraverso una metodologia che sia in grado di cogliere e processare efficacemente giudizi e non parametri, in grado di valorizzare la capacità discriminante delle specificità aziendali e delle caratteristiche più relazionali e comportamentali. Questa logica deve possedere tre importanti caratteristiche:

- evidenziare la logica di funzionamento e le regole sottostanti l'elaborazione, in modo da facilitarne l'accettazione e la condivisione;
- esprimere giudizi intermedi sulle singole aree d'analisi, utili ai fini gestionali per individuare i punti di debolezza e ai fini organizzativi per sviluppare l'apprendimento e la socializzazione delle competenze;
- ridurre al minimo l'impatto della componente socio-emotiva nelle valutazioni.

4. La logica fuzzy: aspetti definitori

Lo sviluppo iniziale della teoria degli insiemi fuzzy è motivato dalla percezione che le tradizionali tecniche di analisi di sistemi complessi potessero essere migliorate nel caso di problemi con dipendenze tra le variabili talmente complicate o cosi male definite da non ammettere una caratterizzazione matematica mediante l'uso di equazioni differenziali e di tecniche econometriche o statistiche. In generale, la logica può essere definita come un metodo per studiare il ragionamento umano[27]. Boole nel 1847 tentò di *quantificare i predicati* cioè di applicare alla vecchia logica formale di derivazione aristotelica, le regole e i procedimenti dell'algebra, formalizzando le regole algebriche della logica binaria. In questo modo, alle proposizioni possono essere collegati solo due eventi o etichette (vero e falso) e, stante questa dicotomia, non esiste incertezza esistono solo due possibilità di qualificazione. I principi fondamentali su cui poggia la logica matematica tradizionale (detta anche bivalente) sono due: la *legge di non contraddizione*, secondo la quale un generico elemento x non può appartenere contemporaneamente ad un insieme A ed al suo complemento A_c; la *legge del terzo escluso*, che afferma che l'unione di un insieme con il suo complemento produce l'insieme universo X, al quale appartiene un qualsiasi elemento x. Seguendo l'approccio binario i problemi oggetto di studio vengono affrontati e risolti attraverso asserzioni a cui vengono attribuiti valori quali "vero" o "falso", 1 o 0, ecc. Tale modo di pensare, quindi, esclude a priori ogni possibile mediazione tra le due posizioni. L'impostazione tradizionale mostra la sua limitatezza quando viene applicata a problemi di natura reale. La valutazione della bellezza o di un film utilizzando unicamente due categorie, bello e brutto, impone di inserire l'elemento valutato o nell'insieme "bello" o nell'insieme "brutto". Nella realtà, sicuramente ci saranno dei casi difficoltosi da definire in modo così netto (magari possono essere definiti carini) e, anche, ampliando le categorie il problema della appartenenza ad una classe si attenua ma non si risolve.

La rigidità di questo sistema mostra la sua limitatezza nella eccessiva rigidità della suddivisione degli insiemi che non permette di accogliere la gradualità

[27] Essa fu introdotta da Aristotele il quale basò le sue riflessioni sul concetto del "Vero o Falso". Egli affermò, cioè, che non poteva esserci una terza alternativa oltre al vero o al falso: "*tertium non datur"* è la famosa frase da lui coniata per introdurre questo concetto. Inizialmente la logica fu impiegata in campo filosofico nelle argomentazioni di tipo essenzialmente metafisico. A partire dalla seconda metà del XIX secolo andò progressivamente liberandosi dei legami con psicologia e metafisica per avvicinarsi sempre più alla matematica.

di giudizio e la ricchezza semantica del linguaggio utilizzato dai valutatori per le variabili non espresse da numeri o indici. Nell'ambito delle variabili qualitative, la certezza e la precisione, spesso, sono incorporate proprio dalle parole che esprimono la dimensione di giudizio.

La logica *fuzzy,* che costituisce un'estensione delle logiche multivariate, coglie la capacità dell'uomo di riassumere informazioni. I ragionamenti e le valutazioni soggettive non sono precise, ma risultano ugualmente efficienti. Una sintesi è, per sua natura, un'approssimazione e l'uomo trae vantaggio da questa tolleranza all'imprecisione attraverso la codificazione delle informazioni più rilevanti rispetto ad una determinata necessità, racchiudendo queste informazioni in insiemi fuzzy che vengono successivamente etichettati (Zadeh, 1965).

Nell'analisi dei fenomeni complessità e precisione sono inversamente correlati, infatti all'aumento della complessità di un problema, si riduce la possibilità di analizzarlo in termini precisi. Se un *modus pensandi* rende possibile la soluzione di problemi troppo complessi per un'analisi accurata, allora lo schema logico di quel pensiero è accettabile.

In generale, un concetto si definisce fuzzy quando non ha confini ben precisi: si pensi a concetti come moralità, onesta, equità rispetto a concetti ben delimitati come socio, dipendente, debitore.

La logica fuzzy cerca di adattare i sistemi della logica duale e multivalente, come si è visto limitati e riduttivi, al modo con cui si sviluppa un ragionamento, una discussione o una valutazione. Un obiettivo è la creazione di un valido strumento di gestione della vaghezza e della polivalenza del linguaggio naturale in modo che concetti o situazioni troppo complessi od imprecisi, per essere gestiti con strumenti tradizionali, possano essere studiati attraverso un approccio linguistico, cioè con variabili i cui valori non sono rappresentati da numeri ma da parole o frasi derivanti dal linguaggio naturale.

Gli Insiemi fuzzy

La logica fuzzy, come quella tradizionale, è basata sul concetto di insieme. Un *insieme fuzzy* differisce però da un insieme classico per il fatto che non ha un confine netto e definito tra gli oggetti che vi appartengono e quelli che non vi appartengono.

Il concetto chiave su cui si basa tale definizione è quello di appartenenza: ad ogni elemento di un insieme fuzzy è associato un valore di appartenenza *(membership value)*, che esprime il grado con cui l'elemento stesso "fa parte" dell'insieme. Questo parametro può variare all'interno dell'intervallo [0, 1], dove 0 indica che l'elemento non appartiene all'insieme, 1 segnala la completa appartenenza e i valori intermedi indicano delle appartenenze "parziali".

La transizione dalla logica classica a quella fuzzy, in pratica, si attua ammettendo che la funzione di membership possa assumere tutti i valori compresi nell'intervallo [0, 1] e non solo i valori estremi[28]. Questo significa accettare la possibilità che un certo oggetto x appartenga solo in parte ad un determinato insieme. Inoltre l'appartenenza degli elementi all'insieme considerato è continua, cioè si ha una graduale transizione dall'appartenenza alla non appartenenza in modo da considerare gli effetti della vaghezza del linguaggio naturale e, quindi, dei giudizi e delle valutazioni degli esperti. Si supponga, per esempio, che un relationship manager debba valutare la capacità di marketing di un'impresa sulla base di una scala di valutazione da uno a dieci, con una soglia di sufficienza pari a sei. Seguendo la logica classica, un'impresa con un voto pari a 5,9 (6-) apparterrebbe all'insieme delle imprese poco capaci, mentre un'altra con voto pari a 6,1 (6+) verrebbe considerata appartenente all'insieme dei sufficienti, con una distinzione rigida rappresentata dal valore di soglia. La considerazione di una funzione di appartenenza continua permette, invece, di passare da un insieme all'altro con "reale" gradualità.

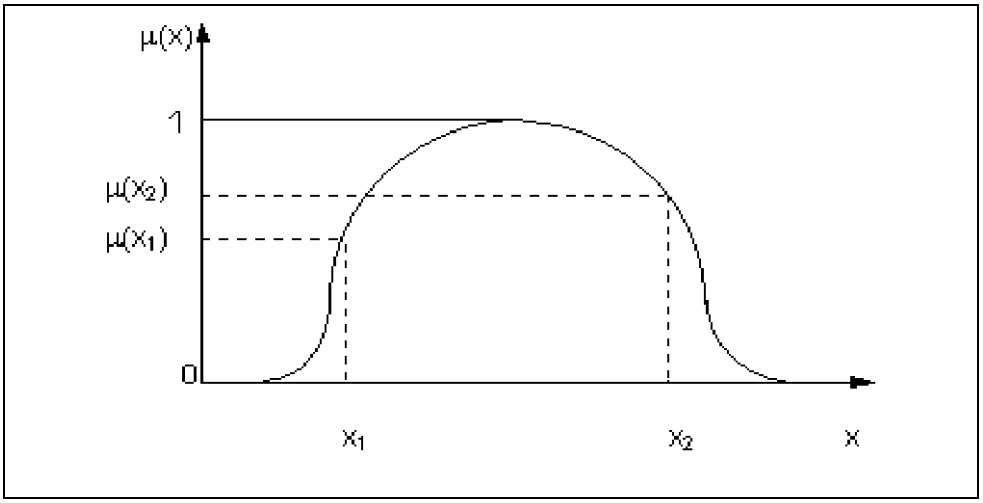
Figura 5.1: Funzione di appartenenza di un generico insieme fuzzy

[28] Si consideri in insieme classico A contenuto in un universo X. Un insieme fuzzy A è definito da un insieme di coppie ordinate, $A = \{(x, \mu_A(x)): x \in A, \mu_A(x) \in [0,1]\}$ dove $\mu_A(x)$ è chiamata funzione di appartenenza dell'insieme A. In altre parole il valore numerico $\mu_A(x)$ esprime il grado di appartenenza di x ad A:

- se $\mu_A(x) = 0$, x non appartiene ad A;
- se $\mu_A(x) = 1$, x appartiene totalmente ad A;
- se $\mu_A(x) = 0.7$, x appartiene nella misura del 70% ad A, e così via.

Se A fosse un insieme "classico" la funzione di appartenenza sarebbe definita nel seguente modo: $\forall\, x \in X$: $\quad x \notin A \Rightarrow \mu_A(x) = 0 \quad x \in A \Rightarrow \mu_A(x) = 1$

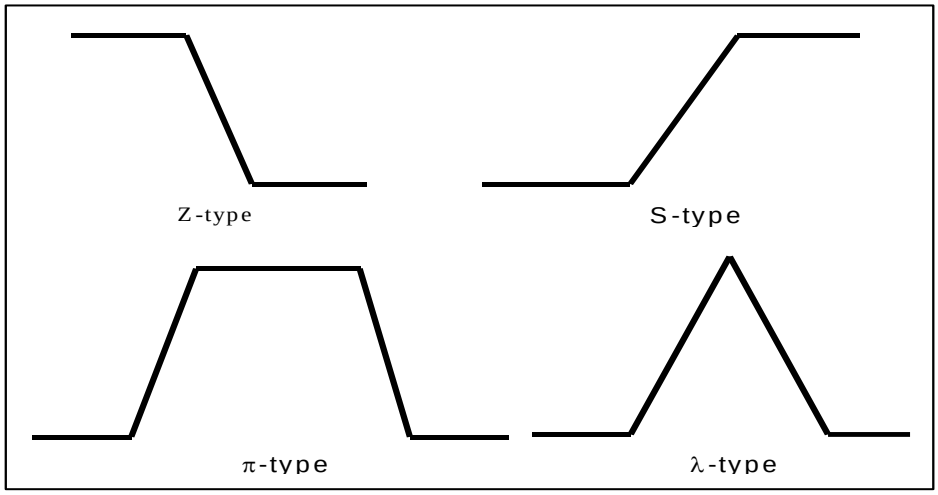
ovvero la funzione di appartenenza potrebbe assumere solamente due valori.



In figura 5.1 è rappresentata la funzione di appartenenza di un generico insieme fuzzy A. Si nota che il valore massimo della funzione è 1, mentre quello minimo è zero. Gli elementi dell'insieme x_1 e x_2 hanno invece gradi di appartenenza intermedi.

Anche sotto un profilo intuitivo, è necessario accennare alla natura e alle caratteristiche dei numeri fuzzy: un *numero fuzzy* è un insieme fuzzy definito su R *convesso* e *normalizzato*. I numeri fuzzy costituiscono degli strumenti estremamente utili quando si opera con quantità numeriche imprecise, come ad esempio “circa 8”, “vicino a 10”, “molti”, ecc. Esistono vari tipi di numeri fuzzy, ognuno dei quali possiede una certa attitudine a rappresentare e analizzare strutture ambigue.

Figura 5.2: Le funzioni di appartenenza standard



Per caratterizzare i numeri fuzzy è necessario definire la forma delle funzioni di appartenenza (Figura 5.2). Quelle più utilizzate (standard) sono:

- triangolari (λ-type): utilizzate per rappresentare proposizioni come "la crescita sarà di circa il 20%", dove se la crescità è 20%, l'appartenenza sarà massima, altrimenti sfumerà gradualmente;
- trapezoidali (π-type): permettono di rappresentare affermazioni del tipo "il tasso di interesse nel prossimo anno avrà un valore approssimativo del 6-8%". In questo caso, i valori compresi tra 6 e 8 hanno grado di appartenenza completa (cioè pari a 1), mentre quelli rispettivamente minori di 6 e maggiori di 8 hanno un grado di appartenenza parziale.
- Z-type e S-type: sono utilizzate per descrivere variabili linguistiche agli estremi del campo di variazione. Per esempio, nella valutazione della rischiosità finanziaria (misurata da Attivo Netto/Capitale Netto) si può affermare che se An/Cn<3, allora il rischio è minimo (Z-type), mentre se An/Cn>6 allora il rischio è elevato (S-type)

I sistemi fuzzy

I sistemi fuzzy rappresentano l'effettiva implementazione della logica a *valori sfumati* per la soluzione di problemi complessi e difficilmente formalizzabili con un algoritmo tradizionale. La caratteristica principale della logica fuzzy è, infatti, quella di pervenire a conclusioni chiare e ben precise pur partendo da informazioni ambigue e generiche, analogalmente a ciò che avviene attraverso il ragionamento umano. Tali sistemi, inoltre, si prestano ad essere utilizzati nella risoluzione di problemi per i quali risulti difficile ottenere una risposta esatta ma per i quali si ritenga utile, in pratica, una soluzione approssimata ma effi-

ciente. Si pensi ai problemi che coinvolgono un numero elevato di fattori interagenti, di tipo manageriale: in questi casi lo scopo dei modelli è quello di prevedere, suggerire e consigliare i soggetti che devono prendere delle decisioni in merito. Per questa ragione si dovrebbe preferire un metodo che permetta di determinare una "buona" soluzione al problema, descrivendolo in tutta la sua complessità, ad un altro che fornisca una soluzione "ottima" di un modello che non rappresenta la realtà nella sua completezza ma che ne costituisce una semplificazione[29].

Analisi e architettura di un sistema inferenziale fuzzy

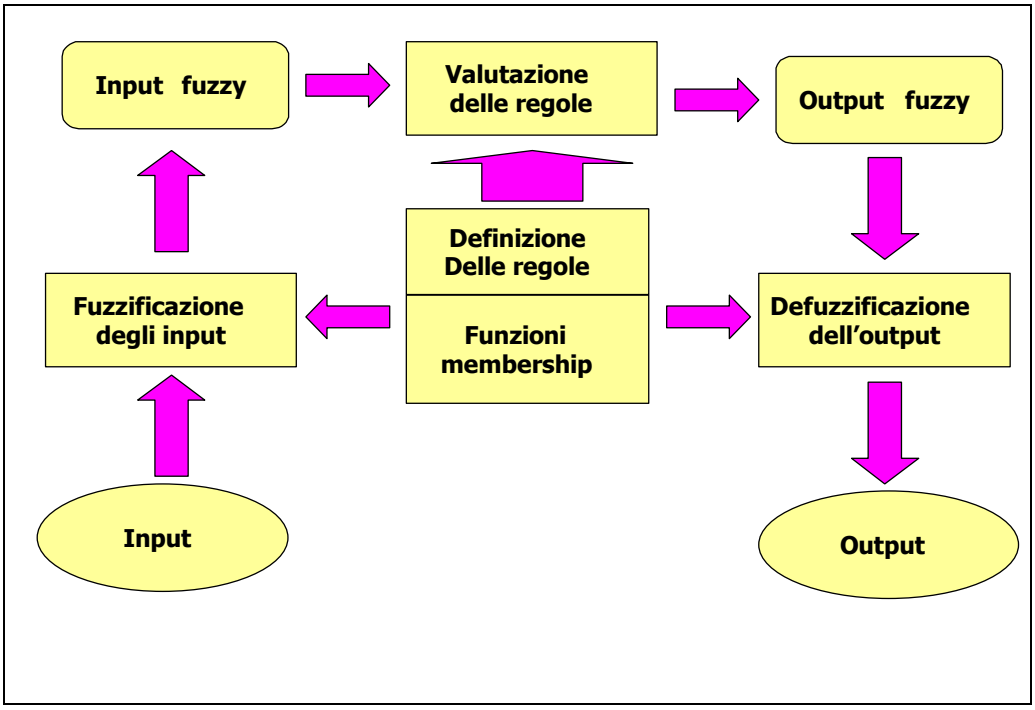
I sistemi inferenziali basati sulla logica sfocata sono caratterizzati da:

- le variabili di input che rappresentano la modalità di misurazione, valutazione o descrizione degli aspetti del problema valutato; esse possono essere rappresentate da numeri o parole;
- da funzioni di appartenenza (membership) che descrivono il giudizio attribuito alla variabile, descrivono le modalità di variazione e l'appartenenza alle differenti categorie di giudizio rappresentate dagli insiemi fuzzy;
- da operatori logici, che individuano le modalità di attivazione dei differenti insiemi fuzzy e descrivono il rapporto esistente fra i vari aspetti corrispondenti ai singoli insiemi;
- da regole di controllo che rappresentano l'hard core dell'analisi poiché attribuiscono un valore logico alle differenti situazioni e caratteristiche ed esplicitano un grado di giudizio alle singole combinazioni di eventi; come in tutti i sistemi rule-based, esse seguono una modalità di tipo if-then;

l'output è costituito da un giudizio che può essere espresso attraverso un giudizio, un aggettivo oppure un valore numerico, in relazione alle necessità posseduta dall'utilizzatore e alla finalizzazione del sistema.

Figura 5.3: Le fasi operative di un sistema fuzzy

[29] La maggior parte delle applicazioni di sistemi fuzzy riguarda il controllo, l'automazione e la supervisione di processi industriali o meccanismi in genere, in particolare nell'industria americana e, soprattutto giapponese.



L'analisi inferenziale di tipo fuzzy implica: la valutazione delle categorie delle singole variabili di input, la costruzione dei differenti blocchi di regole e il collegamento, attraverso detti blocchi, alle possibili categorie della variabile di output. L'ultimo passaggio è costituito dall'aggregazione delle risposte ottenute e dall'eventuale ritorno ad un valore non linguistico che rappresenti l'output finale.

Il processo di inferenza può essere riassunto nelle seguenti fasi (figura 5.3):

1. fuzzificazione degli input;
2. definizione delle regole e applicazione degli operatori logici;
3. definizione delle modalità di implicazione dall'antecedente al conseguente;
4. aggregazione del conseguente;
5. defuzzificazione.

1. Fuzzificazione degli input

I sistemi fuzzy sono caratterizzati da *variabili linguistiche*, cioè variabili il cui valore non viene espresso in termini numerici, ma attraverso parole o giudizi espressi in linguaggio naturale. Ogni variabile linguistica rappresenta collezioni di insiemi fuzzy, determinati attraverso le rispettive funzioni di appartenenza. Ciascuno di questi insiemi viene definito *termine* della variabile. La

prima fase del processo di inferenza consiste, quindi, nella trasformazione dell'input da insieme classico a insieme fuzzy. Dato un certo input linguistico è necessario definire innanzitutto l'universo del discorso e, successivamente, scegliere le funzioni di appartenenza dei diversi termini utilizzati per esprimere quel concetto.

A questo punto si pone il problema di determinare il numero di termini linguistici usati per rappresentare una certa variabile: la scelta è lasciata alla libera discrezione di chi realizza il sistema ma deve essere in grado di descrivere con sufficiente rappresentatività il fenomeno descritto.

2. Definizione delle regole

Questa fase costituisce il momento più importante del processo decisionale. In un sistema sfocato la conoscenza è immagazzinata da regole di tipo IF-THEN che vengono formulate da esperti del settore, al fine di ottenere un output in accordo col comportamento decisionale umano. Le regole possono essere ottenute attraverso l'attivazione di un procedimento simile ad una rete neurale che sia in grado di evidenziare la rilevanza e il funzionamento del sistema. Un procedimento più razionale e concreto deriva dalla costruzione soggettiva delle regole sulla base di un numero sufficientemente ampio di interviste, dalla verifica finale con un gruppo di esperti e dal confronto eventuale con l'output di un sistema fuzzy neurale. Si consideri che all'aumentare della complessità del problema e all'aumentare delle variabili inserite nel sistema, il numero di osservazioni necessario per poter addestrare una rete neurale è elevato e a volte impossibile da ottenere nel caso di aspetti qualitativi e non incorporati nell'ambito di un sistema informativo preesistente.

Ogni regola è costituita da una *premessa* o *antecedente* (IF-part) e da una *conclusione o conseguente* (THEN-part): If (Antecedente), Then (Conseguente). Esse sono dei principi generali, esse non sono costituite da regole precise, perfettamente parametrizzate[30]. Si possono impostare regole del tipo "se l'efficienza produttiva è inferiore ad un rapporto cost/income pari a 0,3, allora…" oppure regole più sfumate del tipo "se l'efficienza produttiva è alta, allora…".

Un sistema fuzzy funziona assumendo che un'ipotesi non è mai né completamente vera, né completamente falsa, ma ha un certo grado di verità che influisce sull'intensità con cui la regola viene applicata. Ciò è consentito, sotto un profilo operativo, dalla sovrapposizione dei termini (il giudizio con cui sono valutate, nel sistema, le variabili o le combinazioni di variabili): un valore di input può appartenere contemporaneamente a due distinti termini con gradi di

[30] Se il problema analizzato è costituito da descrizioni quantitative, come un sistema di analisi di bilancio per la valutazione del merito creditizio, queste regole assumono una maggiore specificità. Si veda Cosma, Facchinetti, Mastroleo, Ferretti (2001) oppure Ancona *et al.,* (1999)

verità diversi. Per esempio, l'efficienza potrebbe essere contemporaneamente "elevata" (con un certo grado di verità) e "ridotta" (con un altro grado di verità), questo attiva, con diversi gradi, regole diverse che conducono a conclusioni differenti e, a volte, anche contrastanti.

Quando la premessa è vera, perché costituita da fatti inizialmente noti o precedentemente dimostrati, allora diventa vera anche la conclusione, allo stesso modo si può affermare che la conclusione è vera nella misura in cui è vera la premessa. A volte, può essere utile dare più importanza ad alcune regole rispetto ad altre: questo viene fatto, moltiplicando il grado di verità dell'antecedente per un certo "peso". Inizialmente tutte le regole, per "default", hanno un peso pari ad uno (w = 1) che risulta essere ininfluente ma se in una certa regola si pone, per esempio, un peso w pari a 0.8, si otterrà che il grado di verità dell'antecedente di quella regola verrà ridotto del 20%. Questa fase avviene attraverso l'intervento di un gruppo di lavoro che individua all'interno di una combinazione di variabili quella o quelle che hanno maggiore rilevanza[31].

Il numero di regole dipende dal numero dei termini delle variabili di input. Si supponga di disporre di due variabili di input: A (con un numero di termini pari a *n*) e B (con un numero si termini pari a *m*) che danno luogo ad una variabile di output C. Il numero di regole risultanti sarà pari a n*m: in tal modo si può associare ad ogni coppia di valori delle variabili linguistiche A e B, un termine della variabile di output C.

3. Modalità di implicazione dell'antecedente al conseguente

L'espressione "aggregazione dell'antecedente" indica la valutazione del grado di verità della precondizione (IF-part), cioè la determinazione dell'intensità con la quale sono soddisfatte due o più condizioni del tipo: IF x = A AND y = B …

I possibili aggregatori sono: AND logico; OR logico; operatore Gamma; ed altri come l'Operatore Min-Max e l'operatore Min-Avg.

L'aggregatore AND logico considera il minimo grado di verità fra le funzioni di appartenenza. Si consideri una semplice regola del tipo: " IF continuità = alta AND reddito = medio THEN rischiosità = bassa". La regola si verificherà, cioè la rischiosità sarà bassa, solo se verranno soddisfatte entrambe le condizioni, però con l'uso del minimo come aggregatore, la rischiosità sarà bassa nella misura del minor grado di soddisfazione fra le due condizioni (vuol dire che la rischiosità è bassa con un grado di verità basso). Tutto questo significa

[31] Molto più spesso si evita di avere posizioni precostituite sulla rilevanza delle variabili e si preferisce far emergere la maggiore rilevanza attraverso la specificazione di regole che automaticamente attribuiscono, senza definirla numericamente, il maggior valore discriminante di una variabile rispetto l'obiettivo del sistema. I pesi possono essere ottimizzati attraverso il ricorso agli algoritmi genetici o alle reti neurali.

che almeno in quella misura la regola è pienamente soddisfatta; il criterio è orientato alla massima prudenza poiché considera sempre il grado di appartenenza più basso, finendo per ignorare il grado di verità dell'altra condizione.

L'operatore logico OR fornisce come conseguenza il massimo tra le funzioni di appartenenza implicate nel processo di aggregazione. Analogamente a quanto accade con l'utilizzo dell'operatore AND, l'OR logico considera soltanto i valori estremi assunti dalle funzioni di membership, tralasciando i valori intermedi risultanti dalla compensazione tra le condizioni.

L'operatore GAMMA[32] (Zimmermann, 1996) consente di realizzare una compensazione fra le funzioni di appartenenza. Per questa ragione esso, rispetto agli altri operatori, permette di tradurre in modo più appropriato il processo decisionale umano.

Questo operatore viene utilizzato nei casi in cui si abbiano due condizioni che possono essere soddisfatte anche non contemporaneamente e quando un eccesso di soddisfazione di una compensa una carenza di soddisfazione nell'altra. Posso accettare un lavoro noioso se ben retribuito oppure un lavoro molto interessante ma poco retribuito. Per gli esseri umani l'operazione di compensazione è logico-intuitiva.

Per comprendere meglio il significato del funzionamento degli aggregatori e delle modalità di implicazione dell'antecedente al conseguente può rivelarsi utile un semplice esempio. Si supponga di dover valutare un'impresa e si ipotizzi, per semplicità, che la scelta si basi unicamente su due variabili qualitative: (1) posizionamento competitivo e (2) conflittualità fra soci. È ovvio che la scelta ottimale ricadrebbe sulla proposta che massimizza il posizionamento competitivo e minimizza la conflittualità, tuttavia, nella realtà, si avrebbe una certa soddisfazione anche se il posizionamento fosse più basso e la conflittualità meno elevata.

Questo significa che ci si accontenterà di una compensazione tra una condizione più "vera" ed un'altra meno "vera". Una delle regole logiche da applicare in questo caso sarà:

IF posizionamento = alto AND conflittualità = bassa THEN impresa = attrattivo

Si supponga di dover vagliare tre imprese A, B e C con le seguenti caratteristiche:

IMPRESA	Posizionamento = alto	conflittualità = bassa

[32] Non esiste un metodo standard che permetta di estrarre il valore di Gamma opportuno ma dall'analisi empirica è risultato che: regole con stesse variabili di input e di output hanno lo stesso grado di compensazione e che nelle verifiche empiriche il valore di Gamma è significativo fra 0,1 e 0,4;

Impresa A	$\mu_{alto} = 0.3$	$\mu_{bassa} = 0.4$
Impresa B	$\mu_{alto} = 0.3$	$\mu_{bassa} = 0.8$
Impresa C	$\mu_{alto} = 0.28$	$\mu_{bassa} = 1.0$

Se la scelta dell'aggregatore ricade sul Minimo, si avrà:
- proposta A Min$\{\mu_{alto} = 0.3 ; \mu_{bassa} = 0.4\} = 0.3$
- proposta B Min$\{\mu_{alto} = 0.3 ; \mu_{bassa} = 0.8\} = 0.3$
- proposta C Min$\{\mu_{alto} = 0.28; \mu_{bassa} = 1.0\} = 0.28$

Le imprese A e B sono caratterizzate dallo stesso grado di attrazione, pari a 0,3. Se, però, si osservano attentamente gli aspetti delle due possibilità ci si accorge che, nonostante siano indifferenti dal punto di vista dello stipendio offerto, in realtà l'offerta B risulta essere migliore dal punto di vista della conflittualità. Se poi si considera l'impresa C, si osserva che essa viene considerata la meno attrattiva tra le tre ma, in considerazione del fatto che, pur essendo valutata un pò peggio dal punto di vista del posizionamento è nettamente la migliore per ciò che riguarda la conflittualità e potrebbe essere preferita per il minor rischio di scioglimento.

Il fatto che queste considerazioni non emergano dall'analisi svolta dipende proprio dalla scelta dell'aggregatore: utilizzando l'AND logico, infatti, si considera solo il minimo grado di verità tra le funzioni di appartenenza; di conseguenza, se le altre caratteristiche hanno valori differenti, non vengono prese in considerazione. Se, invece, si utilizza l'operatore GAMMA, con un valore di γ pari, ad esempio, a 0.3, i risultati si presenteranno nel modo seguente:

Impresa A Gamma$\{\mu\text{alto} = 0.3 ; \mu\text{bassa} = 0.4\} = 0.19$
Impresa B Gamma$\{\mu\text{alto} = 0.3 ; \mu\text{bassa} = 0.8\} = 0.35$
Impresa C Gamma$\{\mu\text{alto} = 0.28 ; \mu\text{bassa} = 1.0\} = 0.41$

Così facendo, si opera una compensazione tra le caratteristiche delle variabili prese in considerazione nell'analisi. Dai risultati ottenuti la scelta ricadrà sull'impresa C, che è evidentemente migliore rispetto ad A e B, coerentemente con le osservazioni svolte precedentemente. In particolare si nota che la possibilità A che, utilizzando il MIN come aggregatore, risultava la più attrattiva viene segnalata ora come la proposta peggiore.

Nell'esempio presentato si è considerato un caso in cui risulti conveniente operare una compensazione fra le funzioni di appartenenza anche se questa operazione non rappresenta una costante nelle decisioni umane. Tutto dipende dal contesto in cui si opera.

4. Aggregazione del conseguente

Durante l'applicazione delle regole può accadere che regole diverse forniscano la stessa conclusione, anche se con intensità diverse. In questi casi è possibile ricorrere differenti aggregatori della conclusione (THEN-part) tra cui i più utilizzati sono: MAX, BSUM (Bounded sum)

Il primo metodo (MAX) sceglie, fra le regole attivate, quella caratterizzata dalla maggiore intensità e considera il massimo tra due o più gradi di verità su uno stesso conseguente.

Il secondo metodo (BSUM), invece, esegue la somma fra tutti i gradi di soddisfazione di una stessa conclusione e nel caso in cui questa superi l'unità, considera il valore finale pari a 1.

5. Defuzzificazione dell'output

In questa fase viene trasformato l'output del sistema espresso in valori fuzzy, derivanti dal processo inferenziale, in valori numerici. Esistono diversi metodi di defuzzificazione e la scelta del metodo più opportuno dipende, nei sistemi di supporto alle decisioni, dal contesto della decisione stessa. Nel caso di decisioni di carattere quantitativo è preferibile ricorrere a metodi di defuzzificazione che scelgano un valore intermedio che tenga conto di tutto il risultato sfocato dell'output ("miglior compromesso"), mentre nel caso di decisioni di tipo qualitativo risultano più adatti metodi che scelgano il valore tipico del termine linguistico dell'output con maggiore grado di attivazione ("miglior risultato possibile").

Si tratta di due metodi che, per loro natura, forniscono risultati differenti: l'uno propone una mediazione tra i vari risultati, l'altro premia "il più forte".

5. La logica fuzzy: una possibilità di integrazione fra relationship banking e modelli di rating

Le banche, attualmente, sono soggette a due spinte con direttrici sostanzialmente allineate in termini di effetti: da un lato, l'evoluzione della vigilanza e la necessità di procedere ad un'armonizzazione fra le politiche e tecniche gestionali e le scelte effettuate sotto un profilo regolamentare concedono la possibilità di implementare sistemi di rating interni del rischio di credito e la possibilità di connotare l'intera gestione creditizia sulla base di logiche di risk management; dall'altro, le esigenze che provengono da un mercato sensibilmente competitivo e dal perseguimento dell'efficienza che impongono un puntuale presidio dei costi e, quindi, di tutti i processi bancari.

L'intensità concorrenziale e i nuovi orientamenti regolamentari richiede modalità di misurazione e gestione del rischio di credito snelle, in grado di capitalizzare il maggior contenuto informativo all'interno di processi di valutazione eccessivamente costosi e approfonditi, a causa della crescita del numero degli intermediari e della maggiore contendibilità dei clienti e delle quote di mercato (Ricciardi, 1996)[33], ma egualmente efficaci per evitare un ampliamento dei propri crediti verso classi di clientela e tipologie di prodotti più rischiosi per ragioni di mantenimento della quota di mercato[34]. Come si è visto, emerge una necessità sempre più sentita e stringente per le banche di gestire in modo più mirato e personale il rischio di credito in specifici segmenti, al fine di ottimizzare la logica di risk management senza sacrificare la gestione della relazione. Questo richiede un avvicinamento del front office alle unità creditizie e decisionali attraverso la possibilità di condivisione del patrimonio informativo senza il rischio di perdere né l'oggettività della valutazione né il contributo alla valutazione del rischio di credito di tutte la variabili qualitative.

Una possibilità è rappresentata dall'introduzione di un modulo di credit scoring qualitativo nell'intero sistema di rating in grado di processare tali variabili, mediando sia la difficoltà interpretativa dei modelli *statistical based* sulle variabili qualitative, sia il rischio di introdurre elementi eccessivamente soggettivi

---

[33] Ricciardi A., 1996, "La previsione delle insolvenze nel credito al consumo mediante l'applicazione delle tecniche di credit scoring" in Ecchia S., 1996 "Il rischio di credito. Metodologie avanzate di previsione delle insolvenze", Giappichelli, Torino

[34] Una struttura di mercato concentrata o monopolistica evidenzia una contrazione dei volumi di attività più rischiose, classi di attività che tendono, invece, ad aumentare nei mercati a maggiore concorrenzialità Heggestad A., 1977, "Market structure, risk and profittability in commercial banking" in Journal of Finance, n.4

di una valutazione *judgment based* non ben strutturata e di difficile controllo. Nei sistemi analitico-soggettivi tradizionali, la relazione era recuperata all'interno della proposta di fido e, nella fattispecie, attraverso l'utilizzo di determinati aggettivi e l'inserimento di particolari osservazioni che mettevano in risalto le caratteristiche dell'impresa. Questa caratteristica può essere replicata attraverso pratiche di *notching* strutturato e soggettivo oppure attraverso un sistema fuzzy che contribuisca a elaborare e rendere più oggettivo tale procedimento senza, però, allontanare la valutazione dal relationship manager e, quindi, dal cliente.

La logica fuzzy rappresenta una modalità per gestire situazioni complesse, caratterizzate da ridotta chiarezza dei concetti, da indefinitezza della rilevanza delle variabili e da un livello di incertezza e parzialità delle valutazioni.

Le classiche metodologie della teoria del controllo sono abitualmente basate su modelli matematici che cercano di descrivere il legame funzionale tra le variabili di input e quelle di output uscita. Tuttavia, i modelli matematici, per loro natura, non sono una rappresentazione formale in grado di riprodurre con esattezza la realtà[35] (Facchinetti, 2000). Nell'ambito delle valutazioni relative alle variabili qualitative, lo scopo di un sistema di elaborazione dovrebbe riguardare la capacità di istruire, valutare e prevedere, giungendo ad una buona soluzione del problema vero in tutta la sua complessità piuttosto che ad una soluzione ottima di un modello che costituisce una semplificazione della complessità del problema e, quindi, non riesce a rappresentare la realtà aziendale nella sua completezza.

I metodi che utilizzano la logica fuzzy sono particolarmente adatti per affrontare problemi in cui vi siano condizioni di incertezza e di imprecisione. Infatti essi sono perfettamente in grado di affrontare problemi complessi fornendo buone soluzioni. I sistemi fuzzy elaborano attraverso le parole e rappresentano una modalità di approssimazione delle funzioni in grado di cogliere, in modo anche non lineare e con qualunque grado di accuratezza il legame esistente fra le variabili di input e quelle di output.

I sistemi fuzzy sono molto simili, nel modo di procedere e di aggregare le variabili, al modo di ragionare comune rispetto alla logica matematica classica. Essi hanno una modalità di elaborazione più continua delle variabili, riducendo la distanza esistente fra un termine di valutazione degli input e quello successivo (per esempio tra buono ed ottimo) e permettendo, quindi, di giungere ad una migliore graduazione del giudizio finale. Rispetto ad altri metodi, supera la necessità di dover compattare gli input in determinati intervalli rigidi dettata dalla

[35] Gli strumenti matematici a disposizione, anche i più raffinati, prevedono ipotesi di regolarità delle funzioni da ottimizzare, prevedono una semplificazione della realtà con una riduzione delle variabili in gioco ed una rappresentazione degli eventi presenti in natura e nelle attività umane atte a formulare vari tipi di equazioni che si è poi in grado di risolvere.

ricerca di maggiore agilità di calcolo che riduce il numero di classi utilizzate provocando una ridotta capacità di discriminazione legata al fatto che imprese con valori di input molto differenti rischiano di ricevere lo stesso punteggio a causa dell'ampiezza dell'intervallo, mentre imprese con valori di input simili ma a cavallo dell'estremo dell'intervallo ricevono giudizi molto diversi (Facchinetti, 2000).

Il loro funzionamento si basa su una serie di regole che supportano i giudizi intermedi e che permettono di verificare ex post, in tutto il processo e in tutto il sistema, le modalità di valutazione e le regole di riferimento nella valutazione. In questo senso, non richiedono un tempo elevato di progettazione e sperimentazione poiché ragionano su un numero di regole inferiore rispetto ai sistemi esperti di altro tipo.

L'applicazione della logica *fuzzy* ad un problema di valutazione del merito creditizio di un'impresa permette di utilizzare aggregatori delle variabili più raffinati rispetto alle somme o alle medie. Infatti, il sistema elabora i termini linguistici relativi alle valutazioni dei relationship manager sulla base di alcuni aggregatori che permettono di affrontare in modo rigoroso ed asettico gli elementi soggettivi rilevanti per la valutazione. I sistemi non sono standardizzati ma fanno riferimento alle specifiche istanze e caratteristiche della banca a cui si riferiscono e del segmento di clientela obiettivo. Tutto ciò è possibile attraverso la scelta delle variabili input ritenute esplicative del merito creditizio e attraverso l'individuazione dei blocchi delle regole di funzionamento che caratterizzano, una per una, tutte le possibili combinazioni delle valutazione delle diverse variabili di input ed intermedie.

Un sistema fuzzy nella valutazione delle variabili qualitative esercita un duplice effetto sul processo di valutazione: in un senso tende a distanziare il relationship manager dal cliente finale attraverso l'introduzione di una fase di analisi ed elaborazione strutturata e rigorosa delle caratteristiche delle imprese e dell'imprenditore e ad avvicinare le unità preposte alla decisione di affidamento al front office, attraverso la creazione di un patrimonio informativo condiviso e di una modalità interpretativa riconosciuta e maggiormente asettica; dall'altro, permette una maggiore coincidenza fra la logica della relazione e la logica di risk management attraverso la valorizzazione delle aspettative dei clienti e dei contenuti della relazione. Nonostante tutto ciò possa apparire riduttivo, occorre considerare che non vengono respinte le dimensioni qualitative della relazione ma si rende più oggettiva la loro valutazione attraverso la costruzione di una griglia di lettura che isola le distorsioni prodotte da interpretazioni e percezioni soggettive errate, troppo squilibrate o indotte da meccanismi operativi troppo orientati alle istanze commerciali rispetto alle esigenze creditizie. In ogni caso, ciascuna banca dovrà definire il peso complessivo dei fattori qualitativi sulla valutazione complessiva della probabilità di default dell'impresa e, nonostante l'aspetto qualitativo assuma un ruolo inferiore ri-

spetto all'analisi quantitativa, esso può giovare alla migliore definizione delle valutazioni e, in particolare, dei casi dubbi.

I sistemi fuzzy costituiscono sistemi esperti che devono essere costruiti e sperimentati attraverso il coinvolgimento attivo della banca. La sua capacità predittiva non dipende dal set di dati relativo al campione di sperimentazione poiché le regole vengono individuate tentando di replicare la *best practice* valutativa della banca. Da un lato, questo introduce elementi di soggettività poiché le variabili di input, alcune combinazioni di variabili e i giudizi associati ad esse attraverso la definizione del set di regole, sono definiti attraverso la ponderazione e la mediazione delle opinioni e delle scelte delle differenti unità organizzative coinvolte[36]. Ferme restando le potenzialità delle tecniche di analisi multivariata, i sistemi statistical based risolvono il problema della determinazione dei pesi e della rilevanza da assegnare alle variabili sulla base della loro capacità esplicativa. Tuttavia, le variabili esplicative sono sempre determinate all'interno dei dati e delle variabili inserite nell'analisi per cui i sistemi possono scegliere all'interno di una gamma che è stata comunque condizionata dalle scelte precedenti.

La logica fuzzy non attribuisce pesi predefiniti alle variabili e non incorre nel rischio di utilizzare pesi "di consenso" poiché il sistema permette di far emergere la rilevanza delle variabili attraverso la progressiva aggregazione dei giudizi. Inoltre, anche le variabili input possono essere costituite da un numero anche elevato che verrà implicitamente ridotto dal sistema attraverso la scarsa rilevanza attribuita agli specifici fattori nel corso dell'elaborazione. Tutto ciò conduce ad una ridotta dipendenza dall'utilizzo di dati storici per la taratura del sistema che permette di evitare rischi che il sistema risulti anacronistico o disallineato rispetto alla situazione attuale. I sistemi fuzzy hanno fatto riscontrare un giudizio positivo in merito alla capacità di codificare, in modo preciso ed esplicito, l'importanza di ogni singola variabile di ingresso rispetto alle altre. Questo è stato dimostrato, anche in un sistema di analisi quantitativa relativo ad una valutazione di bilancio attraverso il confronto con il sistema a base statistica utilizzato dalla banca (Cosma, Facchinetti, Ferretti, Mastroleo, 2001) e, successivamente, attraverso il confronto con un procedimento a base neurale. In particolare, la logica fuzzy non ricorre ad una *black box*, i blocchi di regole e le diverse aggregazione fra le variabili sono sempre visibili, controllabili e sempre modificabili dal management bancario nel caso in cui si ritenga necessario introdurre nuovi elementi valutativi e nuove istanze socio-economico-congiunturali.

Il coinvolgimento della banca nella determinazione delle variabili e nella definizione delle regole di funzionamento, la capacità della logica fuzzy di evi-

[36] Per una approfondita valutazione dei pregi e difetti delle modalità di elaborazione ed analisi dei dati ai fini della costruzione del rating si veda De Laurentis (2001), pagg. 212-253

denziare sempre le regole di funzionamento e le potenzialità di elaborazione di giudizi e termini linguistici senza il ricorso a rigidi intervalli discreti, conducono ad alcune implicazioni rilevanti di natura organizzativa, gestionale ed operativa.

Infatti, il sistema permette di replicare con maggiore aderenza le logiche creditizie e di armonizzare le politiche di gestione dei crediti attraverso l'inserimento di variabili e parametri ritenuti rilevanti per ottimizzare ed allineare la discrezionalità degli organi periferici alle scelte dell'area credito e alle strategie complessive della banca. Le elaborazioni risultano non ambigue e perfettamente comprensibili dall'utilizzatore finale, attraverso la possibilità di verifica dei dati di input e delle singole valutazioni intermedie e finali, che permettono di individuare immediatamente i punti di forza e/o di debolezza dell'impresa analizzata. Sotto un profilo gestionale e relazionale, tutto ciò si traduce anche in un feed back che migliora la capacità e la flessibilità di gestione del rapporto del cliente attraverso la ricerca di ulteriori informazioni o di azioni correttive in grado di migliorare il merito di credito.

L'applicazione di un sistema fuzzy nella valutazione delle analisi qualitative e come modalità di elaborazione del processo di valutazione delegato al *relationship manager* può, anche, essere interpretata come una modalità di riscontro, di supporto e di complemento dell'attività del personale. Esso si configura come un meccanismo operativo in grado di recepire i contenuti e l'evoluzione culturale verso una più moderna filosofia gestionale dei rischi, e di sensibilizzare e orientare adeguatamente le risorse umane e, nella fattispecie il front office corporate. Il completamento dei sistemi di rating con un modulo qualitativo che coinvolge direttamente i relationship manager, posizionati lungo i canali distributivi corporate e non della banca, costituisce un driver per una cultura creditizia più efficace, ponendosi come un fattore di creazione-socializzazione di competenze sviluppatesi in ambiti che non riescono ad avere momenti di contatto. Sotto questo profilo, la condivisione di un sistema e di un metodo di valutazione rappresenta una modalità per definire all'interno di organizzazioni unitarie delle direttrici guida dei comportamenti delle risorse umane e per ridurne la soggettività.

Questo diviene ancora più importante nelle strutture di gruppo, sviluppatesi per aggregazioni successive di banche, in cui è necessario un fattore sostanziale di armonizzazione della cultura, dei comportamenti e delle competenze creditizie. In realtà, ciò potrebbe soddisfare anche un'esigenza concreta dei gruppi costituita, non solo dalla necessità di armonizzare le prassi operative meno proceduralizzabili, ma soprattutto dalla necessità di creare parametri e modalità di controllo, volti ad individuare comportamenti opportunistici e propensioni al rischio troppo elevate delle banche controllate o di relationship manager che operano in aree critiche o che antepongono obiettivi personali a quelli professionali.

Uno svantaggio è costituito dal rischio che il sistema venga avvertito come una modalità di standardizzazione delle competenze e come una riduzione della discrezionalità decisionale collegata, con un impatto negativo in termini di motivazione. Anche le fasi di progettazione e realizzazione subiscono questo rischio con comportamenti di ridotta partecipazione, motivati dalla percezione che il sistema rappresenti una modalità di riduzione del potere decisionale posseduto[37].

Le informazioni inserite nel sistema possono essere capitalizzate a favore del sistema informativo della banca dato che la versatilità e flessibilità del sistema permette una efficace integrazione con altri moduli d'analisi[38]. Questo permette una migliore gestione delle fasi di revisione e di monitoring attraverso un miglior utilizzo del patrimonio informativo, quantitativo e qualitativo, capace di qualificare l'analisi, dare un maggiore impulso a tali fasi rispetto al controllo andamentale del credito e focalizzare l'attenzione sulla gestione dell'evoluzione delle crisi e della dinamica patologica delle sofferenze (De Laurentis, Sironi, 1998)[39]. In termini di asimmetrie informative che si creano fra banca e front office per le variabili qualitative, ciò potrebbe rappresentare una modalità per evitare che il patrimonio informativo relazionale e le informazioni esperenziali rimangano monopolio del gestore di clientela sia all'interno dell'organizzazione, con tutte le difficoltà di gestione dei percorsi formativi e di carriera, sia all'esterno della banca con il rischio che il turn-over interbancario dei relationship manager produca anche la perdita dei clienti.

Le variabili da inserire nel sistema costituiscono una scelta specificamente legata alla banca e al segmenti di clientela a cui il sistema si riferisce. La strut-

---

[37] Il funzionamento del modello richiede un fattivo coinvolgimento e un atteggiamento collaborativo del personale della banca nella definizione delle variabili e delle regole. Nel corso delle ricerche e delle esperienze effettuate si è rilevata una elevata ostilità nei confronti dello strumento, motivata proprio dal timore che esso possa rappresentare unicamente uno strumento di controllo piuttosto che di supporto alla valutazione del rischio di credito.

[38] Nel tempo, le fasi di applicazione dei modelli di credit scoring e gli ambiti di utilizzo delle informazioni utilizzate all'interno delle banche si sono ampliati, spostandosi dalla valutazione del rischio ad applicazioni relative a funzioni commerciali o di marketing. In ambiti meno creditizi, i sistemi di *credit scoring* all'interno delle banche possono essere utilizzati per scopi commerciali e di marketing (*customer scoring*) a supporto delle iniziative attivate dalla banca nei confronti dei propri clienti. Le informazioni processate dal sistema permettono di misurare preventivamente l'interesse e il grado di recettività di specifici clienti, sia attuali che potenziali, nei confronti nuovi prodotti, integrano la segmentazione dei clienti sulla base della loro qualità e del rischio di credito posseduto, oltreché su variabili socio-economiche e, soprattutto, permettono di migliorare la previsione dell'opportunità e della convenienza economica dell'offerta di prodotti creditizi a particolari clienti caratterizzati da profili di qualità non chiaramente definiti.

[39] De Laurentis G., Sironi A., 1998, "Dalla selezione del credito al risk management: opportunità e cautele delle banche italiane", Bancaria, n.1,

tura delle aree d'analisi non può, quindi, essere standardizzata ma è necessario verificare che essa sia condivisa dal front office e dall'area credito e che cerchi di cogliere tutte le caratteristiche che possano migliorare l'analisi senza atteggiamenti aprioristici.

Sotto un profilo metodologico, occorre verificare con accuratezza i risultati preferibilmente attraverso un confronto del tipo previsione vs accadimenti piuttosto che attraverso un confronto fra output di differenti modelli di previsione o con il giudizio di un analista. Gli elementi di soggettività del modello possono essere, cosi, verificati nei loro effetti, testando allo stesso tempo la capacità del sistema di attenuare eventuali distorsioni personali di giudizio.

La sperimentazione di un sistema fuzzy in grado di processare le variabili qualitative e di replicare la prassi valutativa della banca, avvicinando la logica creditizia alla logica relazionale ed eliminando il rischio di implicazioni soggettive di giudizio dettate da conflitti d'interesse del valutatore, rappresenta un tentativo di recuperare il patrimonio informativo riservato della banca e di metterne a frutto i risultati. La strutturazione del processo di notching nell'ambito di un sistema di analisi multicriteriale permette la verifica delle due ipotesi teoriche effettuate:

- la rilevanza delle variabili qualitative e, in particolar modo, delle variabili relazionali e comportamentali;
- la possibilità di valorizzare le informazioni relazionali e la loro capacità discriminante per qualificare meglio i sistemi di valutazione della probabilità di default.

6. La logica *fuzzy* nella valutazione delle variabili qualitative: un modello di scoring

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le aree di valutazione: le variabili qualitative analitiche. – 3. L'albero decisionale e/o di valutazione. – 4. Una prima verifica empirica della rilevanza delle variabili. – 5. La fuzzificazione degli input e la determinazione dei blocchi di regole. – 6. Il sistema di scoring: la valutazione finale. – 7. Considerazioni Conclusive.

1. Introduzione

Questo capitolo è dedicato alla costruzione di un sistema di valutazione delle variabili qualitative attraverso il riscorso alla logica fuzzy. In realtà, la costruzione di questo sistema non costituisce l'unico obiettivo ma si completa di una serie di altre finalità che ne ampliano il significato. Infatti, il sistema di fuzzy scoring rappresenta, al tempo stesso il fine e il mezzo di questa parte conclusiva del lavoro.

Esso rappresenta un fine poiché la creazione di un modello fuzzy di valutazione delle variabili qualitative, di tipo relazionale e comportamentale, costituisce una verifica delle potenzialità della logica fuzzy nell'elaborazione delle informazioni non quantitative, caratterizzate da giudizi e profili di incertezza maggiori rispetto ad altri indicatori di qualità.

Esso rappresenta un mezzo poiché fornisce, attraverso una valutazione operativa riferita ad un campione di imprese clienti di una banca, la possibilità di approfondire e verificare le ipotesi teoriche avanzate nel corso del lavoro relative a:

1. la capacità della relazione di produrre una maggiore quantità di informazioni che miglioravano la capacità di valutare l'incertezza comportamentale e, quindi il rischio di credito;

2. la rilevanza dell'incertezza comportamentale sulla probabilità di default e la capacità della relazione di generare *process based trust*, in grado di creare un maggior *commitment* fra banca e impresa e disincentivare i comportamenti opportunistici, riducendo l'incertezza comportamentale e riducendo il rischio di credito;
3. la rilevanza delle variabili qualitative e relazionali e, in particolar modo, delle variabili comportamentali, ai fini della valutazione del merito di credito e la loro capacità di discriminare fra imprese di buona e cattiva qualità creditizia;
4. le potenzialità della logica fuzzy nel proporsi, date le proprie caratteristiche, come uno strumento di elaborazione delle variabili qualitative e di riduzione della soggettività dei relationship manager, permettendo loro maggiore importanza nel processo di rating interno.

La verifica empirica è stata articolata in due momenti fondamentali legati a: l'individuazione delle variabili qualitative relazionali e comportamentali ritenute rilevanti ai fini di una valutazione del rischio di credito e alla costruzione di un sistema fuzzy di valutazione del rischio di credito in grado di processare le variabili qualitative individuate.

Ai fini della verifica delle ipotesi formulate, non si è fatto unicamente affidamento ai risultati delle valutazioni del sistema ma sono stati analizzati, anche, i risultati dei questionari sottoposti all'attenzione dei relationship manager coinvolti nella ricerca. Infatti, l'analisi dei giudizi inerenti le variabili qualitative individuate, relative ad un campione di imprese composto da posizioni in bonis e da posizioni in sofferenza, ha permesso di individuare alcune differenze significative sia per le caratteristiche relazionali che per quelle comportamentali dei due gruppi di imprese; ciò a conferma della loro rilevanza e della capacità di discriminare fra imprese sane e insolventi

L'utilizzo di un sistema fuzzy, appositamente costruito per la valutazione di dette variabili, ha permesso di verificare la loro rilevanza sul rischio di credito, confermando la loro rilevanza a la loro capacità discriminante delle imprese e la valenza della logica fuzzy nell'elaborazione delle variabili qualitative.

L'analisi congiunta dei due risultati ha, invece, permesso di dimostrare direttamente, il valore informativo della relazione, elemento che rivela delle potenzialità in grado di completare e migliorare la valutazione del rischio di credito e, indirettamente, la capacità della relazione di esercitare degli effetti positivi sull'incertezza comportamentale attraverso l'analisi delle differenze emerse fra le variabili comportamentali relative alle imprese *in bonis* rispetto alle imprese in sofferenza.

Il processo di analisi empirica può essere suddiviso e schematizzato in quattro fasi:

Prima fase: individuazione variabili qualitative

– Individuazione, selezione e valutazione teorica delle variabili qualitative ritenute rilevanti ai fini della valutazione del rischio di credito attraverso l'esecuzione di alcune interviste rivolte ad un pool di operativi composto da: customer relationship manager, direttori di filiale tradizionali con clientela retail, small business e corporate, il responsabile corporate di area e il responsabile del processo di risk management della banca. Le interviste sono state finalizzate a: l'individuazione delle variabili qualitative, la valutazione delle variabili qualitative esaminate, la verifica di eventuali aspetti trascurati o duplicati e una prima ricostruzione del processo di valutazione e decisionale compiuto nell'analisi del merito di credito delle imprese clienti.

Seconda fase: Costruzione dell'albero decisionale e rilevamento dei dati di input

– Costruzione dell'albero decisionale attraverso l'aggregazione delle variabili qualitative prescelte e sulla base delle indicazioni ottenute dai gestori corporate, soprattutto, in merito alle variabili più relazionali e comportamentali.
– Verifica dell'albero decisionale ottenuto, ottimizzazione dei differenti blocchi di variabili ottenuti e definizione dell'albero decisionale finale su cui impostare il sistema.
– Compilazione dei questionari da parte di gestori corporate, differenti dai soggetti coinvolti nella individuazione delle variabili e nella costruzione dell'albero. I questionari sono compilati attraverso la valutazione di imprese effettivamente clienti della banca.

Terza fase: Costruzione del sistema fuzzy e determinazione dei blocchi di regole

– Fuzzificazione delle variabili input ed inserimento dei dati rilevati attraverso i questionari, all'interno del sistema fuzzy.
– Definizione dei blocchi di regole attraverso una seconda serie di interviste rivolte al personale al fine di valutazione e verificare ogni singola combinazione if then.

Quarta fase: Ottimizzazione del sistema e sperimentazione di verifica

– Inserimento nel sistema delle regole individuate e produzione del primo output valutativo.
– Taratura delle regole e ottimizzazione del sistema attraverso l'utilizzo di valutazioni su casi specifici per individuare eventuali aree di malfunzionamento.
– Costruzione sistema definitivo e verifica della capacità predittiva.

2. Le aree di valutazione: le variabili qualitative analitiche

Nel capitolo precedente è stato ampiamente trattato il ruolo delle variabili qualitative nell'ambito della valutazione del rischio di credito ed è stata proposta una classificazione che ne specificava la natura attraverso la distinzione fra variabili interpretative, valutative e descrittive. Inoltre, sono state definite in modo compiuto le variabili relazionali e le variabili comportamentali, su cui si è concentrata l'attenzione in termini di problematicità di inclusione all'interno dei processi e dei sistemi di rating.

Nell'ambito dell'indagine empirica sono state considerate inizialmente molteplici variabili qualitative, relative a tutti gli ambiti possibili di analisi, in modo da condizionare il meno possibile l'efficacia del sistema. Le variabili settoriali ed ambientali, invece, sono state escluse a priori a causa della loro frequente valutazione a livello centralizzato nelle banche e per la possibilità economicamente sostenibile di ricorrere a fonti informative esterne, dato l'elevato grado di riutilizzo per imprese differenti.

In questo ambito è stato notevole il contributo del pool di relationship manager nell'individuare le variabili che davano adito a duplicazioni informative e nel proporre altri aspetti precedentemente trascurati. Le interviste sono state condotte in modo semi-strutturato in modo da non disperdere l'attenzione in direzioni troppo sterili ma evitando, allo stesso tempo, di perdere contributi e spunti preziosi. Nelle interviste ci si è posti in un'ottica di rinnovo di affidamenti già in essere. In particolare, si è fatto riferimento ad una piccola-media impresa già cliente, con una situazione economico-finanziaria, risultante dall'analisi quantitativa, non particolarmente positiva né negativa. Un'impresa su cui compiere uno sforzo valutativo maggiormente attento, rispetto ad un'impresa con una situazione positiva, e su cui ricercare verifiche qualitative più dettagliate. Visti gli obiettivi della verifica empirica e, in particolare, la volontà di verificare soprattutto le variabili qualitative di tipo relazionale e comportamentale, si è cercato di darne maggiore rilevanza anche se, alla fine del processo esse hanno avuto un peso relativo complessivamente equilibrato rispetto alle altre variabili selezionate.

Il sistema è stato specificamente orientato alle esigenze valutative del segmento delle piccole e medie imprese e la definizione delle variabili ha tenuto di una valutazione relativa ad imprese già clienti e, quindi, conosciute, finalizzandosi prevalentemente verso le fasi di revisione e monitoraggio del credito. La composizione del personale coinvolto è stata individuata all'interno delle struttura corporate della banca, anche se sono stati intervistati due direttori di filiale tradizionale, su cui si appoggia l'operatività corrente delle imprese. Inoltre, si è ritenuto importante coinvolgere anche il responsabile di area del segmento cor-

porate e il responsabile del processo di risk management a cui è delegata la creazione del sistema di rating interno della banca.

Il macro set di variabili qualitative ha replicato lo schema tradizionale esistente in letteratura: posizionamento competitivo dell'impresa, caratteristiche dei mercati e dei prodotti, aspetti competitivi dell'impresa, analisi delle singole aree funzionali, aspetti organizzativi, coerenza delle caratteristiche dell'impresa rispetto al proprio business, valutazione della struttura proprietaria e delle caratteristiche dei soci, valutazione dell'imprenditore e del management, caratteristiche comportamentali dell'imprenditore, valutazioni sul grado di commitment, valutazioni sulle aspettative di comportamento e, infine, una serie di "impact factor credit risk" relativi a: gli aspetti della gestione aziendale, i rapporti con il mercato, la regolarità amministrativo-formale, gli adempimenti contributivi e fiscali, l'evoluzione dell'assetto proprietario o del gruppo, l'esistenza di controversie gravi o sintomatiche di dinamiche pregiudizievoli del merito creditizio, ecc.

Le variabili individuate sono sia di tipo oggettivo che soggettivo, alcune hanno carattere meramente descrittivo altre, invece, assumono anche carattere interpretativo. Tuttavia, nel sistema sono state inserite unicamente variabili qualitative al fine di non alterare i risultati e la loro capacità discriminante rendendo impossibile scindere dagli effetti di tipo quantitativo. Questo determina una minore capacità del sistema di cogliere le dinamiche del rischio di credito poiché esso potrebbe dipendere da fattori non valutati all'interno degli aspetti considerati e individuati all'interno delle fonti informative quantitative.

Il risultato degli incontri è stato costituito dalla riduzione[1] sostanziale del set iniziale di variabili proposte. I motivi del ridimensionamento possono essere ricondotti a:

- l'eccessivo grado di dettaglio proposto per alcuni aspetti che comportava un'inutilità valutativa, provocando una mera moltiplicazione di input dal medesimo valore informativo;
- l'esistenza di variabili che, nonostante il loro valore informativo riconosciuto, sono state giudicate unanimemente non valutabili a causa delle difficoltà di osservazione e di raccolta degli elementi da valutare e che potevano dare luogo a giudizi non affidabili concentrati intorno ai valori medi;
- l'esistenza di variabili che sono state ritenute scarsamente rilevanti poiché il loro contenuto informativo veniva derivato da altre variabili;
- l'esistenza di variabili che richiedono una competenza tecnica più specifica e rischiano unicamente di non dare seguito ad alcuna valutazione,

[1] Scelta confermata dall'efficacia valutativa dimostrata successivamente dal modello

complicando anche la possibilità del sistema di valutare compiutamente a causa dei dati mancanti.

Lo sforzo intellettuale di valutazione non è stato scevro da condizionamenti operativi e da routine di comportamento che subordinano le variabili qualitative alla qualificazione e interpretazione degli aspetti quantitativi, soprattutto in presenza di situazioni negative. Questi ultimi costituiscono il reale fondamento decisionale e, spesso, nelle interviste sono emerse opinioni di scarsa fiducia e reale scetticismo nei confronti di un'integrazione qualitativa e relazionale dell'analisi quantitativa. Nel corso delle interviste, si sono delineati progressivamente e in modo naturale una serie di aspetti che, spesso, coincidono con aree d'analisi tradizionalmente individuate.

Variabili qualitative riguardanti le caratteristiche della proprietà

Un primo aspetto emerso nella valutazione dell'impresa riguarda il ruolo assegnato alle caratteristiche della proprietà e all'evoluzione dell'assetto sociale. Gli aspetti citati riguardano il tipo giuridico, la natura dell'impresa, la composizione dei soci, la presenza di partecipazioni da parte di soggetti, intermediari finanziari o imprese che potessero risultare rilevanti, il tempo di presenza dei soci o dell'imprenditore. In questa direzione diviene importante la verifica di eventuali problemi di passaggio generazionale ma, anche, i cambiamenti di recente avvenimento nella compagine sociale sono valutati molto attentamente in termini prospettici. La delicatezza di tali momenti aziendali rappresenta un momento decisivo e delicato per le sorti future dell'impresa. L'eventuale scarsa credibilità della nuova proprietà costituisce un fattore di rischiosità importante, soprattutto nelle imprese caratterizzate da un'immagine sul mercato legata al nome, alla notorietà e alla personalità dei fondatori/gestori "storici" dell'azienda. In questi casi, è necessario valutare attentamente la motivazione e le capacità imprenditoriali del successore o dei successori anche perché le fonti informative di tipo quantitativo potrebbero registrare in ritardo la variazione del rischio di credito[2]. Il passaggio generazionale e il cambiamento dei soci non sono unicamente delle variabili descrittive ma possiedono un profondo contenuto relazionale. Il giudizio sulla problematicità del cambiamento sociale diviene importante alla luce di implicazioni legate alla variazione della solidità dell'impresa al di fuori del contesto socio-familiare precedente. Questo effetto ha una duplice natura, da un lato riguarda la variazione del valore delle eventuali garanzie esplicite e implicite, dall'altro considera i vantaggi competitivi che derivavano all'impresa dall'appartenenza ad un determinato network socio-

[2] La rilevanza di una valutazione complessivamente negativa della proprietà aumenta nei casi di peggioramento dell'andamento aziendale, risultanti dall'analisi quantitativa dei dati, di cui può rappresentare una variabile esplicativa.

produttivo o ad un gruppo informale di imprese facente capo al precedente gruppo di soci o al fondatore (Caselli, 2001). In particolare, occorre valutare quanto il successo e la performance dell'impresa sono legati all'immagine e all'esperienza e competenza del fondatore.

Strettamente connessa all'assetto proprietario, appare un altro aspetto unanimemente ritenuto importante: l'appartenenza dell'impresa ad un gruppo e il ruolo dell'impresa nel gruppo. Nei casi in cui si debba valutare una società controllata, infatti, il giudizio non riguarda l'azienda considerata singolarmente ma in quanto parte di una realtà più vasta. L'osservazione delle politiche del gruppo risulta determinante nella comprensione del futuro dell'impresa. In questo caso, da un lato si pongono le osservazioni relative alla natura della partecipazione e al posizionamento all'interno del gruppo, mentre dall'altro diviene essenziale capire il ruolo e il grado di necessità dell'impresa per il gruppo al fine di interpretare il livello di commitment esistente nei confronti dell'andamento e del futuro dell'impresa.

Variabili qualitative riguardanti l'impresa e il posizionamento competitivo

Un secondo ambito di riflessione riguarda la valutazione delle caratteristiche dell'impresa, il suo posizionamento sul mercato e l'interpretazione del proprio vantaggio competitivo e della sua sostenibilità futura. Le variabili qualitative proposte in quest'area di analisi erano numerose, specifiche ed eccessivamente dettagliate, finalizzate a descrivere e valutare il mercato di riferimento, i rapporti con i settori a monte e a valle nella filiera produttivo-distributiva, il tipo di vantaggio competitivo posseduto e i punti di forza e di debolezza delle imprese.

Tutti gli intervistati hanno riconosciuto l'importanza e la necessità di queste variabili ma si sono verificati due sensibili tendenze verso il contenimento e la riduzione degli aspetti valutati: la prima determinata dalla ripetizione delle informazioni fornite e dall'inutilità di appesantire la valutazione senza, peraltro, ottenere input informativi differenti; la seconda derivante dalla manifesta incapacità tecnica o informativa a fornire un giudizio significativo su aspetti troppo specifici e distanti dalla possibilità di osservazione e valutazione del relationship manager. In questo ambito, a differenza dell'assetto proprietario, prevale uno spirito intuitivo nella valutazione[3] che deriva, molto spesso, non dall'osservazione diretta ma dalle informazioni provenienti dallo stesso imprenditore o da soggetti che hanno rapporto con l'impresa e dall'interpretazione di episodi e verifiche indirette di tipo casuale. In questo

[3] Su questo aspetto si vedano le rilevazioni di Caselli (2000) che evidenziavano questo aspetto nelle scelte di make or buy informativo.

senso, diviene importante la componente relazionale per la migliore capacità informativa ma, soprattutto, per il sostanziale miglioramento della credibilità delle informazioni raccolte. A rafforzamento degli effetti della fiducia relazionale concorrono la reputazione dell'imprenditore sul mercato e nella comunità di riferimento, la sua storia imprenditoriale e il comportamento tenuto nel corso del rapporto con la banca. Tuttavia, le informazioni meno osservabili e relative ad aspetti competitivi dell'impresa non risultano casuali ma, anzi, scientemente ricercate nelle conversazioni sia con l'imprenditore che con altri stakeholder dell'impresa.

Le modalità di valutazione e di acquisizione delle informazioni e l'elevato contenuto interpretativo di alcune variabili hanno fatto propendere per un numero inferiore di variabili che incorporassero, nella loro valutazione sintetica, dimensioni di giudizio più ampie e riferite ad aspetti causalmente collegati alla variabile analizzata. Sono stati, quindi, considerati:

- il ruolo dell'impresa sul mercato al fine di verificare il grado di leadership posseduto e il posizionamento nei confronti della concorrenza; si cerca di valutare come l'impresa si collochi nei confronti della concorrenza in termini di quota di mercato di potere contrattuale e di capacità di porsi quale price taker o price maker;
- l'ampiezza e le caratteristiche del mercato di sbocco, in modo da verificare l'adeguatezza e la stabilità della capacità di assorbimento commerciale in relazione agli obiettivi e alla sostenibilità dei risultati dell'impresa; il mercato di sbocco rappresenta una modalità di valutazione, anche, del grado di rischiosità dei crediti verso i clienti, rischio paese e, per le imprese in fase di sviluppo, delle potenzialità di crescita senza dover sostenere i costi e i rischi d'ingresso i nuovi mercati;
- le caratteristiche dei prodotti e il grado di maturità posseduto mediamente dagli stessi in modo da verificare lo stadio di vita degli stessi e valutarne sia i comportamenti finanziari attesi, sia le prospettive evolutive in relazione al ciclo di vita del settore;
- il grado di concentrazione dei clienti e il grado di elasticità della domanda al fine di verificare la stabilità degli ordini e il grado di rischio a cui l'impresa è esposta; la dipendenza da pochi clienti potrebbe avere effetti negativi sulla competitività, determinare un ridotto potere contrattuale, accentuare il rischio di insoluti e di variazione del fatturato e della redditività;
- la valutazione dell'adeguatezza del prezzo alla qualità dei prodotti e la valutazione della capacità dell'impresa di risultare competitiva rispetto alla concorrenza; ciò permette di valutare il potere contrattuale, la capacità competitiva e verificare, indirettamente, la posizione posseduta sul mercato e l'efficienza produttiva. Infatti, come è stato riscontrato la competitività di prezzo assume importanza solo dopo aver osservato le

altre variabili competitive. Le imprese che basano la loro strategia competitiva unicamente sul prezzo non sono valutate positivamente. È sempre possibile, infatti, che altre aziende entrino nel mercato praticando prezzi più convenienti e, di conseguenza, erodano parte della quota di mercato fino ad allora detenuta. In particolare, è necessario valutare quanto il mantenimento di prezzi concorrenziali influisca sui margini di ricavo e sia sostenibile oltre il breve periodo se l'impresa, per mantenere la posizione acquisita, applica prezzi di vendita molto vicini ai costi di produzione (materie prime ecc.), potrebbe affacciarsi a situazioni economico-finanziarie particolarmente critiche.

- l'efficienza e la capacità produttiva sotto un profilo sia tecnico che economico; questa variabile rappresenta la valutazione dell'intero aspetto produttivo e sintetizza la valutazione di aspetti differenti della produzione, legati alla capacità di approvvigionamento, all'organizzazione interna, alle competenze relative alla progettazione e alla produzione di un prodotto con determinati standard qualitativi, di innovazione e tecnologici;
- l'immagine e la reputazione posseduta dall'impresa e dai propri prodotti sul mercato; essa risulta finalizzata alla valutazione della qualità percepita del prodotto sul mercato, e della adeguatezza dell'attività di marketing di supporto; l'immagine del prodotto per le PMI che non operano sui mercati finali può, anche, essere considerata una proxy della reputazione e della serietà riconosciuta all'imprenditore e della sua capacità di operare con una certa correttezza nei confronti dei propri clienti;
- la capacità di gestione del cliente e di assistenza post-vendita come modalità di valutazione della capacità distributiva e di presidio del mercato e, indirettamente, della capacità di fidelizzazione dei propri clienti.

Variabili qualitative comportamentali

Le variabili di natura comportamentale relative alle caratteristiche e ai comportamenti sociali, imprenditoriali e gestionali dell'imprenditore e del management sono state riconosciute, unanimemente, dagli intervistati come importanti sia sotto un profilo valutativo diretto che per la capacità interpretativa di altre variabili ed aspetti analizzati.

Un primo problema è stato costituito dalla decisione di quale fosse il soggetto rilevante ai fini della valutazione poiché nell'ambito delle PMI possono configurarsi tre possibilità alternative o complementari: l'esistenza dell'imprenditore o di un socio che possieda le capacità e le competenze per influire fattivamente sulla gestione, l'esistenza di un *management*, l'esistenza di una figura consulenziale che supporta e gestisce continuativamente

l'impresa. La soluzione è stata individuata nel fare riferimento al decisore dell'impresa, cioè a colui che effettivamente gestisce e ha la capacità di influire sui comportamenti gestionali e finanziari posti in essere dall'impresa. Per cui, ogni variabile comportamentale sarà riferita al decisore al di là dello status posseduto.

Un secondo problema è derivato dalla necessità di effettuare valutazioni che fossero specifiche ma significative dell'aspetto indagato. La valutazione dell'onestà del decisore può essere valutata attraverso un'interpretazione di sintesi oppure attraverso molteplici giudizi su singole componenti o proxies che conducono progressivamente all'aspetto in oggetto. Nonostante si partisse da un livello di dettaglio elevato, sulla base dei risultati teorici sulle condizioni della fiducia e della relazione, nel corso delle interviste si è giunti a ridurre il numero delle variabili comportamentali e ad ampliare la dimensione del giudizio dei singoli aspetti in modo da richiedere un'interpretazione completa sulla base delle informazioni esperenziali e degli episodi relazionali capitalizzati.

Un terzo problema ha riguardato il grado di approfondimento delle valutazione e l'opportunità di estendere la valutazione anche alla sfera sociale e personale del decisore attraverso la considerazione dei comportamenti al di fuori della relazione con la banca. In termini teorici, ciò rappresenta la decisione se fare riferimento alla reputazione come input informativo oppure limitare la valutazione unicamente alle informazioni prodotte dalla relazione. La scelta è ricaduta sulla prima opzione poiché il giudizio dei customer relationship manager sarebbe comunque condizionato da tutte le informazioni, anche socio-personali. Quindi, si è deciso di estendere la valutazione esplicita anche a comportamenti socio-personali con la limitazione di introdurre solo gli ambiti direttamente collegati con il merito di credito.

Il comportamento e le caratteristiche del decisore sono state inserite attraverso l'analisi degli aspetti più importanti e, allo stesso tempo, valutabili ai fini della meritevolezza di credito attraverso la valutazione dell'incertezza comportamentale e del rischio di moral hazard. In ogni caso, si è cercato di tracciare un quadro complessivo delle caratteristiche professionali più importanti e, soprattutto, del comportamento del decisore nei confronti dell'impresa, del rischio, del proprio patrimonio, dell'informazione, della propria reputazione e immagine e nei confronti della propria vita privata. A questi fini si sono analizzati:

- le capacità imprenditoriali e professionali, finalizzate a valutare il grado di competenza e esperienza del decisore e le capacità gestionali possedute, riscontro indiretto della capacità dell'impresa di adeguarsi all'evoluzione ambientale e di interpretare correttamente le dinamiche competitive;
- la capacità di cooperare con gli altri soci, allo scopo di valutare il grado di conflittualità esistente e prevedere eventuali conseguenze negative di

scissioni o di obiettivi divergenti all'interno del vertice aziendale; in questo senso, rappresenta anche una modalità di valutazione del comportamento cooperativo e della capacità di negoziazione del decisore che si manifesta anche all'interno della relazione bancaria;

- l'onestà e la correttezza negli affari, rappresenta una modalità di interpretazione composita delle caratteristiche del decisore e del suo comportamento nei confronti degli impegni e degli accordi assunti; la valutazione-interpretazione deriva dall'osservazione di tutti i comportamenti ed episodi avvenuti nell'ambito della relazione in condizioni ordinarie e, in particolare, in situazioni critiche o straordinarie;
- il comportamento nei confronti del rischio, permette di valutare il grado di variabilità atteso del rischio d'impresa in relazione ad una maggiore o minore propensione dell'imprenditore che, tuttavia, potrebbe condurre a risultati sia migliorativi che peggiorativi della situazione aziendale;
- il comportamento nei confronti dell'impresa (effort reduction risk), in grado di valutare la motivazione del decisore nei confronti della propria attività e dell'impresa e di valutare meglio la variabilità del merito di credito;
- il comportamento nei confronti del patrimonio dell'impresa (eventuali travasi di risorse a favore del proprio patrimonio e autofinanziamento), è specificamente riferito all'imprenditore e rappresenta un segnale sia del comportamento assunto nei confronti di eventuali situazioni di crisi sia della volontà di ribaltare su terzi finanziatori le conseguenze di situazioni negative; appare ovvio che nell'ambito di gruppi potrebbe essere difficilmente valutabile con riferimento al singolo ma contribuirebbe a migliorare la percezione del ruolo dell'impresa nel gruppo;
- il comportamento nella vita sociale, è una variabile di completamento e verifica la coerenza di comportamento fra vita sociale e vita professionale, ovviamente l'esistenza di uno stile di vita eccentrico o eccessivamente costoso non ha alcun valore se non nelle situazioni negative quale segnale della volontà di sostenere l'impresa e nelle situazioni in cui aumenta la rischiosità a causa di una tendenziale latitanza dalla vita dell'impresa;
- il comportamento informativo nei confronti della banca, rappresenta una valutazione delle modalità di interazione con la banca e un segnale di maggiore o minore trasparenza informativa collegato ad una maggiore volontà di cooperazione; il collegamento al bilancio, viste le prassi correnti, potrebbe aver distorto la valutazione a causa del routinarietà del comportamento anche se assume una connotazione peggiorativa nel caso di scarsa trasparenza e incompletezza dei dati di bilancio, con particolare riferimento alla nota integrativa.

I fattori qualitativi di rischio

I fattori qualitativi di rischio rappresentano un'area delle variabili qualitative, di tipo eterogeneo, che pone in luce con un certo anticipo il principio o l'esistenza di situazioni critiche e, in ogni caso, l'esistenza di elementi che incidono direttamente sui risultati dell'impresa e, quindi, sul rischio di credito atteso (Caselli, 2001). Risulta difficile esaurire tutte le possibili cause di rischio poiché possono derivare da elementi e avvenimenti poco prevedibili. Nel sistema sono confluite le variabili che sulla base della letteratura esistente e dell'esperienza degli esperti sono state ritenute più frequenti e rilevanti:

- esistenza di contenzioso o di posizioni contributive, previdenziali, assicurative non regolari che possono dare luogo a elevati costi (flussi di cassa) non previsti
- esistenza di contenzioso o di posizioni fiscali non regolari che possono tramutarsi in sanzioni e multe di elevato importo che minano l'equilibrio finanziario corrente;
- esistenza di controversie legali di lavoro, con clienti, con fornitori e di varia natura che, al di là dell'esito, rappresentano un segnale di problematicità nei rapporti dell'impresa con il mercato e sintomo di fenomeni da approfondire;
- scarsa qualità del merito di credito dei clienti, esistenza di crediti non pagati a scadenza e presenza di crediti inesigibili che esplicitano sia un elevato rischio di credito commerciale ma possono essere sintomo di perdita di qualità del prodotto e dell'intensificarsi dei reclami e dei prodotti rifiutati;
- esistenza di conflitti sindacali e presenza di esubero di personale, denota una situazione di problematicità da ricondurre ad una valutazione prospettica in termini di efficienza e di risultati;
- elevata dipendenza da poche fonti di approvvigionamento per componenti qualificati che comportano un elevato rischio di rottura di stock, fermi produttivi e, in particolare, un ridotto potere contrattuale nei confronti dei fornitori;
- riduzione della capacità di garanzia di terzi soggetti che non implica una riduzione della probabilità di insolvenza quanto un aumento della *Loss Given Default*;
- cambiamenti nella politica di gruppo con conseguenze sulla solvibilità dell'impresa, possono condurre ad una maggiore rischiosità a causa della riduzione della rilevanza dell'impresa e della possibilità che il gruppo non continui a sostenere, laddove ve ne fosse bisogno, l'impresa valutata.

La tabella 6.1 riporta, in modo analitico, le variabili qualitative individuate ordinate per area d'analisi.

Tabella 6.1 – *Le variabili qualitative inserite nel sistema*

	Sigla	Variabili qualitative
		PROPRIETÀ
1	AppartGruppo	Esistenza e appartenenza ad un gruppo
2	DurataProp	Esperienza e tempo di attività dei soci
3	DurataRapp	Durata del rapporto
4	GestImpr	Tipologia del decisore dell'impresa
5	ProblGene	Esistenza problema/rischio di passaggio generazionale
6	NaturProp	Natura della proprietà
		IMPRESA
1	Efficienza	Efficienza e capacità produttiva
2	GestClient	Capacità di gestione del cliente e di assistenza post-vendita
3	CicloProdot	Ciclo di vita dei prodotti
4	CompPrezzo	Competitività e adeguatezza del prezzo
5	ConcClienti	Grado di concentrazione dei clienti
6	Immagine	Immagine e reputazione del prodotto e dell'impresa sul MKT
7	PosizMercato	Posizione dell'impresa sul mercato/settore
8	MercSbocco	Ampiezza e caratteristiche del mercato di sbocco
		DECISORE
1	CompetSoci	Qualità imprenditoriale e professionale
2	CooperazSoci	Grado di collaborazione e condivisione degli obiettivi
3	EffortDecis	Comportamento decisore verso l'impresa (effort reduction risk)
4	DrenRisorse	Comportamento decisore verso il patrimonio dell'impresa (drenaggio risorse)
5	CorrettSoci	Onestà e la correttezza negli affari del decisore
6	Vitasociale	Comportamento del decisore nella vita sociale
7	Resistenza	Resistenza a fornire informazioni/bilancio
8	RiskSoci	Comportamento nei confronti del rischio
9	Incompletez	Incompletezza e imprecisione nelle informazioni/bilancio
10	Approssimaz.	Approssimazione della valutazioni/bilancio
		Fattori di rischio
1	CambPolGrup	Modificazioni nelle politiche di gruppo verso l'impresa
2	Incaglio	Passaggio ad incaglio
3	ConcFornit	Grado di concentrazione fornitori
4	CrisiStoria	Esistenza di crisi aziendali gravi nella storia dell'impresa
5	QualClienti	Scarsa qualità della solvibilità dei clienti e crediti insoluti
6	Dipendenti	Esistenza di conflitti sindacali e presenza di esubero di personale

	Sigla	Variabili qualitative
7	VarSolvGar	Variazione solvibilità dei garanti terzi all'impresa
8	RistruttFnz	Situazione di riorganizzazione/ristrutturazione
9	AdempObbl	Esistenza di difficoltà nell'adempimento delle obbligazioni dell'impresa
10	Crisigroup	Situazione di crisi nel gruppo
11	Controversie	Esistenza di contenzioso o di controversie contributive, fiscali, e di altra natura

3. L'albero decisionale e/o di valutazione

La seconda fase necessaria alla costruzione di un sistema di valutazione a logica fuzzy richiede, come tutti i sistemi esperti, la costruzione del percorso decisionale attraverso cui le singole variabili di input sono processate, progressivamente aggregate e valutate al fine di fornire una valutazione sintetica finale. Questo schema, altrimenti detto albero decisionale, rappresenta la modalità e il percorso di ragionamento del sistema e deve essere costruito ex ante sulla base degli obiettivi del sistema e sulla base delle condizioni logico-formali ed socio-economiche esistenti. Un vantaggio della logica fuzzy è costituito, come abbiamo visto, dalla grande capacità di adattamento alla realtà e dalla capacità di incorporare al suo interno le specificità delle caratteristiche che contraddistinguono sia l'ambito di applicazione e l'utilizzatore sia l'utilizzatore.

Nel caso di un sistema di valutazione del merito di credito delle piccole e medie imprese, unicamente sulla base delle variabili qualitative, l'albero decisionale è stato progettato e realizzato attraverso il puntuale contributo del personale della banca coinvolta e sulla base delle evidenze della letteratura finanziaria e di economia aziendale. Le numerose interviste svolte hanno fatto emergere modalità di aggregazione delle variabili che davano luogo ad alberi decisionali naturalmente convergenti verso l'individuazione di quattro macro aree di analisi che riflettevano, a parte alcuni incroci, la natura delle variabili esaminate. Negli alberi decisionali intermedi si potevano notare, distintamente tre ambiti di analisi, l'area comportamentale, l'area di posizionamento competitivo e l'area relativa alla natura della proprietà, e un area relativa ai fattori di rischio inseriti nel modello. La specifica aggregazione delle variabili all'interno delle macro aree è stata il risultato sia delle indicazioni degli analisti sia delle riflessioni stimolate dalla discussione dei principali punti critici emersi nel corso degli incontri.

L'albero decisionale finale **(**Figura 6.1) si compone di quattro aree di analisi:

– l'area che valuta le caratteristiche del decisore e le modalità comportamentali (Decisore);

– l'area che valuta le caratteristiche dell'impresa e della sua capacità competitiva (Impresa);
– l'area che valuta la natura della proprietà (Proprietà);
– l'area che considera i vari fattori di rischio (Rischi);

La variabili di input complessive sono 35 mentre nell'albero si individuano 23 risultati intermedi che scaturiscono dall'aggregazione progressiva delle variabili.

L'area Decisore valuta le caratteristiche esperenziali e relazionali dell'impresa attraverso l'aggregazione successiva di giudizi relativi al soggetto che ha il potere di governo dell'impresa e ai suoi comportamenti. Si individuano tre blocchi di variabili di input relative alla valutazione delle caratteristiche del decisore (CarattDecis), dei comportamenti gestionali (CompGeDecis) e ai comportamenti informativi (CompInfo).

Questa area comprende dieci variabili di input. La valutazione finale di questa area può essere interpretata come una un giudizio sulla qualità comportamentale del soggetto che conduce l'impresa e una proxy del grado di fiducia relazionale esistente, da intendersi come aspettativa di comportamento corretto e non opportunistico. In questo senso, questi fattori risultano molto importanti nella valutazione dell'incertezza comportamentale e del rischio di variazione del merito di credito dell'impresa legato al mutare del comportamento dell'imprenditore o dell'impegno profuso.

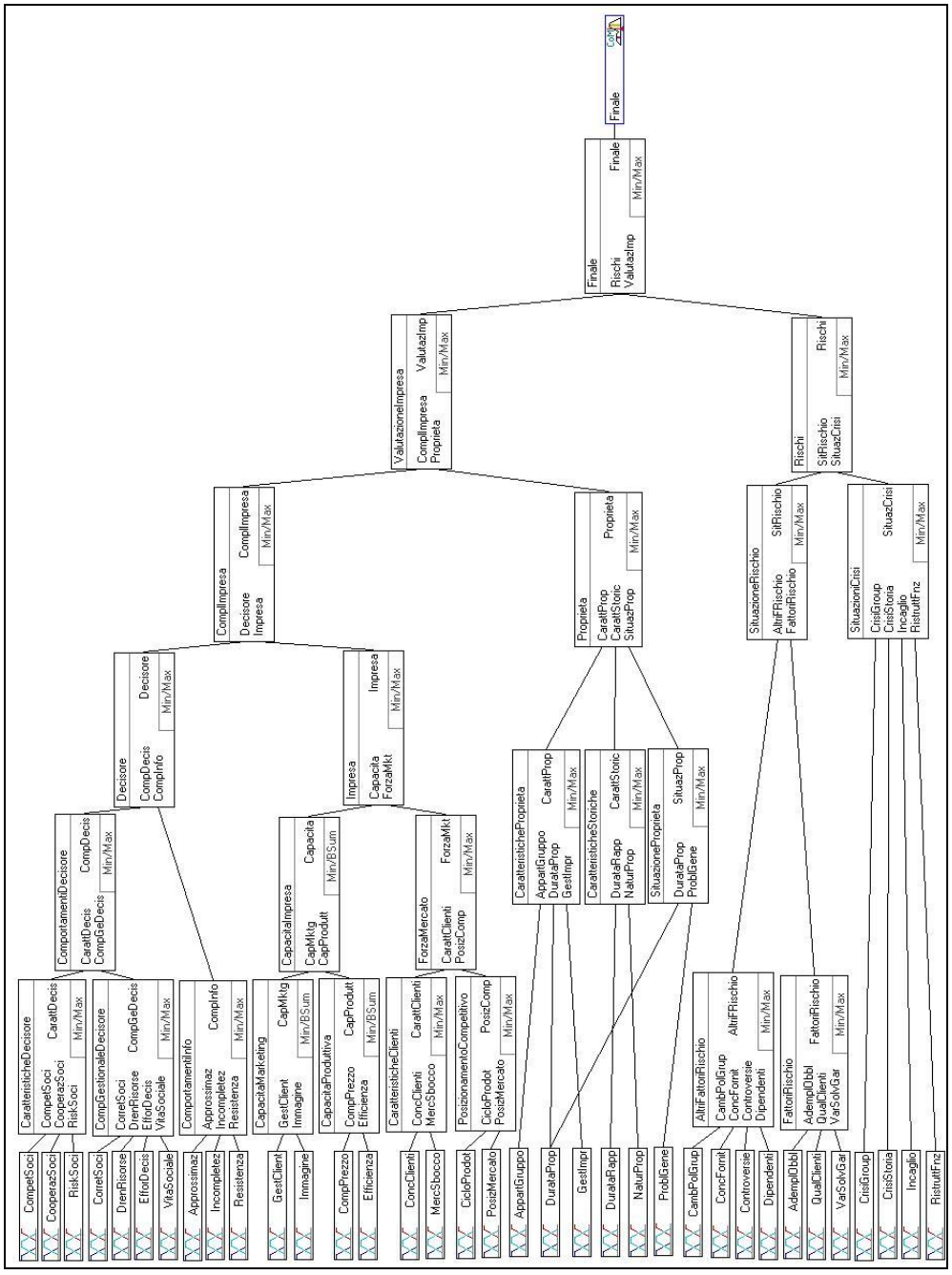
L'area Impresa analizza e valuta la capacità di mercato e produttiva dell'impresa, attraverso una rapida e mirata analisi dei fattori di successo e di debolezza, per formulare una valutazione sulla qualità dell'impresa e sull'adeguatezza alle dinamiche di mercato. Le variabili di input che confluiscono in questa area sono otto e vengono aggregate per dare una valutazione su: la capacità di marketing (CapMktg), sulla capacità produttiva (CapProdutt), sulle caratteristiche dei clienti (CarattClienti) e sul posizionamento competitivo (PosizComp). I blocchi sono ulteriormente aggregati a fornire due valutazioni sintetiche sulla qualità interna dell'impresa (Capacità) e sulla sua capacità di mercato (ForzaMkt) per giungere al giudizio finale sull'impresa (Impresa).

L'ultima area di analisi (Proprietà) riguarda la natura della proprietà dell'impresa, le caratteristiche della struttura proprietaria e la continuità imprenditoriale nell'attività. Le variabili di input sono sei e danno luogo a tre valutazioni intermedie relative alla natura della proprietà (CarattProp), alle caratteristiche storiche del rapporto con la banca (CarattStoric) e all'esistenza di problemi generazionali (SituazProp). In quest'area sono state effettuate una serie di valutazioni che non producono un giudizio sulla qualità dell'impresa, bensì qualificano e migliorano il giudizio emerso nelle due aree di analisi precedente. Infatti, si evidenziano una serie di riflessioni sul grado di consolidamento del rapporto, sulla sua durata storica, sulle caratteristiche dell'imprenditore e della compagine sociale, si ricercano eventuali problemi di

passaggio generazionale che possano alterare la situazione attuale. Inoltre, vengono verificate l'eventuale appartenenza ad un gruppo e la posizione posseduta al suo interno in modo da comprendere quanto i risultati aziendali possano essere determinati e stabilizzati da detta struttura. Infine, sempre con l'obiettivo di valutare la rischiosità posseduta, viene indagata l'esistenza di cambiamenti proprietari avvenuti di recente che possono introdurre elementi di incertezza sul mantenimento dell'attuale performance aziendale.

La tre aree d'analisi non giungono ad una ponderazione finale contemporanea ma sono oggetto di aggregazioni successive che permettono di avere delle valutazioni intermedie sui singoli aspetti.

Figura 6.1 – *L'albero decisionale*



La valutazione del decisore e la valutazione dell'impresa costituiscono due importanti output informativi in grado di fornire indicazioni di maggior detta-

glio sulle caratteristiche dell'impresa affidata e sugli aspetti da monitorare in sede di gestione operativa. Questi due giudizi sintetici rappresentano l'input per la formalizzazione del giudizio sulla qualità complessiva (ComplImpresa) da confrontare e qualificare, successivamente, attraverso la considerazione delle caratteristiche della proprietà e giungere alla valutazione finale dell'impresa (ValutazImpresa).

L'albero decisionale, tuttavia, si compone anche di una serie di variabili che vengono valutate in un processo parallelo e che individuano l'esistenza di fenomeni, situazioni, fatti, avvenimenti che costituiscono un fattore di rischiosità per l'impresa, al di là del giudizio qualitativo. Come gli stessi esperti hanno in più fasi sottolineato, i fattori di rischio possono avere natura anche oggettiva e slegata dalle caratteristiche dell'imprenditore e dell'impresa. Questi fattori comportano, laddove esistenti, una sensibile riduzione della valutazione finale poiché identificano una situazione caratterizzata da elementi che possono dare luogo ad un elevato rischio di credito, nonostante il giudizio complessivo dell'impresa possa risultare nettamente positivo e possa non aver risentito del verificarsi del fenomeno individuato. La quarta area di analisi (Rischi), quindi, rappresenta un'area che valuta l'intensità dei rischi producendo due risultati intermedi relativi ad un'area di rischio più lieve (SitRischio) rispetto all'altra che individua l'esistenza di una situazione più grave di stress o di crisi (SitCrisi). Le variabili input sono undici.

La valutazione del merito di credito finale deriva dalla considerazione del giudizio attribuito all'impresa e della situazione emersa nell'ambito dei fattori di rischio. Nella tabella 6.2 sono riportati tutti gli output intermedi e finali prodotti dal sistema.

Tabella 6.2 – *Gli output intermedi e finali del sistema*

Sigla	Output intermedi primo livello
CarattStoric	Caratteristiche storiche
SituazProp	Situazione proprietà
CarattProp	Caratteristiche proprietà
CapMktg	Capacità di marketing
CapProdutt	Capacità produttiva
PosizComp	Posizionamento competitivo
CarattClienti	Caratteristiche clienti
CarattDecis	Caratteristiche decisore
CompGeDecis	Comportamenti gestionali decisore
CompInfo	Comportamenti informativi
SituazCrisi	Sintomi e situazioni di crisi
AltriFRischio	Altri fattori di rischio
FattoriRischio	Fattori di rischio

Sigla	Output intermedi secondo livello
Capacita	Capacità e competenza dell'impresa
ForzaMkt	Posizione (forza) di mercato
CompDecis	Comportamenti del decisore
SitRischio	Sintomi e situazioni di rischio

Sigla	Output macro aree d'analisi
Proprieta	Proprietà
Impresa	Giudizio sull'impresa
Decisore	Giudizio sul decisore
Rischi	Livello dei Rischi

Sigla	Output finali
Compl Impresa	Giudizio complessivo Impresa
ValutazImp	Valutazione finale Impresa
Finale	**Valutazione finale Impresa**

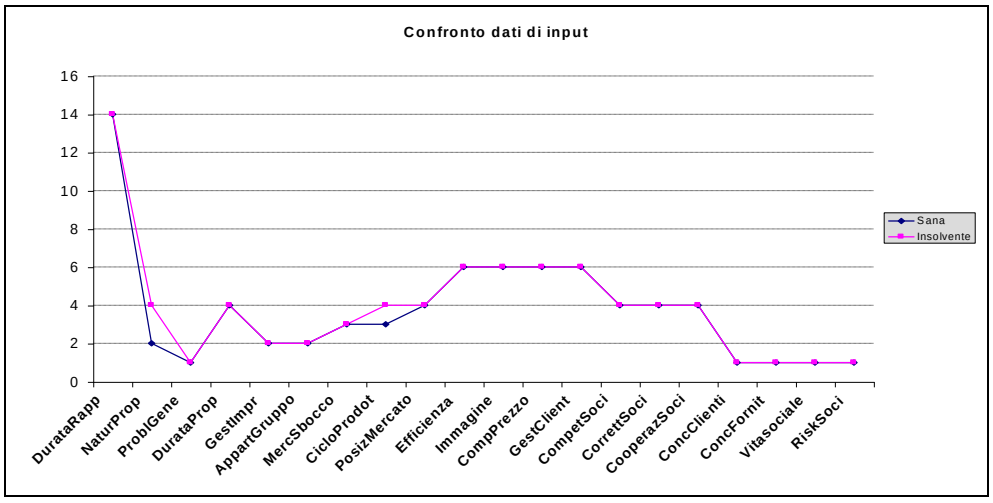
4. Una prima verifica empirica della rilevanza delle variabili

Il campione di imprese su cui è stata effettuata l'analisi del merito di credito attraverso l'utilizzo delle variabili qualitative indicate in precedenza e mediante l'applicazione del sistema fuzzy si compone di 311 imprese di piccola e media dimensione. Per ciascuna di queste imprese è stato somministrato un questionario al diretto gestore del cliente al fine di valutare gli aspetti qualitativi rilevanti. Il campione originario risultava composto da 129 imprese i cui debiti erano stati valutati come sofferenze e segnalati come tali alla Centrale dei Rischi e da 182 imprese con debiti valutati dalla banca come "vivi".

Il campione non è composto da un eguale numero di imprese sane e in sofferenza, ciò deriva dalle difficoltà di individuare imprese in sofferenza che fossero valutabili in modo coerente dai gestori. Tuttavia, si è ritenuto necessario incrementare la numerosità dei casi per avere una certa significatività alla luce della natura delle variabili analizzate, alla luce della differente numerosità delle due tipologie di impresa nella realtà.

La scelta delle imprese è stata delegata alla banca e al pool di valutatori poiché risultava impossibile poter definire, dall'esterno, i clienti a cui rivolgere la valutazione. A questo scopo, le indicazioni fornite per l'individuazione delle imprese hanno riguardato il significato di piccola e media dimensione delle imprese, legato alla classificazione della banca (con fatturato superiore a cinque miliardi), e la presenza di una buona conoscenza dell'impresa determinata da un rapporto non occasionale. Nei questionari, è stato chiesto ai valutatori di fare, per quanto possibile, riferimento alla situazione originaria dell'impresa, cercando di rimanere asettici e non influenzati dall'evoluzione della situazione attuale. Questo problema risulta irrisolvibile a livello qualitativo non essendo disponibili i dati storici dei periodi precedenti e, sicuramente, ha influenzato le valutazioni. Tuttavia, l'analisi dei casi e il confronto fra questionari non ha fatto emergere, come si vedrà, una tendenza sensibile a farsi influenzare dalla conoscenza dell'evoluzione aziendale. Infatti, esistono questionari (Figura 6.3) che evidenziano gli stessi dati di input pur riferendosi a imprese insolventi e a imprese sane.

Figura 6.2 – *Un confronto dei dati di input*



La figura 6.2 pone a confronto i questionari relative a due imprese, una sana e una insolvente, ed evidenzia come le sorti già note dell'impresa non abbiano influito sulla valutazione attribuita alle variabili qualitative. Nella fattispecie, la valutazione dimostratasi errata era quella relativa all'impresa insolvente[4], cosi come si evince dai giudizi elevati assegnati ai diversi aspetti indagati.

Il primo screening dei questionari ha evidenziato la presenza di dati mancanti e, in alcuni casi, i questionari sono risultati completamente frammentari nelle risposte. Ciò ha comportato l'esclusione di 24 imprese di cui 10 sane e 14 segnalate come sofferenza, giungendo ad un campione definitivo di 287 imprese. Il campione residuo, in 84 casi, presenta un numero esiguo di risposte mancanti e, ai fini della valutazione, ciò ha portato all'individuazione di un valore di default calcolato sulla media delle valutazioni delle imprese che presentavano caratteristiche e dati di input similari, all'interno del gruppo di imprese di appartenenza[5]. Il campione finale cui è stato applicato il sistema è composto da 287 posizioni, di cui 171 "in bonis" (B) e 116 in sofferenza "C".

L'incidenza del numero delle risposte mancanti sul totale delle domande appartenenti all'area d'analisi (tabella 6.3) rappresenta una prima verifica della capacità del *relationship manager* di valutare direttamente determinati aspetti qualitativi**.** L'area che presenta la quasi totalità di risposte è rappresentata dalle caratteristiche della proprietà, segnale che sono informazioni immediatamente acquisite in una relazione e di contenuto soprattutto descrittivo. Differente è la situazione relativa alle caratteristiche competitive dell'impresa, in cui emerge una maggiore difficoltà di valutazione e interpretazione, confermata anche dalle dichiarazioni degli esperti sulla problematicità di apprendere e interpretare l'effettivo posizionamento dell'impresa e le sue potenzialità.

Tabella 6.3 – *Incidenza delle risposte mancanti per area di analisi*

Aree d'analisi	Incidenza
Caratteristiche della proprietà	1,8%
Caratteristiche competitive dell'impresa	16,3%
Qualità e caratteristiche del decisore	5,6%
Fattori di rischio	4,9%

[4] Le valutazioni dei fattori di rischio non sono state riportate ma erano perfettamente coincidenti ed escludevano la presenza di qualsiasi fenomeno rischioso.

[5] valore medio è stato verificato, successivamente, attraverso l'inserimento di valori di default differenti ma il ridotto numero delle risposte mancanti per questionario non era tale da modificare i risultati della valutazione del merito di credito.

Probabilmente questa incidenza cosi elevata se confrontata con le altre aree sconta anche una maggiore difficoltà di valutazione, per le competenze richieste che si distanziano dalle competenze commerciali e creditizie possedute. Le altre due aree non presentano valori particolarmente elevati. Le caratteristiche comportamentali derivano dalla osservazione delle modalità di interazione del decisore con la comunità, con la banca e con lo stesso relationship manager per cui le informazioni si sviluppano naturalmente anche se l'interpretazione non è immediata. I fattori di rischio sono facilmente valutabili, presentano un maggiore grado di oggettività è sono, comunque, verificabili al di fuori della relazione. La verifica effettuata sul grado di non risposta non pone in evidenza difficoltà di valutazione elevate o legate al possesso di informazioni. Il relationship manager conferma il proprio ruolo privilegiato nell'acquisizione delle informazioni e di versatilità valutativa che deriva dalle possibilità elevate di *information reusability* intertemporale, su prodotti differenti e, anche, su clienti differenti.

Un aspetto interessante deriva dall'osservazione della costante maggiore incidenza del tasso di non risposta delle imprese insolventi. Sembrerebbe come se, in presenza di situazioni non positive, si verificassero comportamenti tesi ad aumentare le distanze nella relazione, a ridurre i flussi informativi e ad aumentare l'asimmetria informativa posseduto. Ciò potrebbe essere interpretato come un generico tentativo di ridurre le informazioni non favorevoli, come una conseguenza legata alla maggiore difficoltà valutativa per la scarsa chiarezza della situazione oppure come un comportamento opportunistico dell'impresa volto a nascondere informazioni rilevanti.

Il risultato emerso ha incoraggiato un'analisi disaggregata delle singole domande (tabella 6.4); si evidenzia un elevatissimo tasso di risposta per l'area Proprietà, con un valore disallineato unicamente per l'appartenenza ad un gruppo e il ruolo dell'impresa al suo interno. Per le caratteristiche dell'impresa, si evince come la valutazione delle specificità interne dell'impresa, in particolare la capacità produttiva e la capacità commerciale e di mercato, risulti più difficoltosa rispetto al giudizio sulle variabili più esterne, come il posizionamento competitivo dell'impresa e alle caratteristiche del mercato.

La relazione riesce ad acquisire meno informazioni sui punti di forza e di debolezza dell'impresa, poiché ciò richiede un'analisi finalizzata non traducibile unicamente in domande e non verificabile attraverso le visite al cliente. Questa minore visibilità rende difficoltosa l'interpretazione che può essere solo marginalmente supportata da fonti informative indirette e, in ogni caso, sempre opinabili. Anche in questa area, la maggiore incidenza delle mancate valutazioni delle imprese insolventi risulta netta e sensibile, in particolare per gli aspetti legati all'efficienza. Le variabili comportamentali presentano, invece, una maggiore continuità di risposta. I picchi individuati soprattutto per le im-

prese classificate come sofferenze si concentrano su due fenomeni, l'esistenza di drenaggio di risorse e l'incompletezza informativa. Sembrerebbe che i valutatori presentino maggiori dubbi sulla eventualità che i due fenomeni esistano. I fattori di rischio non presentano problemi di valutazione, anche se stupisce il grado di non risposta elevato sulla concentrazione dei fornitori e l'esistenza di ritardo negli incassi, fenomeni verificabili attraverso l'analisi andamentale e i flussi di incasso e pagamento attivati.

La relazione è in grado di creare una buona base informativa, soprattutto per le imprese di migliore qualità, per le quali contribuiscono sicuramente la maggiore chiarezza della situazione, la maggiore visibilità posseduta all'esterno e, non ultima, la maggiore tendenza ad utilizzare proprie argomentazioni favorevoli e di successo dell'impresa, nell'ambito della negoziazione relazionale con la banca. Tutto ciò amplifica il processo di sedimentazione informativa di natura esperenziale e migliora, come vedremo, anche la capacità valutativa e interpretativa. Il *relationship manager*, sicuramente, possiede le informazioni necessarie alla valutazione ma, occorre approfondire se, per le domande su cui si è verificato un grado di non risposta elevato, si ponga un problema informativo o, piuttosto, un problema formativo legato allo scarso sviluppo di competenze più specifiche.

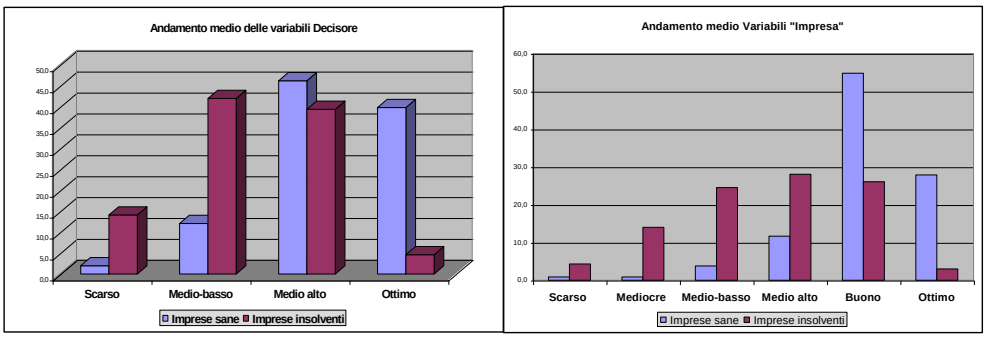
Tabella 6.4 – *Distribuzione delle risposte mancanti per gruppi d'impresa*

Area D'analisi PROPRIETÀ	**Variabili**	**Imprese insolventi**	**(%)**	**Imprese sane**	**(%)**
CarattStoric	DurataRapp	-	0,0%	-	0,0%
	NaturProp	-	0,0%	-	0,0%
Caratteristiche storiche	ProblGene	6	4,9%	5	2,9%
	DurataProp	-	0,0%	-	0,0%
Situazione proprietà	GestImpr	3	2,4%	5	2,9%
	AppartGrupp	7	6,1%	2	1,0%
IMPRESA					
Posizionamento competitivo	CicloProdot	-		-	
	PosizMercato	1	1,2%	9	4,9%
Caratteristiche clienti	MercSbocco	8	7,3%	3	2,0%
	ConcClienti	-	0,0%	2	1,0%
Capacità produttiva	Efficienza	40	34,1%	24	13,7%
	CompPrezzo	54	46,3%	62	35,3%
Capacità di marketing	Immagine	25	22,0%	30	16,7%
	GestClient	54	46,3%	61	34,3%
DECISORE					
Caratteristiche decisore	CompetSoci	3	2,4%	7	3,9%
	CooperazSoci	11	9,8%	12	6,9%

	RiskSoci	7	6,1%	10	5,9%
Comportamenti gestionali decisore	CorrettSoci	3	2,4%	7	3,9%
	EffortDecis	8	7,3%	3	2,0%
	DrenRisorse	16	13,4%	3	2,0%
	Vitasociale	7	6,1%	5	2,9%
Comportamenti informativi	Resistenza	10	8,5%	9	4,9%
	Incompletez	24	20,7%	9	4,9%
	Approssimaz.	8	7,3%	7	3,9%
FATTORI DI RISCHIO					
Fattori di rischio	AdempObbl	8	7,3%	5	2,9%
	QualClienti	28	24,4%	17	9,8%
	VarSolvGar	-	0,0%	-	0,0%
	Controversie	7	6,1%	3	2,0%
Altri fattori di rischio	Dipendenti	3	2,4%	5	2,9%
	CambPol-Grup	1	1,2%	3	2,0%
	ConcFornit	13	11,0%	14	7,8%
Sintomi e situazioni di crisi	RistruttFnz	6	4,9%	3	2,0%
	CrisiStoria	1	1,2%	-	0,0%
	Crisigroup	3	2,4%	-	0,0%
	Incaglio	8	7,3%	3	2,0%

Una prima verifica della rilevanza delle variabili appartenenti alle differenti aree d'analisi è stata condotta analizzando i valori medi dei due gruppi di imprese (la distanza esistente), la variabilità delle risposte intorno alla media, la mediana e i valori dei percentili. Questa analisi è stata riferita unicamente alle variabili Impresa e Decisore poiché le caratteristiche della proprietà sono state indagate, nel questionario, in termini categorici e non ordinali, facendo cosi emergere solo delle differenze qualitative relative all'assetto proprietario, alla natura della proprietà e all'eventuale ruolo posseduto all'interno del gruppo.

Figura 6.3 – *Distribuzione giudizi Decisore e Impresa*

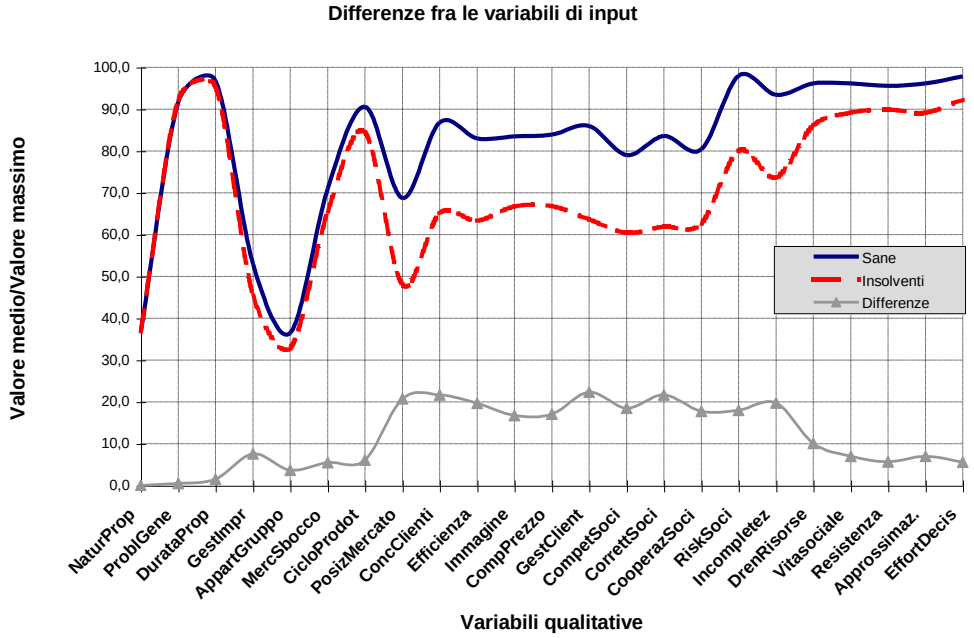


La distribuzione percentuale delle risposte inerenti le valutazioni relative alle due aree d'analisi (Figura 6.3) si individua una tendenziale concentrazione delle valutazioni intorno a valutazioni medie per le imprese insolventi rispetto alla concentrazione nei valori più alti per le imprese sane. La distribuzione dei giudizi per le imprese insolventi assume un andamento normale simmetrico mentre le imprese di buona qualità presentano una distribuzione asimmetrica a favore dei giudizi più positivi. Le valutazioni attribuite dai gestori rispecchiano meno di quanto ci si sarebbe aspettato la differenza di qualità creditizia, anche se fanno emergere, complessivamente, una soddisfacente capacità valutativa delle variabili qualitative. L'analisi disaggregata dei dati conferma come le variabili competitive e le variabili comportamentali e relative al decisore costituiscano gli aspetti maggiormente discriminanti fra i due gruppi d'imprese.

La ridotta differenziazione dei giudizi è sintomatica di due fattori: da un lato la scarsa abitudine a formalizzare le valutazione, che conduce verso giudizi seriali intorno ai valori medi; dall'altro, la necessità di intervenire a monte e a valle del processo, attraverso lo sviluppo di un maggiore utilizzo di tutti i gradi di giudizio disponibili e verso l'adozione di scale di valutazione con un numero maggiore di quattro termini, al fine di aumentare il *range* di valutazione. In questo senso, un valido supporto è derivato dall'adozione di un sistema di regole tarato sui medesimi termini, che ha condotto ad una maggiore contestualizzazione della valutazione, salvaguardando la capacità di discriminazione dell'analisi. Infatti, la costruzione successiva delle regole mediante il coinvolgimento del personale della banca ha permesso di attribuire un più reale significato ai gradi di giudizio utilizzati nella valutazione.

La distanza fra le medie delle singole variabili in rapporto al valore massimo della distribuzione dei termini della variabile (Figura 6.5) permette di effettuare un raffronto omogeneo dei giudizi tendenzialmente attribuiti alla imprese buone rispetto alle imprese in sofferenza. Il posizionamento competitivo, l'efficienza produttiva e la capacità di gestire e presidiare i clienti risultano relativamente più discriminanti in termini di qualità creditizia. Il posizionamento competitivo presenta una differenza fra i valori medi del 21% e rappresenta una variabile correttamente e agevolmente valutata dai gestori *corporate*, cosi come confermato sia dalla frequenza della risposta sia dall'elevata capacità di distinguere le imprese sane e insolventi. Infine, coerentemente ad altre evidenze empiriche e alla teoria finanziaria, le imprese sane producono e commercializzano prodotti più maturi rispetto le imprese insolventi che vengono collocate in misura maggiore nelle fasi di avvio e di sviluppo.

Figura 6.4 – *Differenze nelle valutazioni medie di input*



Le valutazioni assegnate alle variabili comportamentali delle imprese analizzate confermano le ipotesi teoriche avanzate nel corso dei precedenti capitoli. Infatti, si verifica una differenza sensibile fra imprese sane e insolventi. Infatti, le imprese sane e i decisori ottengono valutazioni superiori in merito alla correttezza negli affari, all'onestà e alla coerenza di comportamento all'interno della relazione e nell'ambito della comunità di riferimento. Anche la qualità imprenditoriale e la capacità di interazione attiva con il management e con gli altri soci sottolineano un aspetto di diversità sensibile rispetto alle imprese insolventi. Meno marcata appare la differenza nei comportamenti tenuti nella vita sociale e nella disponibilità a fornire informazioni. Tuttavia, il fornire informazioni, soprattutto di natura più ufficiale, è un comportamento di routine, soprattutto se si pensa al bilancio e agli altri documenti contabili necessari alle verifiche della banca. Sotto questo profilo, l'osservazione del grado di imprecisione e di incompletezza nell'informazione, prodotta o fornita, sottolinea una tendenza a rendere meno trasparente la situazione aziendale da parte delle imprese insolventi[6].

[6] Nelle interviste, i valutatori hanno in più casi dichiarato che sono proprio le imprese con una migliore situazione economico-finanziaria ad avere comportamenti di resistenza alla divulgazione delle informazioni, mentre le imprese di minore qualità tendono a cercare di rendere

Il grado di valutazione migliore ottenuto dalle imprese sane rispetto alle imprese insolventi nelle variabili comportamentali permette una verifica parziale di due ipotesi teoriche avanzate: la rilevanza dell'incertezza comportamentale sulla probabilità di default e, quindi, sul rischio di credito e il valore discriminante delle variabili comportamentali.

La verifica della rilevanza dell'incertezza comportamentale è parziale poiché la natura dell'analisi empirica permette di evidenziare una certa correlazione positiva fra comportamenti diffusamente corretti del decisore, nei confronti della banca, dell'impresa e della comunità, e qualità creditizia dell'impresa ma non riesce a dimostrare un effetto diretto[7]. Infatti, non è possibile isolare il ruolo delle altre variabili che, come vedremo, risulta sinergico nella capacità di discriminare fra imprese sane e insolventi. In questo senso, la capacità discriminante delle variabili comportamentali non è nulla, ottiene la differenza di giudizio positiva fra imprese sane e insolventi, ma non è completa, rafforzandosi del contributo informativo proveniente dagli altri aspetti valutati.

Le variabili che valutano la proprietà non evidenziano particolari differenze e quelle emerse richiedono un commento specifico. In primo luogo nel grafico non è stata riportata la durata del rapporto poiché non esisteva un termine massimo nella distribuzione. L'osservazione della media e dei percentili ha fatto emergere una minore durata della relazione nelle imprese insolventi, tuttavia questo dato che avrebbe dovuto essere di riferimento nell'interpretazione di molte variabili e comportamenti è risultato poco significativo per l'impossibilità/difficoltà di risalire all'inizio della relazione con precisione per il turn over dei gestori nelle banche e per il turn over dei decisori nelle imprese. Inoltre, per ragioni di omogeneità con le imprese insolventi, sono state scelte imprese clienti della banca da un tempo non breve. I due gruppi di imprese divergono in modo più sensibile in relazione alla caratteristiche e alla natura del gestore dell'impresa. Infatti, sembrerebbe emergere, nelle imprese in sofferenza, una lieve maggiore coincidenza fra gestore e fondatore, mentre l'esistenza di un management caratterizza in misura maggiore le imprese sane. Non si riscontrano differenze sostanziali nella natura della proprietà che è prevalentemente di carattere familiare.

---

meno percettibile la loro situazione, soprattutto, attraverso la divulgazione di informazioni in modo poco chiaro o con valutazioni finanziarie non corrette.

[7] Una tale analisi avrebbe richiesto una composizione del campione fra imprese con comportamenti opportunistici e imprese con comportamenti corretti e la verifica della probabilità di insolvenza verificatasi. Questo tipo di verifica non è immediato poiché necessità, innanzitutto, di una verifica di una certa rilevanza delle variabili comportamentali e, successivamente, di modalità di analisi testate per misurare la correttezza di comportamento, isolando gli effetti delle altre variabili.

Il risultato ottenuto dall'analisi dei giudizi sull'assetto societario e sulla natura della proprietà induce ad una riflessione sull'opportunità di completare quest'area con l'inserimento di alcune variabili di natura valutativa e interpretativa. Infatti, come si vedrà in seguito, il ruolo degli aspetti descrittivi è importante nell'ambito dell'oggettivizzazione della valutazione finale del merito di credito; tuttavia, potrebbe condurre a risultati più efficaci attraverso una integrazione con variabili in grado di valutare l'effettiva situazione aziendale. In effetti, le imprese sono risultate oltremodo omogenee sotto questi aspetti, senza far riscontrare alcuna differenza sostanziale e significativa in termini di adeguatezza. Come sottolineato in letteratura[8], a parità di caratteristiche si possono avere situazioni molto differenti per cui la valutazione esplicita di questi aspetti avrebbe migliorato il risultato dell'analisi complessiva.

L'analisi delle valutazioni fornite dai questionari ha posto in evidenza una serie di aspetti di natura operativa:

- i gestori corporate non sono abituati a valutare in termini analitici, questo emerge dall'addensamento delle valutazioni intorno ai valori medi per le imprese insolventi e medio-alti per le imprese sane; molti questionari hanno ottenuto risposte seriali intorno ai valori medi e, nonostante l'accuratezza di evitare nei giudizi un termine centrale, l'effetto è consistito in un appiattimento delle valutazioni;
- è evidente come occorra creare nelle banche una cultura della valutazione qualitativa, attraverso l'istituzionalizzazione degli aspetti rilevanti e l'individuazione di una serie di comportamenti organizzativi e gestionali osservabili dell'imprenditore; i questionari sembrano essere caratterizzati da un certo "buonismo" che ha, di fatto, spostato le valutazioni verso l'alto;
- in vista di una formalizzazione dell'aspetto qualitativo all'interno di un processo di rating sembra necessario un periodo di assestamento che riesca a rendere visibile l'obiettivo di questo tipo di valutazione ai fini della misurazione del rischio e, soprattutto, le implicazioni e i collegamenti con l'attività operativo-commerciale dei gestori corporate relationship, sotto un profilo gestionale e decisionale;
- la ricerca è stata vissuta come un esperimento scientifico verso cui sono emersi atteggiamenti di curiosità ma, soprattutto, di scetticismo e resistenza nei confronti di una modalità che sembra voler formalizzare un ambito che finora è stato unicamente oggetto di confronto dialettico; sotto un profilo valutativo e di significatività dei giudizi, il risultato dovrebbe essere sicuramente migliorabile nel momento in cui emergerà un obiettivo operativo rispetto ad un obiettivo di ricerca, sotto il profilo or-

[8] Caselli (2001)

ganizzativo, emerge l'esigenza di gestire in modo molto puntuale la progettazione e l'implementazione poiché rappresentano aree che si sono già distinte per la loro criticità e delicatezza;

Tutti questi aspetti hanno prodotto effetti differenti sulla ricerca e hanno condizionato il perseguimento di alcuni obiettivi. La costruzione del sistema e la verifica di alcune ipotesi ha scontato, sebbene in misura non rilevante, alcuni limiti presenti nella fase di rilevazione che si sono ripercossi sull'efficacia dell'analisi. Tuttavia, le osservazioni svolte e alcuni problemi emersi hanno ampliato il portato della ricerca, contribuendo ad arricchire l'orizzonte dell'analisi di problematiche e osservazioni di natura più operativa e organizzativa.

5. La fuzzificazione degli input e la determinazione dei blocchi di regole

Un sistema inferenziale fuzzy è caratterizzato da variabili linguistiche, cioè da variabili il cui valore non viene espresso in termini numerici, ma attraverso parole o giudizi espressi in linguaggio naturale. Ogni variabile linguistica rappresenta collezioni di insiemi fuzzy, determinati attraverso le rispettive funzioni di appartenenza. Ciascuno di questi insiemi viene definito *termine* della variabile. La prima fase del processo di inferenza consiste, quindi, nella trasformazione degli input da insiemi classici a insiemi fuzzy. Per ogni input linguistico è stato necessario definire, innanzitutto, l'universo del discorso e, successivamente, scegliere le funzioni di appartenenza dei diversi termini utilizzati per esprimere quel concetto. Per definire i campi di variabilità delle singole variabili di ingresso ci si è basati sulle indicazioni fornite dagli esperti della banca e sull'osservazione empirica dei valori assunti dalle singole variabili nella realtà.

Il secondo passo è consistito nella fuzzificazione e nel disegno dei termini fuzzy. Tali termini, che rappresentano la traduzione dei giudizi degli esperti nel linguaggio fuzzy, non replicano intervalli discreti ma associano un differente grado di verità ai diversi pareri formulati, in modo da attribuire un valore specifico a ciascuna situazione d'impresa, anche all'interno della medesima classe di giudizio. Attribuire un differente grado di verità significa discriminare fra valori che rientrano nel medesimo intervallo. Nel campo di variabilità individuato, ciascuna variabile fuzzificata è determinata da coppie di numeri $(x, \mu_A(x))$ che spiegano le caratteristiche della variabile (attraverso la sua appartenenza ad uno o più insiemi fuzzy che indicano una qualità della variabile) e il grado di verità di ciascuna caratteristica.

Si consideri, ad esempio, la variabile "durata del rapporto con la banca", che risulta rilevante nel determinare il grado di conoscenza dell'impresa e la credibilità delle informazioni relazionali possedute dalla banca. Per ciò che riguarda i campi di variazione, gli analisti finanziari ritengono che:

- i valori compresi tra 0 e 2 anni siano certamente "bassi", nel senso che l'informazione posseduta e l'esperienza maturata è ritenuta poco o per niente affidabile;
- i valori superiori a 5 anni siano certamente "alti", nel senso che dopo cinque anni, le informazioni e il grado di conoscenza e di interpretazione dei fenomeni aziendali sono affidabili;
- i valori compresi tra 2 e 5 anni forniscano indicazioni incerte, poiché non possono essere considerate consolidate sotto un profilo cognitivo e comportamentale.

I clienti della banca caratterizzati da una durata del rapporto inferiore a 2 anni o superiore a 5 anni, non fanno emergere dubbi sulla valutazione della variabile. I problemi possono sorgere per i clienti che presentino valori compresi tra 2 e 5 anni. Nell'esempio, si considerino due clienti, A e B:

- il cliente A è cliente della banca da 2 anni e 3 mesi
- il cliente B è cliente della banca da 4 anni e 5 mesi

Essi rientrano in una valutazione centrale, collocandosi entrambi nella zona di incertezza, denominata "media" nelle valutazioni ma è ragionevole pensare che i due risultati non siano equivalenti, Un sistema esperto classico tratterebbe i due clienti allo stesso modo, dato che essi appartengono alla stessa classe di giudizio, ed assegnerebbe ad entrambi la medesima valutazione.

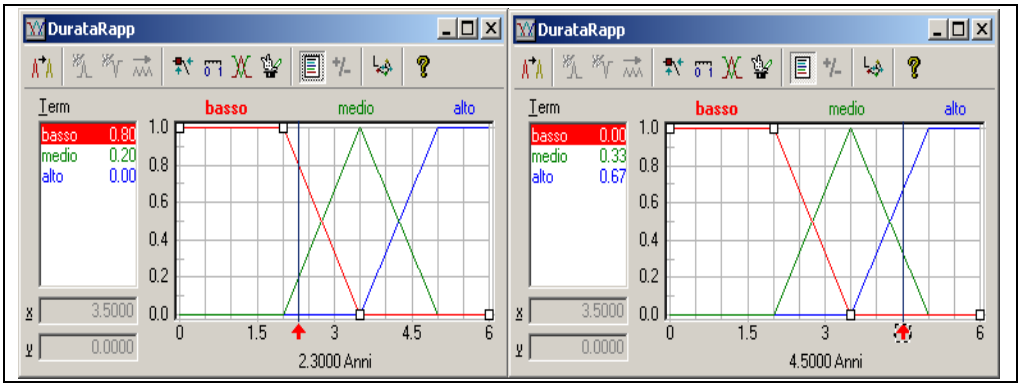
In un sistema esperto fuzzy, invece, attribuendo un valore diverso di verità ad ogni esito della variabile, è possibile ottenere una distinzione per tutti i valori degli intervalli precedentemente fissati. Per ottenere questo risultato è necessario scegliere, per ogni termine della variabile, la funzione di appartenenza.

Nella variabile "durata del rapporto", rappresentata nella figura 6.5, i termini linguistici agli estremi del campo di variazione sono stati descritti con due funzioni di appartenenza di tipo Z, in modo tale che i valori compresi tra 0 e 2 avessero grado di appartenenza totale (pari a 1) al termine "bassa" e che i valori superiori a 5 avessero grado di appartenenza totale (pari ad 1) al termine "alta". Per definire la zona di incertezza, invece, è stata utilizzata una funzione triangolare (o di tipo λ), in cui il solo elemento 3,5 ha grado di appartenenza totale al termine "media" mentre i valori compresi tra 2 e 5 hanno gradi di appartenenza parziali ai termini "bassa", "media" e "alta", la cui somma è sempre pari ad 1.

Nella figura 6.5 sono riportate le posizioni rispettivamente del cliente A (sinistra) e B (destra). In particolare, il cliente A è caratterizzato da un grado di appartenenza al termine "basso" pari a 0,8 e da un grado di appartenenza al

termine “medio” dello 0,2. Il cliente B, invece, ha un grado di appartenenza al termine “medio” pari a 0,33 e dello 0,67 al termine “alto”.

Figura 6.5 – *Una visualizzazione delle variabili fuzzificate*



Il sistema fuzzy valuta il dato di input, espresso in anni e mesi, lo trasforma in numero fuzzy attraverso l’individuazione degli insiemi fuzzy a cui appartiene il numero e, soprattutto, del grado di appartenenza in modo da discriminare in modo continuo tutte le possibilità empiricamente rilevabili. Sotto un profilo formale, la fuzzificazione richiede l’individuazione dei termini possibili, l’individuazione delle funzioni che meglio rappresentano i termini e la definizione dei punti di definizione della membership (appartenenza) che contribuiscono ad identificare il grado di appartenenza ai differenti insiemi fuzzy.

Tabella 6.5 – *Punti di definizione della Funzione di appartenenza della variabile "DurataRapp"*

Termini	Forma	Punti di definizione (x, y)		
Bassa	Lineare	(0, 1)	(2, 1)	(3.5, 0) (6, 0)
Media	Lineare	(0, 0)	(2, 0)	(3.5, 1) (5, 0) (6, 0)
Alta	Lineare	(0, 0)	(3.5, 0)	(5, 1) (6, 1)

La tabella 6.5 riporta la descrizione dei termini, della forma e dei punti di definizione della variabile “durata del rapporto”, formalizzando l’andamento

delle differenti funzioni di appartenenza a diversi insiemi fuzzy o, in termini meno formali, il grado di verità con cui si attivano i diversi termini che qualificano la variabile dell'impresa analizzata. Il procedimento descritto, denominato fuzzificazione degli input, è stato effettuato per tutte le variabili inserite nel sistema.

La terza fase si è focalizzata sulla costruzione dei blocchi di regole. Questa fase costituisce il momento centrale della realizzazione del sistema poiché si riproduce, per tutte le possibili situazioni, le regole di funzionamento e di valutazione. La costruzione delle regole del tipo *if-then* avviene attraverso il coinvolgimento del personale della banca che esprime un giudizio per ogni combinazione dei diversi termini delle variabili qualitative di input fuzzificate, sulla base della effettiva esperienza e delle situazioni analoghe riscontrate nella realtà. In questo modo, il sistema assimila la prassi valutativa e le competenze professionali esistenti nella banca attraverso l'effettuazione di numerose interviste in grado di normalizzare le differenze che emergono. In realtà, sulla base di altre esperienze di applicazione della logica fuzzy, non si riscontrano mai differenze sensibili di valutazione e l'armonizzazione delle scelte risulta alquanto agevole.

Le regole vengono costruite con riferimento alle variabili fuzzificate e si estendono anche alle aggregazioni intermedie al fine di individuare le interrelazioni tra le variabili "fuzzificate" e di determinare il loro impatto sulla valutazione finale. Nella Tabella 6.5 è riportato il blocco di regole relativo alla totalità delle combinazioni dela variabile intermedia "caratteristiche del decisore", che permette di visualizzare come ogni regola sia costituita da una *premessa* o *antecedente* (IF-part) e da una *conclusione o conseguente* (THEN-part), Quando la premessa è vera, perché costituita da fatti inizialmente noti o precedentemente dimostrati, allora diventa vera anche la conclusione. O meglio, si può affermare che la conclusione è vera nella misura in cui è vera la premessa. Ovviamente il numero delle regole dipende dal numero di termini delle variabili di input.

Nell'esempio riportato, riferito al giudizio complessivo della qualità dell'impresa, le variabili di input sono due:

- il giudizio finale sul "Decisore", con un numero di termini pari a sei (very low, low, medium low, medium high, high, very high);
- il giudizio finale sulla "Impresa", con un numero di termini pari a sei (very low, low, medium low, medium high, high, very high);

con un numero di regole risultanti pari al prodotto dei termini di ciascuna variabile considerata.

La variabile di output relativa alla valutazione dell'impresa presenta un numero di termini pari a sette (very low, low, medium low, medium, medium high, high, very high)

Tabella 6.6 – *Un esempio di blocco di regole del sistema*

IF		**THEN**
Decisore	Impresa	ComplImpresa
very low	very low	very low
very low	low	very low
very low	medium_low	low
very low	medium_high	medium low
very low	high	medium low
very low	very_high	medium
Low	very_low	very low
Low	low	low
Low	medium low	medium low
Low	medium high	medium
Low	high	medium
Low	very_high	medium high
Medium low	very_low	low
Medium low	low	medium low
Medium low	medium_low	medium low
Medium low	medium_high	medium
Medium low	high	medium
Medium low	very_high	medium high
Medium high	very_low	medium low
Medium high	low	medium low
Medium high	medium_low	medium
Medium high	medium_high	medium high
Medium high	high	medium high
Medium high	very_high	high
high	very_low	medium low
high	low	medium
high	medium_low	medium high
high	medium_high	medium high
high	high	high
high	very_high	very_high
very high	very_low	medium
very high	low	medium high
very high	medium_low	medium high
very high	medium_high	high
very high	high	very_high
very high	very high	very_high

Non tutte le variabili possiedono il medesimo peso in termini di rilevanza. La logica fuzzy è una tecnica *stand-alone* e non richiede di specificare i pesi[9] che si determinano attraverso le singole determinazioni dei giudizi. La variabile rilevante tenderà ad emergere rispetto alle altre poiché i giudizi incorporati dalle regole attribuiranno una valutazione puntualmente dipendente dal comportamento della variabile identificata. Nell'esempio riportato le variabili hanno sostanzialmente lo stesso peso e non si riscontra una variabile rilevante. Tuttavia, risulta interessante visualizzare come, attraverso le singole valutazioni, emerga il ruolo assegnato a ciascuna variabile. La rilevanza non assume carattere fisso ed assoluto, come fosse un peso di ponderazione, ma appare estremamente flessibile in relazione alla situazione contingente e ai valori (termini) assunti dalle altre variabili.

Nell'esempio riportato nella tabella 6.7 le variabili di input sono tre:

- grado di cooperazione e condivisione degli obiettivi dei decisori, con un numero di termini pari a tre (basso, medio, alto);
- competenza e qualità del/i decisore/i, con un numero di termini pari a tre (bassa, media, alta);
- comportamento nei confronti del rischio, anch'essa con un numero di termini pari a tre (avverso, giusta, propenso);

Tabella 6.7 – *Un esempio di graduazione della rilevanza delle variabili attraverso le regole*

IF			**THEN**
Grado di cooperazione e condivisione degli obiettivi	Competenza e qualità del/i decisore/i	Comportamento nei confronti del rischio	Caratteristiche del decisore
Basso	Bassa	Avverso	Basso
Basso	Bassa	giusta	Basso
Basso	bassa	propenso	Basso
Basso	**media**	**avverso**	**Basso**
Basso	media	giusta	Medio
Basso	media	propenso	Medio
Basso	alta	avverso	Medio
Basso	**alta**	**giusta**	**Medio**
Basso	**alta**	**propenso**	**Medio**

[9] E' possibile ottimizzare i pesi anche in modo esterno alla logica fuzzy, attraverso il ricorso agli algoritmi genetici che riescono a variare i pesi (il grado di verità) delle singole regole, associando maggior forza alle regole rilevanti e rendendo irrilevanti quelle meno significative al fine di rendere più discriminante il risultato finale.

Medio	bassa	avverso	Basso
Medio	bassa	giusta	Basso
Medio	bassa	propenso	Basso
(…..)	(…..)	(…..)	(…..)
(…..)	(…..)	(…..)	(…..)
Alto	alta	giusta	Alto
Alto	alta	propenso	Alto

Dall'osservazione delle valutazioni espresse dagli analisti risultano evidenti i diversi pesi delle variabili di input considerate rispetto al giudizio richiesto. Nel complesso, i primi due aspetti sono quelli che, pur con intensità diversa, assumono maggiore rilevanza. Infatti, in presenza di bassa condivisione degli obiettivi e di scarsa competenza e capacità, il comportamento nei confronti del rischio risulta ininfluente: il giudizio sulle "caratteristiche del decisore" risulta sempre basso. In particolare, il peso della terza variabile risulta strettamente collegato al giudizio espresso sulla seconda. In particolare, nei casi caratterizzati da bassa capacità ed esperienza imprenditoriale, indipendentemente dal grado di cooperazione, le valutazioni sulle "caratteristiche del decisore" risultano essere basse in corrispondenza ad atteggiamenti di propensione al rischio. Si può supporre, ragionevolmente, che un imprenditore poco maturo e senza la necessaria esperienza e competenza professionale possa alterare la rischiosità della sua impresa se possiede un'elevata propensione al rischio. Tuttavia, queste regole vengono ulteriormente specificate e migliorate poiché i valutatori, nell'utilizzo del sistema, inseriscono dei giudizi che sono strettamente attinenti alla realtà imprenditoriale analizzata. I progetti e i comportamenti non possono, quindi, distaccarsi dalla effettiva situazione osservata che contribuisce ad connotare in maniera differente ciascuna singola impresa all'interno del proprio ambito competitivo.

Prima di procedere all'elaborazione dei dati, il sistema è stato verificato al fine di individuare eventuali contraddizioni o errori nelle regole. La verifica è stata fatta su casi non reali che presentavano, singolarmente, situazioni particolari su cui occorreva testare il sistema e su casi reali caratterizzati, di volta in volta, da situazioni effettivamente esistenti su cui verificare il funzionamento delle regole. In questa fase, è stato coinvolto nuovamente il personale della banca ma si è fatto riferimento non ai customer relationship manager bensì ad una figura operante nell'ambito dell'area del risk management al fine di ottenere una verifica oggettiva di tutto il sistema delle regole e delle zone di minore efficacia valutativa. Il procedimento di verifica è consistito sia in una verifica previsione *vs* previsione, confrontando l'output del sistema con la valutazione soggettiva, che in una previsione *vs* accadimento, in cui si è confrontato l'output del sistema con la situazione reale.

6. Il sistema di scoring: la valutazione finale

La creazione del sistema di valutazione delle variabili qualitative è stata presentata in tutte le sue fasi principali relative alla determinazione dell'albero decisionale e alla definizione dei blocchi di regole. Il sistema finale è stato applicato all'intero campione per verificare la capacità di valutazione del merito di credito delle imprese considerate. Il campione, come si è visto, è composto da 287 imprese, di cui 171 sane e 116 insolventi.

Tabella 6.8 – *Le caratteristiche del sistema fuzzy*

Variabili di input	35
Risultati intermedi	23
Blocchi di regole	24
Regole	751
Funzioni di appartenenza	203

Il sistema definitivo (tabella 6.8) è composto di 35 variabili di input che vengono elaborate, progressivamente, attraverso 24 blocchi di regole che danno luogo a 23 valutazioni intermedie e ad una valutazione finale. Le regole complessivamente utilizzate dal sistema sono 751 ai cui termini si associano 203 funzioni di appartenenza che intervengono a determinare il grado dei termini delle variabili. Sotto un profilo gestionale, i risultati intermedi rappresentano una potenzialità del sistema in grado di specificare ulteriormente la valutazione finale e fornire una modalità di sviluppo e intervento sugli aspetti meno positive e una modalità di controllo successivo sulla bontà delle valutazioni e sulla coerenza della valutazione complessiva.

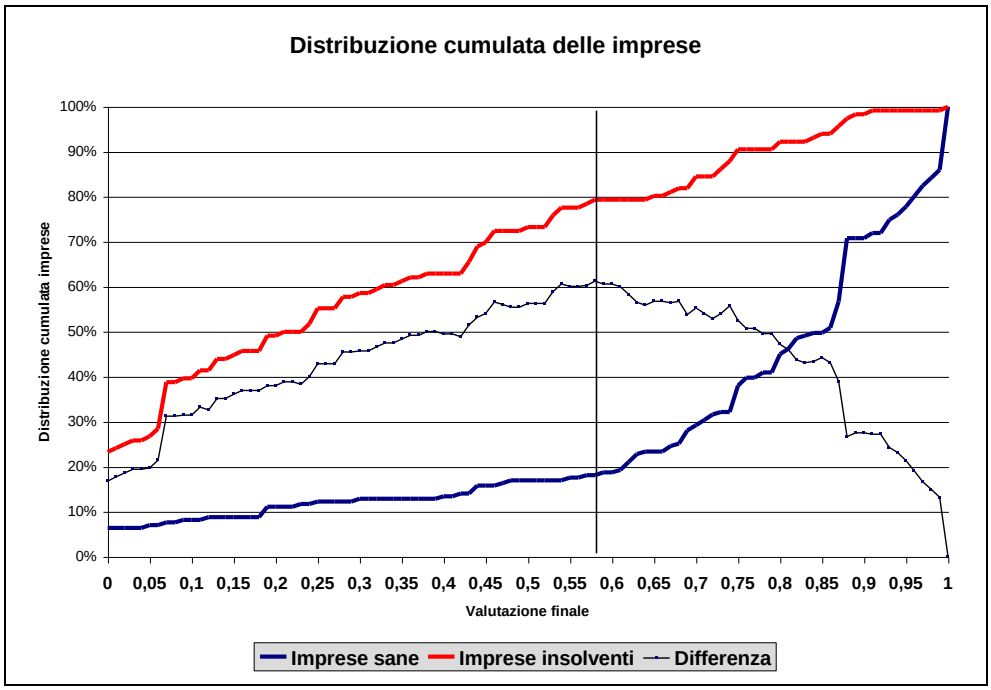
Le valutazioni finali determinate dal sistema sono riportate, in modo analitico, (tabella 6.8) dalle distribuzioni cumulate delle imprese sane e insolventi in relazione alla valutazione finale. La valutazione finale utilizza una scala compresa fra 0 e 1.

Tabella 6.9 – *Distribuzione delle valutazioni finali*

Valutazioni Finali Sistema Fuzzy	Distribuzione cumulata Imprese sane	Distribuzione cumulata Imprese insolventi	Distanza fra le distribuzioni
0,05	7,0%	26,7%	19,7%
0,10	8,2%	39,7%	31,5%
0,15	8,8%	44,8%	36,1%
0,20	11,1%	49,1%	38,0%
0,25	12,3%	55,2%	42,9%
0,30	12,9%	58,6%	45,8%
0,35	12,9%	61,2%	48,3%
0,40	13,5%	62,9%	49,5%
0,45	15,8%	69,8%	54,0%
0,50	17,0%	73,3%	56,3%
0,55	17,5%	77,6%	60,0%
0,58	**18,1%**	**79,3%**	**61,2%**
0,60	18,7%	79,3%	60,6%
0,65	23,4%	80,2%	56,8%
0,70	29,2%	84,5%	55,2%
0,75	38,0%	90,5%	52,5%
0,80	45,0%	92,2%	47,2%
0,85	49,7%	94,0%	44,3%
0,90	70,8%	98,3%	27,5%
0,95	77,8%	99,1%	21,4%
1,00	100,0%	100,0%	0,0%

La colonna di destra evidenzia la distanza fra le due distribuzioni cumulate e permette di individuare la loro massima distanza in coincidenza della valutazione pari a 0,58. Questa costituisce l'indicazione del cut off teorico, quale indicatore su cui basare la discriminazione del merito creditizio. Se il sistema fosse stato utilizzato con finalità predittive, tutte le imprese con una valutazione inferiore a 0,58 sarebbero state da ritenere inaffidabili sulla base delle indicazioni del sistema, mentre tutte le imprese con una valutazione superiore sarebbero state da ritenere di buona qualità creditizia.

Figura 6.6 – *Distribuzione delle valutazioni finali per gruppi di imprese*



Il grafico 6.6 permette di visualizzare la capacità discriminante del sistema. La rappresentazione della curva tratteggiata permette di visualizzare il valore massimo della distanza fra le distribuzioni che, come si è detto rappresenta il cut off teorico ottimale. La sua modifica comporta, a parità di volumi, unicamente un peggioramento del risultato creditizio finale. Infatti, minore è il livello di cut off utilizzato, minori saranno i costi opportunità legati alle imprese sane razionate ma, al contempo, maggiori saranno le probabilità di default e le conseguenze in termini di rischio assunto, a causa delle imprese insolventi erroneamente valutate come di buona qualità.

In realtà, dai risultati ottenuti risulta difficile ritenere tale *cut off point* come un valore operativo poiché esiste un margine di errore non trascurabile che avrebbe comporta sia sensibili costi opportunità, attraverso il razionamento di imprese che si sarebbero rivelate meritevoli di credito, sia ingenti sofferenze per la concessione di finanziamenti ad imprese la cui situazione sarebbe evoluta in negativo.

Il risultato della valutazione finale conduce ad una riflessione e ad una conferma dell'imprescindibilità delle valutazioni quantitative nella misurazione e gestione del rischio di credito. Questa riflessione si completa, tuttavia, del ri-

sultato relativo all'importanza delle variabili qualitative nella valutazione del credito e alla possibilità di tendere verso una valutazione formalizzata dei giudizi soggettivi.

Tabella 6.9 – *I risultati del sistema*

		Valutazione Sistema	
		Sana	**Insolvente**
Situazione impresa	**Sana**	140 *(81,9%)*	31 *(18,1%)*
	Insolvente	24 *(20,7%)*	92 *(79,3%)*
Grado di valutazione corretta totale		**80,8%**	
Grado di errore complessivo		**19,2%**	

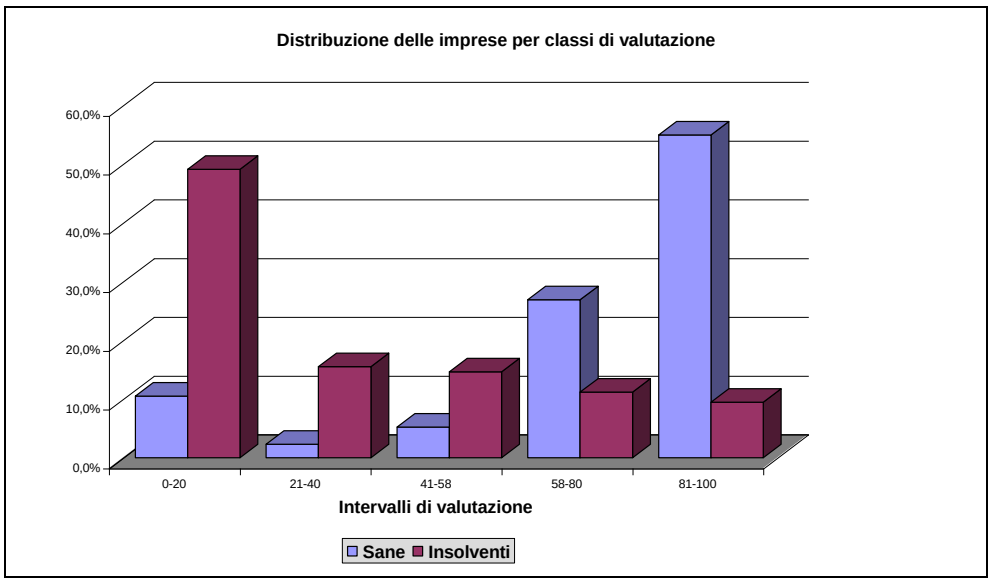
Questa ricerca, condotta attraverso il ricorso alla logica fuzzy, valuta unicamente le variabili qualitative, senza alcuna integrazione con osservazioni economico-finanziarie, con i dati della Centrale dei Rischi e con l'analisi andamentale dei rapporti creditizi. Sotto un profilo operativo, questo è un limite insormontabile che condiziona l'intera capacità predittiva dell'analisi e sembrerebbe limitarne la validità. Tuttavia, il sistema è stato in grado di valutare correttamente (Tabella 6.9) circa l'82% delle imprese di buona qualità e circa l'80% delle imprese insolventi con un grado di errore complessivo pari al 19,2%. L'errore presenta un'intensità lievemente minore per le imprese sane (18,1%) rispetto alla imprese in sofferenza (20,7%). Il risultato ottenuto appare poco soddisfacente se confrontato con il grado di accuratezza delle previsioni ottenuto attraverso i sistemi di credit scoring che processano dati economico-finanziari e andamentali. In questo senso, occorre considerare che, al contrario dei dati quantitativi che, spesso, sono sintetici dei fenomeni in atto nell'impresa, le variabili qualitative non coprono l'intera gamma di fattori rilevanti per l'andamento aziendale. Alcune crisi potrebbero essere imputate a elementi che non vengono rilevati dagli aspetti qualitativi: per esempio, l'eccessiva esposizione debitoria, l'elevato rischio di *leverage*, l'incapacità del reddito operativo (o dei flussi di cassa operativi correnti) di coprire gli oneri finanziari, l'elevato rapporto cost/income, l'elevato grado di utilizzato su accordato, fenomeni di sconfinamento crescenti, situazioni eccezionali[10] e, non ultima, l'esclusione dell'analisi settoriale e dell'andamento del comparto di appar-

[10] Un limite dell'analisi riguarda la difficoltà di verifica di situazioni eccezionali sia con effetti positivi che negativi per le imprese del campione.

tenenza e del mercato di riferimento. La considerazione di questi aspetti attribuisce una dignità maggiore al risultato ottenuto, facendolo ritenere relativamente elevato rispetto alle condizioni di determinazione[11].

La distribuzione delle imprese negli intervalli di valutazione (Figura 6.7) mostra come per le imprese insolventi si assista ad una distribuzione gradualmente decrescente nelle classi superiori, per le imprese sane si assiste ad un'inspiegabile concentrazione nella classe inferiore0-20[12], come se ciò derivasse da elementi, in questo caso positivi, di altra natura che abbiano supportato la situazione aziendale.

Figura 6.7 – *Distribuzione percentuale delle imprese per classe di valutazione*



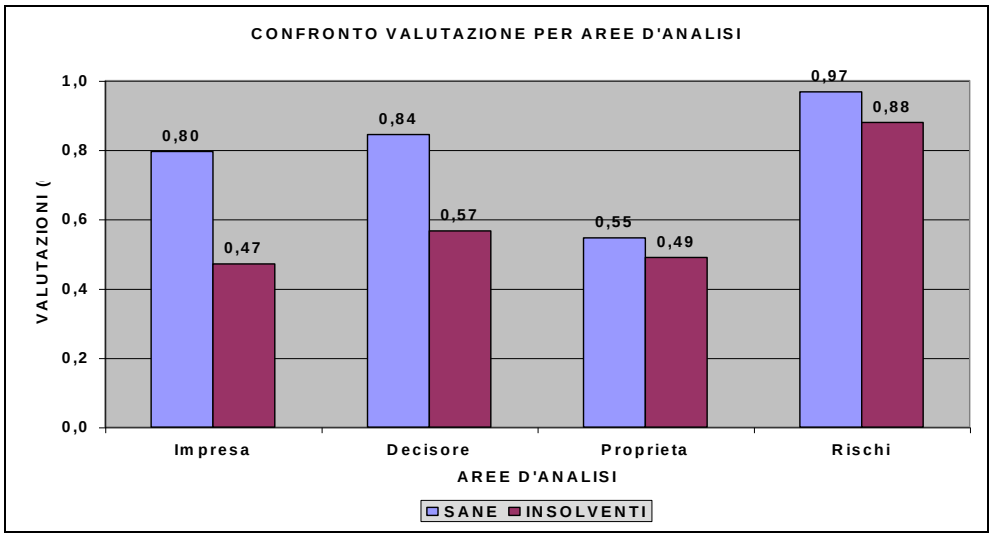
Le valutazioni disaggregate per aree d'analisi (Figura 6.8) evidenziano una maggiore discriminazione dei giudizi e della rilevanza delle variabili nelle aree

[11] I risultati emersi dall'analisi fuzzy sono stati verificati, al fine di ottimizzarne la capacità predittiva attraverso il ricorso ad una rete neurale. Questo tentativo si poneva due obiettivi: riprogettare tutto il sistema attraverso l'individuazione di nuovi blocchi di regole e ottimizzare l'importanza delle regole esistenti al fine di attribuire una maggiore rilevanza alla memebrship degli input fuzzificati. I risultati sono stati deludenti poiché, data la numerosità delle variabili e la limitatezza dei casi disponibili, la rete non è riuscita ad addestrarsi e a convergere verso un risultato definito.

[12] Per comodità le valutazioni sono riportate in centesimi

relative alle caratteristiche competitive dell'impresa e alle variabili comportamentali considerate. Questo conferma che nella definizione delle regole è stata riconosciuta la valenza delle variabili qualitative relazionali di natura competitiva e, in particolare, comportamentale. Questo conferma la coerenza fra le ipotesi teoriche effettuate e le modalità valutative operativamente utilizzate. Il potere discriminante di tali variabili aumenta lungo l'intero processo decisionale e, nella maggior parte dei risultati intermedi, si completa delle valutazioni attribuite alle altre variabili, rafforzandosi ulteriormente. Le valutazioni finali riportate rappresentano il giudizio finale delle quattro aree di analisi considerate e la differenza maggiore è individuata nella valutazione delle caratteristiche interne e competitive dell'impresa, dove i valori medi differiscono di 0,33 punti. La proprietà, invece, per le modalità categoriche di valutazione inserite e per l'assenza di ambiti interpretativi, viene considerata un fattore omogeneo, spesso, valutato in modo riduttivo della qualità dell'impresa. Infatti, la differenza fra i valori medi dei due gruppi d'imprese è molto ridotta. Le caratteristiche e la natura della proprietà esercitano un effetto verso il basso della valutazione. Nella maggior parte dei casi, essa si compensa con l'elevata qualità degli altri fattori nelle imprese sane e accentua il giudizio negativo nelle imprese rivelatesi insolventi.

Figura 6.8 – *Confronto delle valutazioni medie per aree d'analisi*

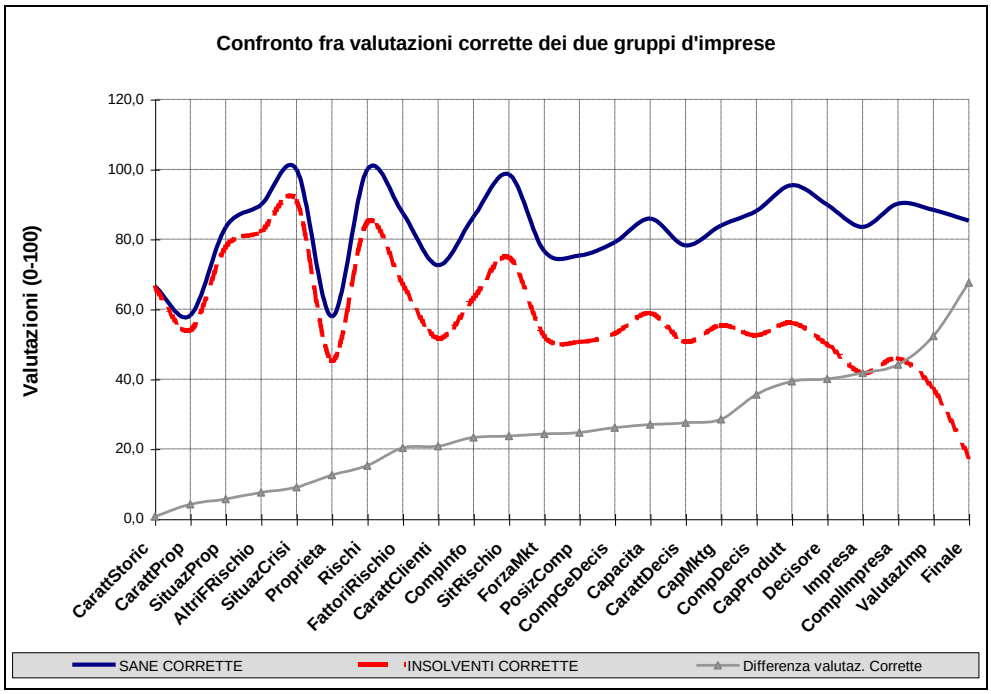


La scarsa differenza dei fattori di rischio non deve essere distorta poiché essi esercitano un elevato effetto sul giudizio finale, tanto più intenso quanto più

grave è il rischio individuato. In entrambi i gruppi il valore medio risulta molto elevato poiché in assenza di elementi di rischiosità essi assumono il massimo della valutazione. La maggior parte delle imprese del campione non presenta elementi di rischiosità, e questo spiega come mai una differenza cosi esigua assuma, quindi, una maggiore importanza d'interpretazione poiché la sua rilevanza nel giudizio finale è sensibile.

Il contributo delle singole aree d'analisi e dei differenti fattori di analisi diviene più immediato attraverso il confronto dei due gruppi d'imprese, distinti sulla base della correttezza della valutazione rispetto alla effettiva situazione, che evita l'effetto di appiattimento dovuto all'inserimento di valutazioni molto distanti dal valore medio.

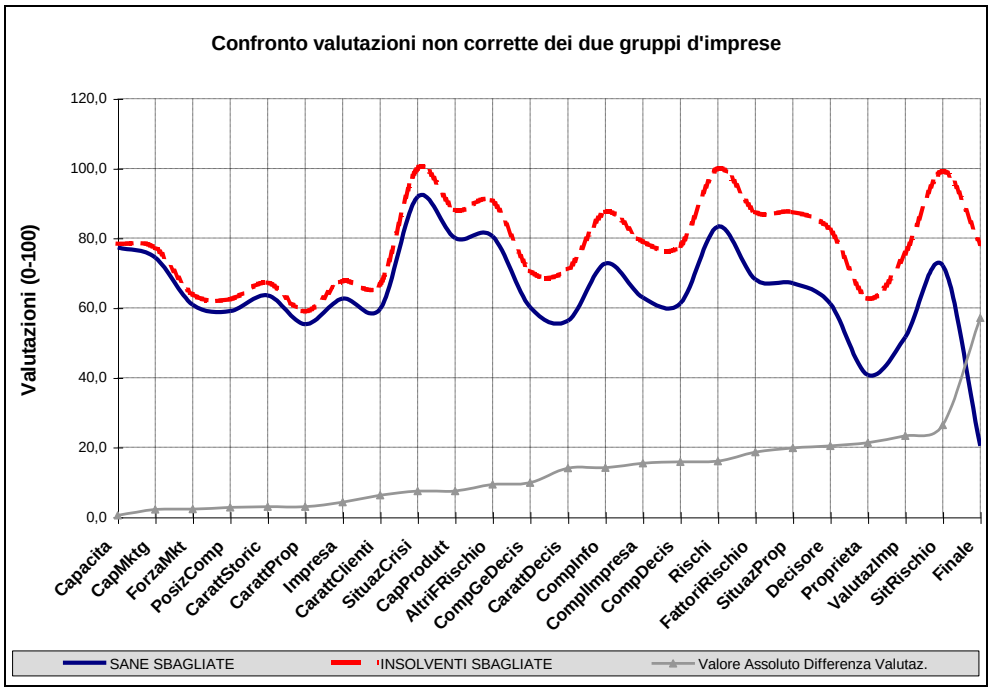
Figura 6.9 – *Un confronto del valutazioni medie delle imprese con giudizio corretto*



Il contributo delle singole informazioni e valutazioni e di tutti gli ambiti di analisi possiede un effetto sinergico positivo che contribuisce ad aumentare il potere discriminante del sistema lungo tutto il processo decisionale (Figura 6.9). Il confronto fra le valutazioni corrette attribuite alle imprese dei due gruppi evidenzia che le aree maggiormente discriminanti sono legate all'Impresa e

al Decisore, come si è visto, ma nel giudizio finale si riassumono le informazioni relative alla Proprietà e ai Rischi. Infatti, la differenza fra i valori medi è pari a poco più di 40 unità nella valutazione complessiva dell'Impresa, aumenta a circa 50 unità per il contributo dell'Area Proprietà e giunge a oltre 65 unità nella valutazione finale dove concorre il giudizio sui Rischi. La logica fuzzy recupera tutti i gradi di giudizio assegnati nella valutazione e, attraverso l'aggregazione dei numeri fuzzy e sulla base delle regole dei differenti blocchi, giunge ad attivare, nella valutazione finale tutte le informazioni capitalizzate nel corso del processo. Risulta difficoltoso, quindi, rappresentare analiticamente la capacità del sistema di valutare tutte le informazioni del sistema attraverso le funzioni di appartenenza e, questo ha indotto ad utilizzare i valori medi come proxy.

Figura 6.10 – *Un confronto del valutazioni medie delle imprese con giudizio non corretto*



L'analisi delle valutazioni errate attribuite alle imprese dei due gruppi (Figura 6.10) pone due ordini di interrogativi: la verifica della capacità valutativa del sistema e la comprensione delle cause che hanno condotto ad una valuta-

zione non corretta. Il primo interrogativo ottiene una risposta dal confronto fra le valutazioni ottenute dalle imprese sane rispetto alle imprese scorrette. Queste ultime ottengono una valutazione costantemente superiore rispetto alle imprese sane per cui viene fugata la possibilità di malfunzionamento del sistema che non può attribuire una valutazione inferiore ad un gruppo di imprese che possiede giudizi di input nettamente superiori. Le due tipologie di imprese ottengono valutazioni simili per ciò che riguarda l'area Impresa ma divergono progressivamente sull'area Proprietà, Decisore e, soprattutto, Rischi. Il riconoscimento dell'esistenza di elementi di rischio determina una svalutazione della qualità molto elevata che giunge ad un giudizio molto basso di una situazione caratterizzata da giudizi mediocri sia sulla natura della Proprietà che sulla qualità del Decisore e dei suoi comportamenti.

Il profilo delle imprese sane valutate non correttamente si rivela effettivamente negativo e non imputabile ad una scarsa capacità analitica del sistema. Specularmente, la verifica dei singoli fattori d'analisi delle imprese insolventi valutate non correttamente rivela un completo disallineamento dei giudizi rispetto l'evoluzione successiva della situazione aziendale. In questo caso, emergono unicamente valutazioni positive ed il risultato finale è prossimo ai valori delle imprese di migliore qualità.

Le conclusioni che possono essere tratte riguardano l'erroneità dei giudizi attribuiti all'impresa che, a questo punto, non possono indurre dei dubbi sulle capacità valutative dei relationship manager, data l'esiguità dei casi non corretti, ma focalizzano l'attenzione sull'esistenza di eventi imprevedibili sia positivi che negativi che hanno modificato l'andamento della solvibilità aziendale. Sotto un profilo operativo, sicuramente emerge la necessità di graduare la valutazione dell'intensità degli elementi di rischio poiché la sola rilevazione della presenza può rivelarsi distorsiva delle effettive conseguenze provocate.

7. Considerazioni Conclusive

Il tentativo di valutazione strutturata delle variabili qualitative attraverso il ricorso alla logica fuzzy può definirsi positivo poiché, al di là dell'intensità del risultato, permette di verificare una serie di elementi e di ipotesi che possiedono un valore, allo stesso tempo, scientifico e operativo.

Una prima conferma riguarda la capacità della relazione di generare informazioni rilevanti e di buona qualità, visto che la maggior parte delle variabili qualitative considerate hanno carattere relazionale, fondate cioè su informazioni non pubbliche, e, in molti casi, di tipo valutativo e interpretativo. La bontà

delle valutazioni e, quindi, delle informazioni permette di fornire una risposta a tre interrogativi riguardanti:

- *il ruolo della relazione nel risolvere eventuali problemi di opportunismo informativo,*
- *la rilevanza dell'incertezza comportamentale;*
- *la capacità valutativa e interpretativa dei relationship manager.*

Con riferimento al primo interrogativo, le informazioni esperenziali e comportamentali, ottenute nel corso della relazione si rivelano utili e funzionali alla limitazione dell'asimmetria informativa e dell'opportunismo informativo. E' interessante verificare come alcune domande inserite nell'analisi siano una verifica mediata delle condizioni della fiducia[13] e si pongano a conferma che fiducia, relazione, informazione e valutazione facciano parte di un medesimo processo cognitivo[14]. Questo processo avviene nell'ambito di scambi finanziari ripetuti e incrementali, in cui esiste una propensione positiva alla fiducia in grado di supportare lo sforzo interpretativo necessario per valutare il comportamento atteso. Le variabili comportamentali e relative alle qualità del decisore rappresentano, quindi, una formalizzazione indiretta della fiducia esistente[15]. L'esistenza di fiducia, nella misura in cui permette l'acquisizione di una migliore conoscenza e interpretazione delle imprese, migliora la capacità di valutazione delle variabili qualitative di natura più relazionale. La fiducia e una relazione positiva permettono di limitare l'opportunismo informativo riducendo il rischio di asimmetria informativa, questo emerge dalla efficacia valutativa dei giudizi formulati.

Per quanto riguarda il secondo interrogativo, la capacità discriminante delle variabili comportamentali può essere assunta come conferma della rilevanza dell'incertezza comportamentale sulla probabilità di default. L'osservazione degli elevati giudizi sugli aspetti comportamentali delle imprese sane rispetto alle imprese insolventi costituisce una dimostrazione indiretta della sua rilevanza. Questa differenza di giudizio emerge nelle valutazioni di input ed è confermata implicitamente dalla progressiva rilevanza attribuitale nel corso del processo decisionale dal sistema di regole adottato. Un obiettivo che non è stato possibile raggiungere, date le modalità di campionamento, riguarda la capa-

[13] Si veda il capitolo terzo

[14] In questo senso, la verifica dei comportamenti del decisore in ambito socio-aziendale è direttamente collegata ad un processo attraverso cui il relationship manager verifica la reputazione sociale e la contestualizza nella relazione sulla base dei comportamenti osservati direttamente.

[15] La fiducia si configura come il grado soggettivo di aspettativa, posseduto ed attribuito da un individuo (*trustor*), al comportamento futuro non opportunistico assunto da un altro soggetto (*trustee*), rilevante per la decisione attuale e non controllabile temporalmente o in assoluto. (Gambetta, 1989)

cità della fiducia e delle relazione di generare un commitment in grado di incentivare comportamenti positivi. Questo risultato traspare a livello intuitivo ma non riceve una conferma esplicita poiché non è possibile verificare le cause dell'insolvenza e, neppure, confrontare il comportamento di imprese con relazioni migliori rispetto ad imprese che hanno scambi finanziari a scarso contenuto relazionale.

Il terzo interrogativo, inerente l'efficacia della capacità valutativa dei *relationship manager,* richiede alcune specificazioni poiché essa risulta strettamente collegata alla rilevanza delle variabili qualitative. Le variabili qualitative analizzate nella ricerca ed inserite nel sistema hanno permesso di raggiungere un soddisfacente grado di discriminazione con un'accuratezza di valutazione superiore all'80%. Prescindendo momentaneamente dal sistema fuzzy, l'errore emerso non può essere unicamente attribuito alle valutazioni di input; esso si spiega alla luce di almeno quattro osservazioni generali:

- l'esistenza di fenomeni aziendali rilevanti ma esterni agli aspetti qualitativi indagati oppure di impossibile previsione**;**
- la verifica successiva della necessità di una maggiore graduazione dei termini di giudizio utilizzati per la valutazione delle variabili qualitative inserite;
- la rilevanza e l'efficacia delle variabili valutativo-interpretative, esse migliorano l'analisi e devono integrare maggiormente le variabili descrittive;
- la scarsa abitudine alla valutazione dei relationship manager; come emerge chiaramente dall'eccessivo addensamento dei giudizi vicino ai termini centrali e, per alcuni versi, dall'esistenza di un certo "buonismo" dovuto probabilmente all'assenza di obiettivi operativi nella valutazione.

I relationship manager possiedono le informazioni necessarie e sono in grado di fornire interpretazioni di buona qualità alla maggior parte dei fenomeni aziendali rilevanti anche se, alcune competenze valutative devono essere sviluppate e rese maggiormente analitiche. La capacità valutativa è indiscussa e il grado di soggettività sembra essere più legato alla cautela e all'inesperienza di utilizzo di modalità formalizzate di valutazione qualitativa che ad un conflitto d'interesse fra obiettivi commerciali-personali e creditizi. Questo è confermato dalla diffusione di valutazioni seriali intorno a valori medio-alti o medio-bassi e dal non utilizzo dell'intero range di variazione dei termini di giudizio. Inoltre, ancora più importante appare il comportamento tenuto nell'ambito della definizione delle regole che, di fatto, ha riconosciuto la tendenza ad utilizzare i giudizi medi, definendo regole che attribuivano una valutazione corretta ai termini utilizzati, eliminando il dubbio che fosse un effetto della elevata *customer proximity.*

L'abilità valutativa è stata confermata dalla capacità discriminante emersa dalla valutazione qualitativa che ha fornito anche una conferma della rilevanza delle variabili qualitative sia competitive che comportamentali. Il sistema fuzzy ha rivelato e, per certi versi confermato, la propria attitudine a processare informazioni caratterizzate da un certo grado di imprecisione e incertezza e ad affrontare problemi complessi con ambiti non perfettamente definiti. Il sistema è stato in grado di recepire, attraverso le regole, una soddisfacente capacità di elaborazione che lo ha posto in grado di capitalizzare tutte le informazioni inserite e le valutazioni intermedie, aumentando progressivamente la capacità di discriminare fra imprese sane e insolventi.

Il sistema ha ridotto il rischio di soggettività valutativa attraverso due modalità: da un lato, la valutazione progressiva e contestuale di tutti gli ambiti di analisi, riduce gli effetti soggettivi attraverso la combinazione delle variabili qualitative soggettive con quelle più oggettive; dall'altro la produzione di molteplici risultati intermedi esplicita il risultato delle valutazioni e limita il rischio di moral hazard interno attraverso la possibilità di una verifica ex post alquanto analitica. Le regole sono oggettive e, quindi, contribuiscono a correggere distorsioni; il sistema fuzzy riesce, attraverso le aggregazioni e la valutazione congiunta dei differenti gradi di appartenenza delle singole variabili, ad attenuare la soggettività e a giungere a risultati soddisfacenti.

La relazione rappresenta una modalità di interazione della banca con le imprese che conferma la importanza nel rendere la banca la modalità di intermediazione più efficiente nel finanziamento e nella gestione dei rischi rispetto alle altre forme presenti nel sistema finanziario. La relazione è in grado di migliorare la gestione delle asimmetrie informative sia attraverso la produzione di informazioni, sia attraverso la migliore capacità di interpretazione dei fenomeni aziendali. Questo patrimonio informativo si concentra nel *front office* della banca e, spesso, queste informazioni non sono socializzate a livello di banca; infatti, la circolazione si limita unicamente alle informazioni di carattere quantitativo che, nonostante la loro valenza, richiedono una migliore contestualizzazione e qualificazione. In questo senso, il tentativo di individuare una modalità di elaborazione delle variabili qualitative, in grado di superare il rischio di soggettività interpretativa, non costituisce unicamente una modalità di miglioramento della valutazione del rischio di credito. Esso diviene un tentativo di dare dignità alla relazione bancaria, fondamento dell'esistenza della banca, attraverso il superamento della sua tradizionale subordinazione alla logica creditizia e attraverso il riconoscimento della sua valenza e della sua funzionalità che induce verso una maggiore integrazione dei due aspetti.

Bibliografia

ABI, 2001 “Dai vincoli regolamentari al vincolo della creazione di valore” Lavori delle commissioni tecniche.

ABI, 2001, “Position paper del sistema bancario italiano sulla revisione della disciplina dei requisiti minimi patrimoniali” in Bancaria, n.4

Akerlof G.A., 1970, “The market of “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” in Quarterly Journal of Economics, n. 84, trad. ital. in Saltari E., 1990, *Op. cit*

Alessandrini A., 1997, “Ciclo di vita della relazione con il cliente” Il risparmio n. 4/5

Allen B., Hellwig M., 1986, “”Price setting firm and the oligopolistic foundations of perfect competition”, American Economic Review, Paper and Proceedings, n.76

Allen, F., 1990, “The market for information and the origin of financial intermediation” Journal of Financial Intermediation, n.1.

Altman E.I, Marco G., Varetto M., 1994, “Corporate distress diagnosis: Comparison using discriminant analysis and neural network”. in Journal of Banking and Finance, n.18

Altman E.I., 1984, “The success of business failure prediction models: An International Survey”. Journal of Banking and Finance 8,2,

Altman E.I., Saunders A., 1998, “Credit risk Measurement: developments over the last 20 years”, in Journal of Banking and Finance; December

Ancona A., Addolorato F., Giudici S., Laruccia E., 1999, “L’utilizzo dell’intelligenza artificiale nei processi di asset allocation”, Collana Ricerche B.C.I., n.6

Angelini P., Di Salvo R., Ferri G., 1997, "Availability and cost of credit for small business: customer relationship and credit cooperatives", IRCEL, Banca d'Italia

Angelini P., Guiso L., 1996, "Razionamento del credito alle imprese. Cause, diffusione e persistenza", Banca d'Italia

Angeloni I., Conti V., Passacantando F., 1997, “Le banche e il finanziamento delle imprese” Il Mulino, Bologna

Angeloni, Gaiotti, Ferri, Buttiglione, 1997, "Il canale creditizio della politica monetaria con banche eterogenee. Il caso italiano" in Angeloni, Conti, Passacantando, 1997, *Op. cit*.

Anolli M., Gualtieri P., 1999, “La misurazione del rischio di credito nella gestione delle banche”, Il Mulino, Bologna,

Antonov I., 2000, “ Crafting a market landscape. Quantitative vs. Judgmental credit risk-rating systems”, in Journal of Lending & Credit Risk Management, February
Arcangeli S., 1994, “Economia dell’impresa, informazione e banche popolari” in “Credito Popolare”, n°3,
Arrow K.J., 1974, “ The limits of organizzations" trad. it. "I limiti dell'organizzazione", Il Mulino, Bologna, 1985.
Arrow K.J., 1986, “Agency and the Market” in Arrow K.J., Intriligator M.D., “Handbook of mathematical Economics” vol. III, Amsterdam, North Holland.
Axelrod R., 1984, "Giochi di reciprocità" Feltrinelli, Milano.
Bachmann R., Lane C., 1995, "Risk, trust and power: the social constitution of supplier relations in Britain and Germany", Working Paper, ESRC, Cambridge.
Baffigi A., Pagnini M., Quintiliani F., 1997, "Industrial district and local banks: do the twins ever meet?", Intervento al convegno "La molteplicità dei modelli si sviluppo nell'Italia del Nord", Parma, 6-7 novembre 1997.
Bagella M., Caiazza S., 2001, “L’accordo di Basilea 2001: verso una nuova regolamentazione dei requisiti del capitale bancario”, Bancaria, n.4
Baglioni A., 1992, "Bank-firm Customer relationship as dynamic game equilibria" Banca Commerciale Italiana, Collana ricerche. ottobre.
Banfi A, Locatelli R., Schena C. “Il sistema finanziario tedesco” Bologna, Il Mulino, 1991.
Baravelli M., 1997, (a cura di), “Le strategie competitive nel corporate banking” Egea, Milano
Bateson, P., 1989, "L'evoluzione biologica della cooperazione e della fiducia" in Gambetta D. (a cura di) “Le strategie della fiducia. Indagini sulla razionalità della cooperazione”, Einaudi, 1989.
Beaver W., 1967, “Financial Ratios as Predictors of Failure” in Journal of Accounting Research;
Belcredi M., 1993, “Economia dell’informazione societaria” Utet, Torino.
Benassi C., 1992, "Mercati finanziari e asimmetrie informative", CLUEB, Bologna.
Benston G.J., Smith C.W., 1976, “A transaction cost approach to the theory of financial intermediation”, in Journal of Finance, 31
Berger A., Udell G., 1995, “Relationship lending and Lines of credit in Small Firm Finance” The Journal of Business, n.3.
Berlin M., Mester L., 1992, “Debt covenants and renegoziation”, Journal of Financial Intermediation, 2, n.2,
Berlin M., Mester L.,1997, “On the profittability and cost of relationship lending”, Wharton School and Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper, n. 97-3.

Bhattacharya S., Thakor A., 1993, “Contemporary Banking Theory”, Journal of Financial Intermediation”, n.3.
Bianco M., 1997, "Vincoli finanziari e scelte reali delle imprese italiane: gli effetti di una relazione stabile con una banca" in Angeloni, Conti, Passacantando, 1997, "Le banche e il finanziamento delle imprese", Il Mulino, Bologna.
Biffis P., 1998, (a cura di), “Le operazioni e i servizi bancari”, Giappichelli Editore, Torino
Bisoni C., 1996, “Evoluzione del rapporto banca-impresa”, intervento all’incontro “L’impresa modenese e il mondo finanziario”, Modena, 28 novembre 1996.
Bisoni C., Canovi L., Fornaciari E., Landi A. “Banca e impresa nei mercati finanziari locali”, Bologna, Il Mulino, 1994,
Bisoni C., Landi A., 1997, "Il finanziamento delle imprese in crescita" intervento al convegno "La molteplicità dei modelli si sviluppo nell'Italia del Nord", Parma, 6-7 novembre 1997.
Bisoni C., Landi A., 2000, (a cura di) “Il finanziamento dello sviluppo delle piccole e medie imprese”, Bancaria Editrice, Roma
Bojadziev G., Bojadziev M., 1997 “Fuzzy Logic for Business, Finance and Management”, World Scientific Publishing co, Singapore
Bombonato C. Buzzi V. Goos E. 2000, “Modelli e soluzioni innovative per la gestione del rischio di credito: alle soglie di una nuova era”, in Bancaria, n.2.
Boot A., Thakor A., 1997, "Can relationship survive competition?", Discussion Paper, CEPR, No. 1592
Boot A., Thakor A., Udell G., 1991, “Credible commitments, contract enforcement problems and banks: Intermediation as credibility assurance”, Journal of Banking and Finance, n. 15
Boyd J., Prescott E.C., 1986, “Financial Intermediary coalitions”, in Journal of Economic Theory, 38
Brogi M., 1997, “L’evoluzione del rapporto banca-impresa in Italia, Egea, Milano”
Brusco S., 1989, “Piccole imprese e distretti industriali”, Rosenberg & Sellier, Torino
Burchell B., Wilkinson F., 1996, "Trust, business relationship and the contractual enviroment", ESRC Centre for Business research, University of Cambridge, Working Paper, n35.
Campbell T.S., 1979, ”Optimal investment financing decisions and the value of the confidentiality”, in Journal of financial and quantitative analysis”
Campbell T.S., Kracaw W.A., 1980, “Information production, Market Signaling and the theory of financial intermediation”, Journal of finance, n. 35,.
Capra, D'Amico, Ferri, Pesaresi, 1994, "Assetti pproprieteri e mercato delle imprese. Gli intermediari della riallocazione proprietaria in Italia", Il Mulino, Bologna.

Carey M., Hrycay M., 2000, “Parametrizing credit risk models with Rating Data” in Journal of Banking and Finance, 3
Carosio G., 2001, “Proposta di un nuovo Accordo sul Capitale:linee generali del secondo documento di consultazione del gennaio 2001” in Bancaria, n.4
Carosio G., Marullo Reedtz P., Venturino M., 2001, “La nuova normativa internazionale sui requisiti patrimoniali”, Quaderni ASSBB
Caselli S., 1995, “*L'attività di investimento in prestiti e la valutazione delle strategie bancarie”,* Banche e banchieri, n.2
Caselli S., 2000, “La domanda di servizi finanziari delle imprese in Italia” in Forestieri G. “Corporate & Investment Banking”, Egea, Milano,.
Caselli S., 2000, “Le sfide del Credit risk management: la visuale finanziaria o la visuale di relazione?” Bancaria, n. 7-8
Caselli S., 2001, “Corporate banking per le piccole e medie imprese”, Bancaria Editrice, Roma
Cenni S., Corigliano R., 1996, "I prestiti e la funzione allocativa della banca" in Onado M., (a cura di) "La banca come impresa", Il mulino, BO.
Cesarini F., 1994, “Rapporti tra banche e imprese in Italia: due punti di debolezza” in Economia e politica industriale, n.83,.
Cesarini F., Onado M.,1984, nell’introduzione al Van Horne, “Principi di finanza aziendale”, Il Mulino, Bologna.
Chan Y, 1983, “On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information”, The Journal of Finance, n.12.
Chiacchierini C., 2000, “Generare fiducia attraverso l'organizzare: uno studio empirico sul ruolo di alcuni antecedenti organizzativi delle relazioni fiduciarie interne all'impresa Sinergie”, volume 18, fascicolo 51
Ciampi C.A. “La trasparenza è informazione” in Sole-24Ore 27 Febbraio 1990
Cicardo G., 2001, “ Ambito di applicazione e metodo standardizzato di misurazione del rischio di credito”, in Bancaria, n.4
Coda V., 1983, “Crisi e risanamenti aziendali”, in Sviluppo e Organizzazione, n.75
Coda V., 1984 “La valutazione della formula imprenditoriale”, in Sviluppo e Organizzazione, n.82 Marzo-Aprile
Coda V., 1988, “L’orientamento strategico dell’impresa”, UTET, Torino
Comana M., 1992, “Grandi fidi e rapporto banca-impresa” in Banca e Banchieri, n.9,
Comana M., 2001, “Il finanziamento delle piccole e medie imprese e il ruolo degli intermediari finanziari”, in Banche e Banchieri, n.4
Comitato di Basilea, 1998, “Framework for Internal Control Systems in Banking Organisations”, September
Comitato di Basilea, 1999, “A New Capital Adequacy Framework”, Consultative Paper, June

Comitato di Basilea, 1999, "Capital Requirements and Bank Behaviour: the Impact of the Basle Accord", Working Papers, n. 1 April
Comitato di Basilea, 1999, "Credit Risk Modelling: current practices and applications", April
Comitato di Basilea, 2000, "A New Capital Adequacy Framework: Pillar 3 Market Discipline", Consultative Paper, January
Comitato di Basilea, 2000, "*Best practices for Credit Risk Disclosure",* September
Comitato di Basilea, 2000, "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", Working paper n.3
Comitato di Basilea, 2000, "*Principles for the Management of Credit Risk",* September
Comitato di Basilea, 2000, "Range of Practice in Banks' Internal *rating*s systems" Discussion paper, January
Comitato di Basilea, 2001, " The New Basel Capital Accord", January
Comitato di Basilea, 2001, "Presentazione del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali", Gennaio
Coppola G., Corsini D., 1993, "Teoria dell'intermediazione creditizia", Studi e informazioni, Quaderni della Banca Toscana, n.2.
Coppola G., Corsini D., 1997, "Banche, Informazione e sviluppo economico", Giappichelli Editore, Torino.
Corigliano R., 1991, "Le relazioni banca-impresa. Assetto creditizio e efficienza allocativa" Milano, EGEA,.
Corigliano R., 1998, (a cura di), "*Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari*", Bancaria Editrice, Roma
Corsini D. Tribuzio P.,1999, Metodi innovativi nella gestione del rischio di credito: alcune considerazioni sul sistema bancario italiano, in Banche e Banchieri n.2.
Cosma S., 1998, "*Fiducia, mutual commitment e rapporto banca-impresa"* in Materiali di discussione, Collana del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Modena, n. 53.
Cosma S., Fabbri T., 2000, "L'organizzazione dell'area Crediti: efficacia organizzativa e valutativa" in Bisoni C., Landi A., *Op. cit*
Cosma S., Facchinetti G., Ferretti R., Mastroleo G., 2001, *"A Fuzzy Credit Rating Approach For Small Firm Creditworthiness Evaluation In Bank Lending, An Italian Case",* Paper at International Congress on Computational Intelligence: methods and Application
Cosma S., Facchinetti G., Ferretti R.,Mastroleo G., 2001, "*I sistemi di credit scoring: un'applicazione della logica fuzzy nella valutazione delle piccole e medie imprese*", Materiali di discussione, Collana del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Modena, n. 83

Cosma S., 2001, "*Il finanziamento delle famiglie italiane: il mercato dei mutui*", Materiali di discussione, Collana del Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Modena, n. 84
Crouhy M., Galai D., Mark R., 2001, "Prototype risk *rating* system" in "Journal of banking & Finance", Gennaio 2001.
Cyert R.M., March J.G., "A behavioural theory of the firm", Englewood Cliffs, Trad. Ital. "Teoria e comportamento dell'impresa" Angeli, Milano, 1973.
D'Auria C., 2001, "I requisiti di capitale a fronte del rischio operativo", in Bancaria, n.4
D'Auria C., Gaetano A., Pastore F., 2001, "Profili evolutivi del credit risk management nelle banche italiane", in Bancaria, n.1
Dasgupta P. 1989 "La fiducia come bene economico" in Gambetta D. (a cura di) "Le strategie della fiducia. Indagini sulla razionalità della cooperazione", Einaudi,
Davis P.E., 1995, "Debt, Financial Fragility and systemic risk", Claredon Press, Oxford.
Davis P.E., Mayer C., 1991, "Corporate finance in the euromarkets and the economics of intermediation", CEPR, Discussion Paper, n.570.
De Laurentis G., 1996, "Le asimmetrie banca-impresa e banca-banca", Il risparmio, n.4-5,
De Laurentis G., 1997, "La valutazione dei fidi e l'assistenza alle imprese nel corporate banking relazionale" in Baravelli M. "Le strategie competitive nel corporate banking", EGEA, Milano
De Laurentis G., 2001, "Rischio di credito e internal rating", Bancaria Editrice, Roma
De Laurentis G., 2001, «I riflessi sui processi di concessione e revisione dei crediti della nuova proposta di Basilea" in Bancaria , n.4
De Laurentis G., Sironi A., 1998, "Dalla selezione del credito al risk management: opportunità e cautele delle banche italiane", Bancaria, n.1,
De Laurentis G.,1998, «I processi di rating e i modelli di scoring» in Sironi A., Marsella M., (a cura di), "La misurazione e gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche" Bancaria Editrice, Roma
Dell'Atti S., 1998, "Rischio di credito e risk management nell'economia della banca" in Banche e banchieri, volume 25, fascicolo 3
Demattè C., 1997, "Imprese-banche: un rapporto da ricostruire", Economia & Management, n.3
Demattè C., Forestieri G., Mottura P., 1993, "Economia degli intermediari finanziari", Egea, Milano.
Desario V., 2000, "Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: il punto di vista della Banca d'Italia", in Bancaria, n.10
Detragiache E., Garella P., Guiso L., 1997, "Multiple versus single banking relationship", CEPR, Discussion Paper, n. 1649.

Dewenter K., Hess A., 1997, "Risks and returns in relationship and transactiona banking: evidence from banks' returns germany, japan, the UK and the US" Working paper, The Wharton School, Pennsylvania, n.97-23.
Di Battista M.L., Grillo M., 1988, “La concorrenza nell’industria bancaria italiana” in Cesarini F., Grillo M., Monti M., Onado M., (a cura di), “Banca e mercato. Riflessioni su evoluzione e prospettive dell’industria bancaria in Italia”, Il Mulino, Bologna
Diamond D., 1984, “Financial intermediation and delegated monitoring”, in Review of Economic Studies, 51,
Diamond D., 1989, “Reputation acquisition in debt market”, Journal of Political Economy, vol. 97, n.4, pagg.828-862.
Diamond D., 1991, "Monitoring and repputation: The choice between bank loans and directly placed debt" Journal of political economics, n.99.
Diamond D., Dybvig, 1983, “Bank runs, Deposit insurance and Liquidity”, in Journal of Political Economy, n. 91, 401-419, trad. ital. in Coppola G., Corsini D., 1997, *Op.cit.*
Donnelly J.h:, Skinner S.J. “Nuove banche, nuovi banchieri”, Edibank, Milano, 1992
Dunn J., 1984, "Fiducia e agire politico" in Gambetta D. (a cura di) “Le strategie della fiducia. Indagini sulla razionalità della cooperazione”, Einaudi, 1989.
E.H. Lorenz, N. Lazaric “Trust and organisational learning during inter-firm cooperation” Paper presentato al Convegno “Routinization, learning and the transfer of skill” Trento, Giugno 1996.
Ecchia S. (a cura di), 1996, “Il rischio di credito. Metodologie avanzate di previsione delle insolvenze”, Giappichelli Editore, Torino.
Eccles R.G., Crane D.B., 1987, "Doing deals. Investement banks at work", Harvard Business School Press, Boston, Massachussets.
Edwards J., Fisher K. “Banks, finance and investement in Germany” Cambridge University Press, 1993
English W., Nelson W., 1998, “Bank risk rating of business loans”, in Finance and Economics Discussion series, Federal Reserve Board of Governors, n. 51
Etzioni A., 1988, "The moral dimension: toward a new economics" Free press, New York.
Fabbri A., 2001,“Il trattamento delle tecniche di mitigazione del rischio di credito nella proposta di Basilea” in Bancaria, n.4.
Facchinetti G., 2000, “Il problema della misurazione del rischio di credito: una rassegna critica delle metodologie, Quaderni di Dipartimento Di Economia Politica, n. 301, Università di Modena e Reggio Emilia.
Falkenstein E., 2000, “Validating Commercial Risk Grade Mappings: Why and How” in The Journal of Lending & Credit Risk Management, February

Fama E., 1980, “Banking and Theory of Finance”, Journal of monetary Economy, n.10.
Fama E., 1985, “What’s different about banks” Journal of Monetary Economics, n.15
Feldamn, R., 1997, “Small business loans, Small Banks and a big change in technology called credit scoring” Federal Reserve Bank of Minneapolis”, September
Ferrari A., 1994, “ Il controllo e la gestione dei rapporti di affidamento, Universtità di Modena, Dipartimento di Economia Aziendale, Working Paper
Ferretti R. 2001, “Dai vincoli regolamentari al vincolo della creazione di valore: il punto di vista degli azionisti”, in ABI, “Dai vincoli regolamentari al vincolo della creazione di valore” Lavori delle commissioni tecniche, pp. 134-138.
Fiske A.P., 1992, “The four Elementary form of sociality: Framework for an unfied theory of social relations”, Phisichological Review, vol. 99, n.4
Fitch Ratings, 2000, “Metodologie per l’assegnazione del rating alle imprese non finanziarie”
Foglia A. “Il finanziamento delle imprese italiane: considerazioni teoriche e aspetti empirici” in Banca, Impresa, Società, n.1, 1995
Foglia A., D'Auria C., 1997, "Le determinanti del tasso d'interesse sui crediti alle imprese" Temi di discussione della Banca d'Italia, Aprile.
Foglia A.,, Laviola S.,, 2000, “Probabilità di insolvenza individuali e rischio di portafoglio”, in Banca d’Italia, Tematiche Istituzionali, “Modelli per la gestione del rischio di credito. I “ratings” interni
Fombrun C.J., 1996, “Reputation. Realizing Value from the Corporate Image”, Harvard Business School Press.
Forestieri G., 1991, “I prestiti bancari nell’economia contemporanea” in Ruozi R. (a cura di)“Tendenze nuove dell’intermediazione finanziaria” EGEA.
Forestieri G., 1992, “Rischio del credito e finanza d’impresa” in Economia & Management, n.6
Forestieri G., 1995, "Le banche e il risanamento delle imprese in crisi: modelli istituzionali e regole del gioco" in Forestieri G., (a cura di) "Le banche e il risanamento delle imprese in crisi".
Forestieri G., 1997. “Lo sviluppo del corporate banking: mito o realtà?” in Baravelli M. (a cura di) “Le strategie competitive nel corporate banking”, EGEA, Milano
Forestieri G., Mottura P., 1994, “La banca di deposito: aspetti generali della gestione”, in Ruozi R., (a cura di), 1994, “La gestione della banca”, (Quarta edizione), Egea, Milano.
Forestieri G., Onado M., 1995, (a cura di), “La gestione del credito nelle banche europee”, Egea, Milano

Fortis M., Bassetti G., 2000, “Il finanziamento delle PMI. Il quadro nazionale: opportunità per il sistema lombardo“, Franco Angeli, Milano
Fukuyama F., 1996, "Fiducia. La virtù sociale e la creazione della prosperità", Rizzoli, Milano
Gabbi G., 1998, ”Obiettivi della vigilanza e regolamentazione consensuale nel mercato bancario”, in A. Carretta (a cura di), ”Banche e intermediari non bancari: concorrenza e regolamentazione”, Bancaria editrice, Roma,
Gaeta R., 1985, “L’analisi qualitativa per i fidi bancari: la valutazione delle aree d’affari e della competitività dell’impresa”, in Il Risparmio n. 2.
Gale d., Hellwig M., 1985, “The Incentive-Compatible debt contracts: the one-period problem”, Review of Economic Studies, n.52.
Gallino L., 1993, “Dizionario di sociologia”, Utet, Torino
Gambetta D. “Possiamo fidarci della fiducia?” in Gambetta D., 1989, *Op.cit.*
Gandolfi V., 1997, “Affidamento bancario: dall’approccio competitivo all’approccio del “valore””, in Bancaria, n.1
Gatti, S., 1996, "L'attività di investimento in prestiti e la valutazione delle strategie bancarie", Banche e Banchieri, n.2
Generale A., Ferri G., Conigliani C., 1997 “*La relazione banca-impresa e la trasmissione degli impulsi della politica monetaria”,* Moneta e credito, n 198
Giannini, Papi, Prati, 1991, Politica di offerta e riallocazione del credito bancario negli anno ottanta, Banca d’Italia, Temi di discussione, 151
Gilbert L.R. Menon K. Schwartz K.B., 1990, “Predicting bankruptcy for forms in financial distress”. Journal of Business Finance and Accounting. 17, 1
Goldsmith, R.W., 1990, “Sistemi finanziari premoderni. Uno studio storico comparativo”, Cariplo-Laterza, Milano,
Good D., 1989, “Individui, relazioni interpersonali e fiducia” in Gambetta D. *Op.cit.*
Grandori A., 1992, “Processi e tecnichje di negoziazione nelle organizzazioni” in G. Costa, (a cura di) “Manuela di gestione del personale”, Utet, Torino,
Granovetter M., 1985, "Economic action and social structure: the problem of embeddedness", American Journal of Sociologu, n.91.
Greenbaum S.I., Thakor A. V., 1995, “Contemporary Financial Intermediation”, Dryden Press, Harcourt Brace, Chicago.
Grillo M., Silva F., 1989, "Impresa, concorrenza e organizzazione", Roma, La Nuova Italia Scientifica
Grossman S.J., Stiglitz J.E., 1976, “Information and competitive Price System” in American Economic Review, vol. 66, trad. ital in Saltari E., 1990, *Op.cit.*
Gualandri E., 2001, “Il ruolo della Banca centrale e degli altri organismi di controllo: amministratori del sistema e attori nel cambiamento cultuale delle banche”, in A. Carretta (a cura di): La cultura aziendale come strumento di governo del cambiamento della banca, Bancaria Editrice, Roma.

Guiso L., Terlizzese D., 1990, “Time consistency and subgame perfection:the difference between promises and threats. ”, Temi di discussione della Banca d’Italia, n.138

Gulden R., Rossignoli C., Salcioli G., 1994, “L’adozione di sistemi basati sulla conoscenza nell’area fidi degli enti creditizi” in Il Risparmio, n.2; AA.VV., “Metodi avanzati di gestione del rischio di credito”, Commissione tecnica per gli Studi ABI.

Gurley J., Shaw E. “Money in a theory of Finance” Brookings Institution, Washington DC, 1960, trad ital. “La moneta in una teoria dell’intermediazione”, Cariplo, Milano, 1965.

Harm C. “The relationship between German banks and large german firms” Working papers Country policy Department, The world Bank, May 1992

Heggestad A., 1977, “Market structure, risk and profittability in commercial banking” in Journal of Finance, n.4

Hellwig M. “Banking, financial intermediation and corporate finance”, in Giovannini A., Mayer C. (a cura di) European Financial Integration, Cambridge University press, Cambridge 1991.

Hellwig M., 1977, “A model of borrowing and lending with bankruptcy” in Econometrica, n. 45. pagg.1879-1906.

Hoshi T., Kashyap A., Sharfstein D., 1990, “The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan”, Journal of financial Economics”, vol. 27.

Houston J., James C., 1996, “Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims”, The Journal of Finance, vol 51, n.5.

Hubbard “Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment” Chicago Univ. Press (1990).

Humphrey J., Schmidtz H., 1996, "Trust and economic development", Discussion Paper, Institute of development studies, University of Sussex, Brighton.

James C., 1987, “Some evidence on the uniqueness of bank loans”, Journal of Financial Intermediation, n. 219.

Jensen M., Meckling W. “The theory of the firm: managerial behaviour agency cost and ownership structure” in Journal of financial Economics, n.3, 1976.

Jo H., Pinkerton J.M., Sarin A., 1994, "Financing decisions and investment opportunity set: Some evidence from Japan" in Pacific-Basin Journal Finance, n.2.

Keasey, K., Watson R., 1991, “Financial distress prediction models: A review of their usefulness” in British Journal of Management 2, 89-102.

Kracaw W.A., Campbell T.S., 1980, “Information production, Market Signaling and the theory of financial intermediation”, Journal of finance, n. 35.

Landi A., 1995, “ La gestione del rischio di credito nelle banche francesi. Linee strategiche e soluzioni organizzative”, in Forestieri G., Onado M., 1995, *Op.cit.*

Lane C., Bachmann R., 1995, "Risk, trust and power: the social constitution of supplier relations in Britain and Germany", ESRC Centre for Business research, University of Cambridge, Working Paper, n.5.
Laszlo E, 1988, "L'evoluzione della complessità e l'ordine mondiale contemporaneo" in Bocchi G. Ceruti M. (a cura di) "La sfida della complessità" Feltrinelli, Milano,
Laviola S., 2000. "Il funzionamento dei sistemi di *rating* interni. I risultati di un indagine condotta all'interno dei sistemi internazionali." in AA.VV. "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *rating*s interni." Banca d'Italia. Aprile 2000.
Laviola S., 2001, "La riforma dell'Accordo del Capitale: il funzionamento dei *rating* interni" in Bancaria, n.4
Leland H.E., Pyle D.H., 1977 "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation" in The Journal of Finance, maggio,.
Levine P., 1988, "Does time consistency matter?, CEPR, Discussion Paper, n.227.
Limentani R, 1994, "Il rapporto di hausbank", Materiale di discussione, Università di Modena.),
Lindblom C.E., 1977, "Politics and markets", New York, Basic Book, Trad. Ital., "Politica e mercato", Etas Libri, Milano, 1979.
Lintner J., 1965, "Security Prices, Risk and Maximal Gains of Diversification", in Journal of finance, n.20.
Lorenz E.H., N. Lazaric "Trust and organisational learning during inter-firm cooperation" Paper presentato al Convegno "Routinization, learning and the transfer of skill" Trento, Giugno 1996.
Luhmann N. 1989 "Familiarità, confidare e fiducia: problemi e alternative" in Gambetta D., *Op.cit.*
Luhmann N. "Trust and power", Wiley. Chichester, 1979.
Lummer S.L., McConnell J.J., 1989, "Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements", Journal of Financoial Intermediation", n.25.
Lusignani G., 1996, "La gestione dei rischi finanziari nella banca", Il Mulino, Bologna,
Egidi M., Turvani M., 1994, "Le ragioni delle organizzazioni economiche", Rosemberg & Sellier
Maino R., 1998, "Nuove metodologie di gestione del rischio di credito e vantaggi competitivi per le banche", in Economia & Management, n.6
March J., Simon H., 1995, "Teoria dell'organizzazione", Seconda edizione, Etas Libri, Milano.
Markowitz H.M., 1959, "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment", Yale University press, New York.

Marotta G., Pittaluga G.B., 1993a, “La teoria degli intermediari creditizi”, Il Mulino, Bologna.
Marotta G., Pittaluga G.B., 1993b, “La regolamentazione degli intermediari bancari”, Il Mulino, Bologna.
Marsella M., 1997, “l risk management esce dall'area finanziaria” in Banche e banchieri, n. 3,
Masera R., 2000, “Il rating interno e la gestione dei rischi bancari nei gruppi creditizi”, Quaderni ASSBB
Masera R., 2001, “Il rischio e le banche”, Il Sole 24 Ore, Milano
Mattsson L.G., 1987, "Management of strategic change in a "Market-as-network" perspective" in Pettigrew A., "The management of strategic change", Blackwell, Oxford.
Mayer C. “New Issues in Corporate Finance” in European Economics Review, n.32, 1988.
Merton R. K., 1971, “Teoria e struttura sociale”, Il Mulino, (terza edizione), Bologna.
Merton R.C., Bodie Z., 1995, “A conceptual framework for analyzing the financial enviroment” in “The global financial system: a functional perspective”, AA.VV., Harvard Business School Press, Boston.
Messier W.F., Hansen J.V., 1988, “Including rules for expert systems developement: An example using default and bankruptcy data”. In Management Sciences 34, 12,
Mester L., 1997, “What’s the point of Credit Scoring?” In Business Review, Federal Reserve of Philadelphia
Metallo G., Pencarelli T., 1995, “I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione. Verso un’integrazione”, Giuffrè Editore, Milano.
Migliaccio G., 1994, “La raccolta, il sistema dei pagamenti e l’interbancario”, Edibank, Milano.
Milgrom P., Roberts J., 1992, “Economics, Organization and Management” Prentice Hall, Englewood Cliffs. Trad. italiana, “Economia, organizzazione e management” Il Mulino, Bologna, 1994
Millon M. Thakor A., 1985, “Moral hazard and information sharing: a model of financial information gathering agencies”, The Journal of Finance, n. 40.
Mingo J., Falkstein E., 2000, „ Internal Credit Risk Rating System Must Evolve to Stay Relevant“ in The Journal of Lending & Credit Risk Management, May
Modigliani F., Miller M.H., 1958, “The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investement” American Economic review, 48.
Monferrà S., 2000, “I Gruppi di PMI: alcune evidenze sul fenomeno e implicazioni per il rapporto con le banche “ in Economia & Management, n.2
Moody’s Investor Service, 1998, “Industrial Company Rating Methodology”

Mottura P., 1991, “Nuove tendenze dell’intermediazione finanziaria: analisi dei rapporti fra intermediari e risparmiatori” in AA.VV: “Nuove tendenze dell’intermediazione finanziaria”, Egea, Milano.
Mottura P., 2000, “Nuove strategie e riorganizzazione dell’attività di credito”, in Bancaria, n.2
Munari L., 1995, "Il sistema di offerta dei servizi bancari", in G.W. Scott, 1995, "Il manuale del marketing bancario", UTET, Torino.
Nelson P., 1970, “Information and consumer behaviour”, Journal of political Economy”,
Oldfield G., A. Santomero, 1995, “ The place of risk management in financial institutions”, Working Paper, Wharton Financial Institution Center, n. 95.05.
Onado M., 1992, “Economia del sistema finanziario”, Il Mulino, Bologna.
Onado M., 2000, “La gestione del rischio di credito e l’ottimizzazione del capitale impiegato”, in Bancaria n. 2
Onado M., 2000, “Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione”, Il Mulino, Bologna
Padoa Schioppa T., 1993 “Profili di diversità nel sistema bancario italiano” intervento Convegno: Banca e informatica - mercato, risorse, tecnologie. Bologna, 7 marzo.
Pastore F., Gaetano A., D'Auria C., 2001, “Profili evolutivi del Credit risk management nelle banche italiane“, Bancaria, n.1
Pavarani E., Santorum F., 2001, “La gestione bancaria orientata al valore: indicatori, verifiche, metodologie d’applicazione”, in Bancaria, n.9
Peek J., Rosengren E. S., 1998, “The evolution of small lending business” in New England economic review, March-April
Pennarola F., 1995, “Economia e gestione delle attività terziarie”, Etas Libri, Milano.
Perrone, V., Chiacchierini C., 1999, “Fiducia e comportamenti di cittadinanza organizzativa. Un'indagine empirica nella prospettiva delle rete degli scambi sociali” in Economia & management, fascicolo 4, pagg. 71-86
Pesaran M.H., 1987 “No limits to rational expectations” Oxfors, Basil Blackwell.
Petersen M., Rajan R.G., 1994, “The benefits of Lending Relationship: Evidence from small Business Data”, The journal of Finance, Marzo.
Petersen M., Rajan R.G., 1994, “The effect of credit market competition on Lending Relationship” Working paper No. 4921, National bureau of economic research, November.
Petrocchi M. 1990 “L’analisi qualitativa nelle valutazioni d’azienda”, IPSOA,.
Pietrabissa E., 1997, "La banca e l'Euro", Seminario presso l'Università di Modena, 7 novembre, 1997.
Porter M. E., 1987, *Il vantaggio competitivo,* Edizioni di Comunità, Milano.

Previati D., 1995, La gestione delle relazioni di clientela" in G.W. Scott, 1995, "Il manuale del marketing bancario", UTET, Torino.
Previati D., 1997, “L’organizzazione della gestione delle relazioni con la clientela imprese: profili culturali e cambiamento organizzativo nelle banche italiane” in Baravelli M., 1997, *Op.cit.*
Profumo A., 2000, “Riorganizzazione e gestione del portafoglio crediti nell’esperienza di una grande banca”, in Bancaria, n.2
Pyle, D., 1971, “On the theory of financial intermediation”, The Journal of Finance, n. 26.
Quack S., Hildebrandt S. “Hausbank or Fornisseur”, Working paper, Social Science Research Center Berlin, 1995.
Raimondo M. A., 2000, “La misurazione della fiducia negli studi di marketing: una rassegna di modelli e metodologie“ in Finanza marketing e produzione, volume 18, fascicolo 3,
Rajan R., 1992, “Insiders and Outsiders: the choice between informed and Arm’s-Lenght Debt”, The Journal of Finance, vol.47, n.4.
Rajan R., 1996, “Why banks have a future. An economic rationale”, Temi di discussione della Banca d’Italia, n.280.
Ramakrishnan R., Thakor A., 1984, “Inform,ation reliability and the theory of financial intermediation”, Review of Economic Studies, n. 51,
Ranci P. “I presupposti e le conseguenze dei fidi multipli” in Economia e Politica Industriale, n.83, 1994.
Resti A., 2001, “La previsione del rischio di insolvenza.” in Resti, A., “Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche.”
Resti A., Omacini, C., 2000, “Come verificare la coerenza dei *rating* interni bancari? Un esercizio empirico basato su modelli statistici.” in “Bancaria”, Marzo 2000.
Revell J., 1980, “Saggi di microeconomia bancaria”, Il Mulino, Bologna
Ricciardi A., 1996, “La previsione delle insolvenze nel credito al consumo mediante l’applicazione delle tecniche di credit scoring” in Ecchia S., *Op.cit.*
Rispoli M., 1989, (a cura di) “L’impresa industriale”, Il mulino, Bologna.
Ross L., Lepper M.R., Strack F., Steinmetz J., 1977, "Social explanation and social expectation: biased attributional processes in the debriefing paradigm", Academic Press, New York.
Ross S.A., 1977, “The determination of financial structure: the incentive signalling approach”, Bell Journal of economics, n.8, pp. 23-40.
Rossi P., Mori M., Trinchero M., 1975, “Il problema della spiegazione sociologica”, Loescher, Editore, Torino.
Rossignoli B., 1993, “I lineamenti del sistema finanziario” in Fusconi A., Loddo S. Rossignoli B., “Banca e intermediazione” Monduzzi Editore, Bologna.

Rossignoli B., Chesini G., 1994, "Le relazioni banca-impresa. Aspetti teorici e le considerazioni sulla situazione italiana", Economia e diritto del terziario, n.3.
Ruozi R., 1991 “Il risparmio familiare oggi”, in Ruozi R. (a cura di)“Tendenze nuove dell’intermediazione finanziaria” EGEA.
Ruozi R., 1974, “Sull’attendibilità dei bilanci e sulla loro attitudine ai fini di previsione delle insolvenze” in Bancaria, n.1;
Ruozi R., Zara C., 2001, “Il rapporto banca-PMI: caratteristiche strutturali e tendenze evolutive”, Bancaria, n.10
Rutherford R., 1995, “Securizing small business Loans: a banker’s action plan”, Commercial lending Review, Vol.10
Sabani L. “Asimmetrie informative e teoria dell’intermediazione finanziaria: una rassegna” in Note Economiche del Monte dei Paschi di Siena, n.1, 1993.
Saita F., 2000, “Il risk management in banca. Performance corrette per il rischio e l’allocazione del capitale.”, Egea, Milano.
Sako M., 1992, "Prices, Quality and Trust", Cambridge, Cambridge University Press.
Saltari E., 1990, “Informazione e teoria economica”, Il Mulino, Bologna.
Samuelson P.A., 1985, “Economia”, Utet, Bologna.
Santececca D., 2000, “Presentazione del gruppo di lavoro interno ABI sui sistemi di *rating* interno” in “Modelli per la gestione del rischio di credito. I *ratings* interni”, Tematiche Istituzionali, Banca d’Italia.
Santini C., Carosio G., Marullo Reedtz P., 2000, “Misurazione e gestione del rischio di credito”, Quaderni ASSBB
Santomero A., 1984, “Modellin the banking firm: a survey”, Journal of Money, Credit and Banking, n.16.
Santomero A., Allen F., 1996, “The theory of financial intermediation”, Working Paper, Wharton Financial Institution Center, n. 96.32.
Sapienza P., 1997, "Le scelte di finanziamento delle imprese italiane" in Angeloni, Conti, Passacantando, 1997, "Le banche e il finanziamento delle imprese", Il Mulino, Bologna.
Saunders A., 1994, “Financial institution intermediation. A modern perspective”, Irwin, Homewood.
Savona P., Sironi A (a cura di), 2000, “La gestione del rischio di credito esperienze e modelli nelle grandi banche italiane”, Edibank, Roma
Schwizer P. 1995 “La gestione del rischio di credito nelle banche tedesche. I modelli organizzativi” in Forestieri G., Onado M. 1995, *Op.cit.*
Scott Frame W., M. Padhi, L. Woosley, 2001, “The effect of credit scoring on small business lending in low-and moderate-income areas” Working paper series 2001-6, Federal Reserve Bank of Atlanta.
Sealey C.W., Lindley J.T., 1977, Inputs, Outputs and a theory of production and cost at depository finanzcial institutions”, Journal of Finance, n.4.

Sharpe S., 1990, "Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships", Journal of Finance, n. 45, pp.1069-1087.
Sharpe W.F., 1964, "Capital asset price: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk" Journal of Finance, n.19.
Sironi A., 1998, "Dalla probabilità di insolvenza al VAR di un portafoglio: obiettivi, approcci alternativi e applicazioni" in Sironi A., Marsella M., (1998)
Sironi A., 2000 "*Il risk management in banca: scienza o arte?* Economia & management, anno, fascicolo 1, pagg. 44-45
Sironi A., 2000, "La misurazione e la gestione del rischio di credito: approcci alternativi, obiettivi e applicazioni" in Savona P., Sironi A., *Op.cit.*
Sironi A., 2000. "I *rating* interni e i modelli per la gestione del rischio di credito." in AA.VV. "Modelli per la gestione del rischio di credito. I *rating*s interni." Banca d'Italia
Sironi A., De Laurentis G., 1998 "Dalla selezione del credito al credit risk-management: opportunità e cautele per le banche italiane*"* Bancaria, n. 1,
Sironi A., Marsella M., 1998, (a cura di), "La misurazione e gestione del rischio di credito. Modelli, strumenti e politiche" Bancaria Editrice, Roma
Sironi A., Saita F., 1998, "*Dal risk management alll'allocazione del capitale: un percorso a ostacoli",* in Bancaria, n. 5,
Sironi A., Zazzara C., 2001, "Il nuovo Accordo di Basilea: possibili implicazioni per le banche italiane", in Bancaria, n.4
Spence A.M., 1973, "Job Market Signaling", in Quarterly Journal of Economics, n.77, trad. ital in Saltari E., 1990, *Op.cit.*
Spence A.M., 1974, "Competitive and optimal responses to signal: analysis of efficency and distribution" Journal of Economic Theory, n. 7, pp. 296-332.
Standard & Poor's Corporation, 1998, "Rating criteria"
Stigler G.J., 1961, "The Economics of Information, Journal of Political Economy, n.2.
Stiglitz J.E., 1987, "the Causes and the consequences of the Dependance of Quality on Price" in Journal of Economic Literature, n.4, trad. ital in Saltari E., 1990, "Informazione e teoria economica", Il Mulino, Bologna.
Stiglitz J.E., Weiss A., 1981, "Credit rationing in market with imperfect information", American economic Review, n. 71,
Stiglitz, J.E., 1985, "Credit markets and the Control of capital" in Journal of Money, Credit and banking, maggio.
Tagliavini G. "Costo del capitale, analisi finanziaria e corporate banking", EGEA, Milano, 1999.
Terlizzese D., 1988, "Delegated screening and reputation in a theory of financial intermediaries ", Temi di discussione della Banca d'Italia, n.111.

Terlizzese D., 1989, “On incentive-compatible sharing contracts”, Temi di discussione della Banca d’Italia, n.121.
Tobin J., “On the efficency of the financial system” in Lloyds Bank Review, July 1984. Trad. It. in Coppola G. Corsini D. 1993, *Op.cit.*
Tosi H., 1993, Intervento all’incontro di studio sulla “Agency Theory”, Università di Bologna.
Townsend R.M., 1979, “Optimal contract and competitive market with costly state verification”, Journal of economic Theory, n.21.
Tracogna A., 1995, “I rapporti evoluti di fornitura e politiche di approvigionamento”, Giappichelli Editore, Torino
Troiani M., 1998, “Rischio di credito e modelli interni di valutazione: verso una revisione delle regole di Basilea in Bancaria, vol. 54, fascicolo 7/8
Troiani M., 1999, “*Prime riflessioni sulle proposte di Basilea in tema di adeguatezza patrimoniale”* Bancaria, n. 10, pagg. 3-12
Von Altrock C., 1997, “Fuzzy Logic and neurofuzzy applications in business and finance”. Prentice Hall
Webb D.C., 1992, “Long-term contract can mitigate the adverse selection problem in adverse financing”, LSE maggio, dattiloscritto.
Weinstein D.E., Yafeh Y., 1994, "On the cost of a bank centered financial system: evidence from tha changing main bank in japan", Discussion Paper, Harvard University.
Williamson O.E. in “L’organizzazione economica. Imprese, Mercati e Controllo Politico” Il Mulino, Bologna, 1991
Williamson O.E., 1975, “Market and hierarchies: analisys and antitrust Implications”, New York, Free Press
Williamson O.E., 1993, "Calculativeness, trust and economic organization", Journal of Law and Economics, Vol. 36, n.2
Williamson S., 1987, “Costly monitoring, loan contracts and equilibrium credit rationing” Quarterly Journal of economics, n.102.
Yannelle M.O, 1989, “The strategic analysis of intermediation”, European Economic Review, n.33, pagg.294-301
Zadra G., 2000, “*Prospettive del mercato dei prestiti in Italia”,* Bancaria, n.2
Zazzara C., 1999, “La gestione del rischio di credito e requisiti di Capitale nelle banche italiane”, Convegno Fitd-Newfin “I modelli di gestione del rischio di credito: l’esperienza delle principali banche italiane”, Milano, 14 dicembre
Zazzara, C., 2000, “*Credit risk in the traditional banking book : a VaR approach under correlated default”,* Economia società e istituzioni, n. 3
Zimmermann H. J., 1996, “Fuzzy Sets Theory and its Applications”, 3rd Revised edition, Kluver Academic Publisher, Boston and Dordrecht.
Zucker L.G., 1986, " Production of trust: Istitutional sources of economic structure, 1840-1920" Research of organizational Behaviour, vol. 8. AA.VV:,

1995, “Metodi avanzati di gestione del rischio di credito”, Commissione tecnica per gli Studi ABI