

Capitolo 4

L'IMPATTO DEI PROCESSI DI PRIVATIZZAZIONE SULLA REALTÀ FINANZIARIA AZIENDALE

MASSIMO VISCONTI

1. L'esperienza della privatizzazione in alcune economie dell'est

Ogni processo di privatizzazione è volto a consentire un utilizzo quanto più efficiente possibile delle risorse disponibili.

Ciò comporta, di necessità, la risoluzione di due questioni basilari ovvero la definizione del processo di allocazione e la correttezza del *pricing* nella valutazione di attività e passività.

Così come i mercati non possono funzionare in modo ottimale in assenza di competizione, in eguale modo il diritto di utilizzo delle attività non può essere pienamente conteso in assenza di processi di entrata e uscita economicamente motivati e quindi rispondenti ai requisiti minimali di funzionamento dei mercati.

I paesi, interessati principalmente a liberarsi dal coinvolgimento diretto nella gestione delle aziende pubbliche, hanno considerato due forme organizzative alternative, accomunate dal fatto di non recare alcun disturbo alla base proprietaria. La prima consiste nella concessione in affitto delle attività ai migliori offerenti, mentre la seconda in contratti di acquisto offerti al *management*.

Quest'ultima modalità, adottata particolarmente in Polonia ed Ungheria, ha il vantaggio di far rimanere i benefici connessi al diritto di proprietà all'interno del settore pubblico, mentre l'operatività delle aziende viene in effetti privatizzata.

Criteri operativi di comportamento manageriale sono stati escogitati al fine di « costringere » le aziende pubbliche ad ope-

rare come se fossero poste sotto la disciplina di mercato per tutti gli aspetti del *decision making* ⁽¹⁾.

Tra essi:

- la definizione di ROE minimi da raggiungere;
- l'imposizione di limitazioni sui costi unitari;
- la definizione di livelli minimi di produttività;
- l'obbligo di procurarsi i capitali necessari su basi commerciali nei mercati emergenti;

Tutto ciò ha consentito ai governi di prendere tempo nelle decisioni di disinvestimento, di aiutare contemporaneamente le aziende pubbliche a definire il valore reale delle loro attività e di creare i presupposti per la definizione di un ambiente competitivo.

Naturalmente tali criteri hanno avuto una valenza temporanea per consentire di creare quella parvenza di ambiente competitivo con cui le aziende già privatizzate avrebbero dovuto iniziare a confrontarsi.

Il ruolo dei processi di privatizzazione nel passaggio ad un'economia di mercato è stato oggetto di accesi dibattiti, che hanno principalmente focalizzato l'attenzione sulla velocità di realizzazione e sulla priorità da assegnare tra questa e il processo di transizione.

I sostenitori di una privatizzazione — per così dire — lenta basavano le loro argomentazioni su due assunti fondamentali:

1) la stabilizzazione macroeconomica e la liberalizzazione dei prezzi dovevano necessariamente precedere l'intero processo, costituendone le fondamenta per poterne garantire il successo. Solamente sulla base di prezzi corretti si sarebbero potute prendere decisioni efficienti in senso economico;

2) l'introduzione di adeguate riforme nel sistema di tassazione, nelle procedure di *accounting*, nei mercati finanziari e dei capitali diveniva condizione *sine qua non* per pervenire ad una corretta definizione delle attività e passività aziendali ⁽²⁾;

I fautori di un processo di privatizzazione veloce e snello puntavano invece l'attenzione principalmente sull'impossibi-

⁽¹⁾ BLANCHARD, O. (1997), *The Economics of Post-Communist Transition*, pp. 63-65.

⁽²⁾ SCHWARTZ, G. (1996), *Privatization in Eastern Europe: experience and preliminary policy lessons*, pp. 31-33.

lità economica e sociale di continuare a caricare l'economia per decenni con il fardello di un ampio ed inefficiente settore statale.

Entrambe le posizioni, a parere di chi scrive, non sembra abbiano avuto sufficiente valenza distintiva dal momento che hanno sottovalutato la prospettiva fondamentale su cui si dovrebbe basare l'intero significato dei processi in parola ovvero quella aziendalista, che pone in primo piano l'efficienza aziendale e l'imprescindibile necessità del suo incremento.

Partendo da questo presupposto risulta ovvio come solamente un processo rapido e su vasta scala sia in grado di creare le condizioni sopra auspiccate. Tale visione aziendalista della privatizzazione mira a considerare, *in primis*, ciò che costituisce il cuore del processo ovvero l'azienda intesa come insieme strettamente correlato di coordinazioni economiche. Sfortunatamente tale visione, come verrà evidenziato più avanti, non è per nulla presente negli approcci che hanno caratterizzato l'agire dei principali governi in tema di privatizzazione.

A considerazioni di tipo micro e macroeconomiche è stata data priorità indiscussa.

1.1. *Gestire i Trade-Off*

Tutte le economie considerate hanno dovuto affrontare il problema della scelta dei metodi di privatizzazione più idonei per il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Nei processi in parola le variabili da tenere sotto controllo e i vincoli da rispettare erano tanti e tali da non poter essere gestiti contemporaneamente, spingendo i Governi alla definizione di alcune priorità.

L'esistenza dei *trade-off* implica di necessità una decisione circa quale parte del processo debba essere tenuta sotto controllo. Questo presuppone, a sua volta, la definizione dello strumento più appropriato di privatizzazione, dal momento che non esiste una soluzione univocamente valida per la massimizzazione di tutti gli obiettivi.

Poiché la domanda relativa alle varie attività, incluse nel portafoglio statale, risultava essere altamente differenziata, alcune delle economie considerate (Ungheria, Polonia, ex Repub-

blica cecoslovacca, Romania, ex Repubblica jugoslava) hanno intrapreso la strada della c.d. compartimentalizzazione delle politiche di privatizzazione, termine questo che indica una suddivisione degli obiettivi (e quindi degli strumenti utilizzati) per diversi compartimenti o gruppi di aziende⁽³⁾.

Secondo questo approccio si è provveduto a:

1) scegliere i compratori in base alla tipologia delle società da privatizzare;

2) massimizzare il prezzo richiesto;

3) inquadrare l'intero processo in un lasso di tempo ben definito;

4) salvaguardare l'occupazione attraverso idonee garanzie;

La varietà degli obiettivi perseguiti un po' ovunque nei principali paesi considerati, unita alla domanda differenziata per le diverse aziende comprese nel portafoglio delle attività statali, ha indotto i governanti all'adozione di un elevato numero di metodologie.

Tra queste vanno considerate:

— programmi speciali per la privatizzazione delle piccole aziende;

— liquidazioni tramite la vendita o la messa all'asta di attività;

— concessione in locazione di attività;

— *management/employee Buy Out/Buy In*;

— vendita diretta ad investitori esteri;

— restituzioni ai proprietari originali;

— privatizzazioni di massa;

Il caso della Polonia, illustrato nel riquadro 1, è altamente esplicativo per comprendere le principali linee attraverso cui si sono svolti, più o meno velocemente, molti processi di privatizzazione.

Le aziende sono state suddivise in base ad alcuni parametri quali la dimensione, la domanda, l'*economic and financial viability*, il livello di proprietà statale e chiarezza della situazione legale, la qualità delle relazioni interaziendali tra *management*, lavoratori ecc.

(3) VAN BRABANT, J. (1997), *On the economics of property rights and Privatization in transitional economies*, p. 49.

Successivamente si è provveduto a privatizzare le compagnie precedentemente identificate mediante attraverso una delle seguenti due soluzioni:

- 1) la « commercializzazione » ovvero la trasformazione in *joint-stock* o aziende a responsabilità limitata sotto l'egida statale, ma pienamente rispondenti alle regole di mercato;
- 2) la liquidazione;

Riquadro 1 - Dettagli relativi ai processi di privatizzazione realizzati nei principali paesi dell'Europa centrale.

Ungheria

- 1) Restituzione dei terreni agricoli; compensazione per le proprietà attraverso la distribuzione di azioni e titoli di proprietà.
- 2) Privatizzazione di piccole aziende nei settori del commercio al dettaglio, dei servizi e del turismo mediante vendita diretta a compratori locali.
- 3) Privatizzazioni caso per caso per le restanti tipologie di aziende attraverso le forme di:
 - a) Offerta di quote pubbliche e/o vendita diretta; il programma è gestito dall'agenzia di privatizzazione preposta a portare le aziende sul mercato in piccoli gruppi di 20-40 per volta;
 - b) *Self-privatization* tramite « *management buyout* » (MBO) o « *workers buyout* » (WBO). Il processo parte generalmente da proposte formulate da privati e successivamente vagliate dall'agenzia in questione che si occupa anche della supervisione e controllo;
 - c) Privatizzazioni su proposta degli investitori;

Polonia

- 1) Privatizzazioni di piccole e medie imprese attraverso la vendita, a compratori interni, di piccole proprietà commerciali principalmente nel commercio al dettaglio, dei servizi e del turismo;
 - 2) Iter di commercializzazione: dopo una prima trasformazione in *Joint-stock* o compagnie a responsabilità limitata di proprietà statale, si procedeva alla loro privatizzazione in uno dei seguenti modi:
 - a) Privatizzazioni caso per caso nella forma di offerte pubbliche di quote o vendite dirette ad investitori interni ed esterni;
 - b) Privatizzazioni di massa con clausole di prelazione ai lavoratori per l'acquisto di pacchetti di minoranza;
 - c) Privatizzazioni settoriali al fine di accorpare aziende deboli con compagnie forti;
 - d) Privatizzazioni con ristrutturazione per assistere piccole e medie imprese statali nel passaggio di proprietà;
-

Segue: Riquadro 1.

- 3) Iter di privatizzazione; dopo essere state liquidate da un punto di vista legale, le aziende sono state vendute o concesse in locazione a compratori interessati attraverso:
 - a) Vendita diretta totale o parziale nelle forme di MBO, WBO, acquisti da parte di *joint-ventures*;
 - b) Concessione in affitto in tutto o in parte in forme che prevedevano il pagamento da parte dei lavoratori di un canone di *leasing* fino al pagamento completo della società;
- 4) Privatizzazioni di abitazioni statali con vendita ad inquilini;

Romania

- 1) Privatizzazioni di piccole aziende mediante *leasing*, offerte di contratti ai manager o a compratori interni fino al 75% del valore totale delle attività;
 - 2) Immediata privatizzazione delle prime 30 aziende in buone condizioni;
 - 3) Privatizzazioni di massa senza clausole di prelazione per i dipendenti;
 - 4) Privatizzazioni di abitazioni e terreni ad inquilini ed affittuari;
-

Fonte: World Bank. (1994). *World Economic Outlook*.

Un'osservazione, anche solo superficiale del riquadro, consente poi di evidenziare alcuni tratti comuni dei processi in parola nelle varie economie considerate, quali ad esempio la creazione di normative speciali per la privatizzazione delle piccole aziende — dettaglianti, hotel, ristoranti, stazioni di servizio, agenzie di servizi e cinema — o la presenza di un'elevata domanda interna per assicurarsi la proprietà delle aziende economicamente più sane.

Le principali differenze si ravvisano invece nella diversa accettazione dei programmi di privatizzazione di massa e nell'acconsentire alla presenza di investitori stranieri. Le due questioni peraltro sono risultate strettamente collegate poiché, laddove (si veda il caso ungherese) si è deciso per un rifiuto pressoché assoluto della privatizzazione di massa, non si è potuto fare altro che ricercare di necessità una forte apertura verso l'esterno, essendo le disponibilità finanziarie iniziali alquanto limitate.

1.2. *Il problema delle grandi aziende pubbliche (Socialist Firms)*

La privatizzazione di compagnie di piccole e medie dimensioni si è compiuta, in modo relativamente veloce, nei primis-

simi anni a partire dal 1989, a differenza di quanto è accaduto per alcune tipologie industriali caratterizzate da strutture dimensionali più elevate.

Tra queste si rinvencono imprese estrattive, cantieri navali, complessi petrolchimici — in molti casi ancora da ristrutturare — il cui processo di privatizzazione è stato caratterizzato, un po' ovunque, da preoccupanti periodi di stallo.

In alcuni casi, sporadici in Ungheria e Polonia, più diffusi negli altri paesi dell'Europa centro-orientale, non si è ancora pervenuti ad una soluzione accettabile.

Le principali motivazioni alla base di questo stato di cose sono essenzialmente:

— la presenza di tecnologie e stock di capitali obsoleti che impedisce di attrarre l'interesse dei compratori a prezzi positivi;

— le difficoltà di ordine politico-sociale nel privatizzare aziende con un peso elevatissimo in termini occupazionali e produttivi sul totale nazionale;

In molti casi, le alternative sono state ridotte a due ovvero chiusura e liquidazione totale o parziale e massicci investimenti per la modernizzazione del capitale fisso.

Quest'ultima opzione, preferita di gran lunga alla prima, ha obbligato i governi a perseguire una delle seguenti tre alternative:

1) attrarre i capitali degli investitori esteri su larga scala;

2) operare una polverizzazione delle quote partecipative attraverso le privatizzazioni di massa;

3) smembrare i colossi industriali in unità minori da privatizzare separatamente;

Quest'ultima soluzione, trovando largo consenso ed attuazione, ha contribuito alla definizione dello *status* attuale, caratterizzato da una geografia di piccole e medie aziende in cui sono presenti circa i quattro terzi dell'occupazione totale, ed è estremamente significativa per la comprensione del ruolo assunto dalle PMI e dalle restanti *Socialist Firms* (ovvero aziende a forte connotazione pubblica sia in termini di partecipazione al possesso proprietario, sia in termini di legami con il potere politico) nella fase successiva del passaggio ad un'effettiva economia di mercato.

Data la scala del problema, i governi dell'est europeo hanno spesso esitato o sono stati a lungo incapaci di fronteggiare la questione.

Sovente sono state trovate soluzioni di compromesso come le « privatizzazioni nominali » di aziende. In base a questa metodologia di privatizzazione, si provvedeva ad assegnare formalmente delle quote proprietarie ad ampi strati della popolazione (c.d. privatizzazione diffusa), che tuttavia non poteva esercitare, per periodi più o meno indefiniti, i relativi diritti societari. Queste aziende, dopo la trasformazione in *joint-stock* o società responsabilità limitata, venivano generalmente poste sotto il controllo di comitati direttivi aventi forti legami con la classe al potere.

In Ungheria, ad esempio, si è provveduto a ridefinire i diritti di proprietà di tutte le aziende pubbliche a favore dello strumento di controllo governativo per eccellenza ovvero l'Agenzia per le Privatizzazioni.

Tale Agenzia provvedeva poi a costituire comitati direttivi aventi compiti di supervisione, spesso coadiuvati da imprese indipendenti.

In Polonia si rinvencono essenzialmente le stesse metriche operative per quanto attiene alla privatizzazione nominale, con la sostanziale differenza che la loro applicazione è avvenuta solamente su base volontaria e quindi dietro specifica domanda dell'azienda che richiedeva di essere privatizzata.

Per contro l'ex Repubblica cecoslovacca ha adottato una posizione più radicale cercando, con scarso successo, di evitare il problema delle privatizzazioni nominali mediante la ricerca di un rapido trasferimento dei diritti di proprietà ai privati.

Alcuni autori⁽⁴⁾ hanno affermato che il processo di creazione delle c.d. *Halfway Houses* (privatizzazioni nominali) è generalmente inevitabile, per l'impossibilità di tracciare una linea divisoria netta in grado di separare ciò che dovrebbe essere privatizzato istantaneamente, da ciò che richiederebbe invece tempi più lunghi. Tale metodologia consente inoltre di porre immediatamente le aziende sotto il controllo di mercato, do-

(4) Si veda BRUNO, M. (1992), *Stabilization and Reform in Eastern Europe: a preliminary evaluation*, p. 96.

vedo queste rispondere alle normative del diritto commerciale, e di creare un inizio di *corporate governance*, essendo poste sotto il controllo di una direzione generale.

D'altro canto non allevia i carichi finanziari dello Stato, può indurre i manager a operazioni di decapitalizzazione o, qualora le cose precipitino, mettere i governanti proprio nella difficile posizione che avevano voluto evitare utilizzando questa tecnica, ovvero nella necessità di scegliere tra una rilevazione immediata ad ogni costo e il fallimento.

1.3. *Principali ostacoli ai processi di disinvestimento statale*

Prima di passare ad un esame dei diversi percorsi di riforma economico-finanziaria, pare opportuno soffermarsi sulle problematiche che un processo di privatizzazione comporta da un punto di vista strettamente tecnico, allo scopo di meglio comprendere le difficoltà effettivamente incontrate sul campo dalle principali economie dell'est.

È possibile fin da subito fissare alcuni punti cardine.

1) La presenza di una struttura di mercato minimale costituisce l'elemento fondamentale per condurre a decisioni di disinvestimento aventi fondate motivazioni economiche⁽⁵⁾;

2) Le questioni chiave da risolvere in ogni processo di privatizzazione riguardano:

- a) la valutazione delle attività;
- b) la determinazione della velocità con cui si deve procedere alla vendita delle stesse;
- c) l'eventuale definizione di un prezzo di prenotazione;
- d) lo scopo del processo specifico;

3) Le esperienze nelle operazioni di disinvestimento societario presenti nei mercati occidentali non sono state molto d'aiuto ed hanno avuto un valore limitato in questi paesi per uno svariato numero di ragioni:

a) la decisione di privatizzare aziende pubbliche nelle economie di mercato — data la dimensione del settore statale decisamente minore — non ha posto particolari problemi di turbativa nelle condizioni generali dell'economia;

(5) Si rimanda alla nota precedente.

b) la presenza di una chiara definizione del diritto di proprietà e di un mercato dei capitali già funzionante creava tutti i presupposti per una corretta definizione del *pricing* e per la trasparenza delle operazioni;

c) le differenze nella dotazione di risorse da parte del settore privato in grado di acquisire le società in vendita costituivano un altro elemento discriminante;

d) l'assenza di sistemi di supervisione e monitoraggio da parte delle autorità statali non ha consentito di fornire garanzie adeguate, in termini di trasparenza, sul piano dell'informatica societaria;

L'esperienza delle economie di mercato ha mostrato che i processi di disinvestimento hanno condotto ad una riduzione dei prezzi dei prodotti, ad incrementi dell'efficienza sia produttiva che allocativa e a miglioramenti nei servizi delle aziende sottoposte al processo.

Ciò che più conta è che, laddove si è avuto, il passaggio al privato ha sottolineato come la superiorità dell'azienda privata dipenda in maniera critica dal grado di competizione presente nei mercati dei capitali, dagli incentivi incorporati nelle diverse forme organizzative assunte e dall'efficacia delle politiche regolamentative adottate per la correzione dei fallimenti di mercato, più che dal possesso privato in senso stretto.

All'inizio dei processi di privatizzazione, quasi tutti i paesi coinvolti (istituzioni internazionali incluse) hanno ampiamente sottovalutato la complessità dei programmi di disinvestimento e le problematiche relative alle barriere all'uscita.

Tra gli ostacoli da superare venivano, *in primis*, quelli di natura tecnica.

Il primo passo era costituito essenzialmente da una analisi dettagliata e dalla conseguente classificazione delle aziende statali al fine di identificare al loro interno:

- imprese immediatamente vendibili con una certa garanzia di successo;
- imprese che necessitavano di un processo di ristrutturazione preliminare al disinvestimento;
- imprese che dovevano rimanere statali, in quanto critiche a causa della loro importanza strategica e/o sociale;
- imprese da liquidare;

L'attività di vendita richiedeva inoltre la corretta definizione di criteri per la stima delle attività e passività aziendali che fossero prettamente economici, nonché di una serie di linee guida per la disciplina delle responsabilità amministrative relative alle varie fasi dell'attuazione dei programmi.

In ultimo bisognava fronteggiare la scarsità di esperti qualificati nelle tecniche di negoziazione complessa per preparare e condurre le trattative, di personale con competenze tecniche per la valutazione delle *assets*, di banche di investimento ecc.

Una volta presa la decisione di iniziare il processo e superate le difficoltà iniziali, i paesi in questione hanno dovuto affrontare ulteriori problemi. Innanzitutto il valore reale delle attività doveva essere stimato e riversato nella società come mezzo di riduzione delle passività statali, fatto questo che riproponeva ancora con forza l'urgenza della creazione di mercati dei capitali pienamente funzionanti.

Si può, così, comprendere la problematicità di stabilire un adeguato valore di mercato per attività che mai sono state preziate in un ambiente competitivo.

Per aggirare il problema, alcuni stati hanno provveduto ad effettuare le c.d. privatizzazioni nominali tuttavia, sebbene la libera distribuzione di quote possa evitare in principio la complessa questione del *pricing*, questa non può essere protratta all'infinito, dovendosi prima o poi stabilire un adeguato valore per le quote assegnate.

La definizione di un prezzo adeguato deve basarsi in prima istanza sul valore scontato dei ritorni di capitale attesi per tutta la durata delle attività reali e virtuali che compongono l'azienda. Si inserisce qui il tema del calcolo del c.d. capitale economico, inteso come capitale-valore nell'ipotesi di una cessione parziale o in toto del complesso aziendale⁽⁶⁾. La determinazione di un esatto valore del patrimonio d'impresa deve rispondere alla logica sottostante a qualsiasi investimento ovvero il fatto che ogni investimento ha valore solo se produce un reddito nel futuro e tale valore sarà tanto più elevato quanto maggiori saranno i flussi di reddito attesi futuri⁽⁷⁾.

⁽⁶⁾ Fonte: AIROLDI, G. BRUNETTI, G. CODA, V. (1994), *Economia Aziendale*, p. 241.

⁽⁷⁾ La determinazione del capitale economico si basa su due procedi-

Sfortunatamente nelle economie pianificate questi ultimi flussi di reddito non possono essere calcolati, nemmeno approssimativamente, in assenza delle condizioni di mercato auspiccate sopra. Le valutazioni di mercato possono iniziare solamente quando un certo volume di quote sia stato distribuito e in presenza di operatori con competenze tecnico-specialistiche di livello internazionale (es. fondi comuni e banche estere ecc).

Volendo basarsi esclusivamente su valori di tipo contabile, il *pricing* delle attività diventa un'impresa ancora più ardua. Esistono a tutt'oggi enormi difficoltà nell'accoglimento e nell'applicazione degli standard comunitari in tema di *accounting*, con conseguente impossibilità nella definizione di una base univocamente valida da cui partire per prezzare l'azienda.

Il tutto senza tenere conto del fatto che il principio del costo storico, in paesi caratterizzati da livelli inflazionistici a due cifre, risulterebbe quanto meno fuorviante. La mancanza di storia aziendale e di merito creditizio guadagnato sul campo, unita ai fattori esogeni come la pressione inflazionistica, i tassi di cambio ed interesse, il rischio paese ecc., rendono vani gli sforzi di apportare correttivi ai valori delle attività presenti nelle scritture contabili.

Condizioni migliori di trasparenza possono essere realizzate solamente tramite una razionalizzazione delle aziende, da effettuarsi mediante una ridefinizione dei libri contabili che tenga conto dei principi internazionali.

Tornando alle economie in transizione, i due paesi che hanno perseguito assiduamente la strada della diffusione azionaria presso il pubblico allo scopo di creare un mercato — Polonia ed ex Repubblica cecoslovacca — hanno adottato percorsi differenti.

La prima ha promosso la costituzione di fondi di investimento delegati a gestire i titoli che nominalmente appartenevano ai cittadini e che dal 1993 sono divenuti commerciabili. Tali fondi vengono tuttora amministrati da manager interni

menti: uno sintetico e uno analitico. Il primo e più importante, parte dall'assunto base che il capitale, in ipotesi di cessione del blocco aziendale, trae valore dalle prospettive di reddito dell'impresa e pertanto la sua determinazione non può che realizzarsi mediante l'attualizzazione (capitalizzazione) dei flussi di reddito attesi futuri ad un adeguato tasso per un periodo illimitato.

ed esterni che legano le loro *performances* a quella delle compagnie rientranti nel portafoglio di attività gestito.

Compiti prioritari dei fondi sono stati il rispetto di una limitata competizione reciproca (almeno nei primissimi anni di costituzione) e un'intensa attività di monitoraggio delle *performances* aziendali. Questi tentativi di creazione di un mercato dei capitali, per la trattazione le quote che i cittadini avevano acquisito, non hanno tuttavia preso in considerazione l'estrema avversità al rischio di una popolazione che, per quanto sposasse l'ideale di un nuovo corso economico, non amava detenere parte della propria ricchezza sotto forma di quote e rimaneva profondamente abituata al posto fisso, al reddito certo, alle perequazioni sociali ecc.

Tutte le economie pianificate, indipendentemente dai metodi di privatizzazione scelti, hanno optato per un'apertura più o meno ampia nei confronti degli investimenti diretti esteri, che sono stati attirati attraverso metodi che spaziano dalla costituzione di *joint-ventures*, alla vendita in toto di aziende a prezzi ben al di sotto del valore considerato come reale delle attività.

Il bisogno di fondi, di capitale umano, di tecnologie, di capacità manageriali, di accesso ai mercati occidentali, ha portato le due nazioni citate a compromessi nelle vendite al limite della sostenibilità sia dal punto di vista economico sia da quello sociale, dal momento che il contraccolpo principale, ampiamente percepito, consisteva nella diluizione della sovranità nazionale sotto queste due dimensioni.

La volontà di aprirsi all'esperienza estera non significa di necessità la riuscita dell'intento, dal momento che manca un intero quadro legislativo in grado di garantire quel minimo di sicurezza e trasparenza, tale da assicurare l'operatività straniera.

Numerosi provvedimenti legislativi sono stati adottati un po' ovunque per soddisfare lo scopo, tuttavia la mancanza di credibilità nell'azione di *enforcement*, da parte delle autorità formalmente preposte, non ha portato in nessun paese ancor oggi a quel boom di investimenti che ci si attendeva.

Tutti gli ostacoli riportati sono stati ridimensionati attraverso strumenti di privatizzazione diversi dal puro disinvestimento. La separazione della proprietà ultima dal diritto di usu-

frutto ha consentito di creare una sorta di elastico temporale nel quale molti paesi hanno potuto adoperarsi per ridefinire/ristrutturare il quadro economico di riferimento e creare condizioni politico-legali maggiormente rispondenti al nuovo corso di mercato.

Ad esempio, la concessione in *leasing* di determinate attività, ha consentito a molti governi di osservare le modalità di valutazione e di gestione apportate dagli operatori stranieri, prendendo tempo per imparare a definire idonei criteri di stima e *rating* da applicarsi alle successive operazioni di dismissione.

Molti stati hanno, così, iniziato a proporre accordi commerciali che prevedevano offerte di attività precedentemente concesse in affitto a tassi di rendimento positivi che riflettessero le loro aspettative in termini di ritorno del capitale, tenuto conto del valore delle attività stesse calcolato applicando le nuove metodologie apprese.

Spesso si assume che la nuova dirigenza sia necessariamente in grado di allocare il capitale a disposizione in modo più efficiente rispetto agli amministratori statali. L'assenza di un'adeguata competitività non permette tuttavia di assicurare che la massimizzazione da parte del nuovo *management* del valore reale degli assetti societari sia effettivamente tale.

Inoltre, il presupposto che gli individui siano interessati a detenere parte della loro ricchezza sotto forma di quote o azioni e che desiderino partecipare attivamente alla vita della società è alquanto irrealistica. Certamente la distribuzione gratuita al pubblico di tali quote ha creato un interesse particolarmente forte nei confronti dell'economia di mercato; interesse che, tuttavia, non è stato sostenuto attivamente dall'azione statale una volta liberatasi dal peso delle proprie attività.

Dopo una prima fase iniziale caratterizzata da euforia, molte famiglie non hanno visto di buon occhio tale detenzione di parte della loro ricchezza sotto forma di quote. Basti pensare alle difficoltà di esercizio dei diritti di voto o agli elevati costi di partecipazione.

Il risultato è stato in molti casi la vendita sottocosto delle partecipazioni con una conseguente azione depressiva sui prezzi delle stesse e un effetto deleterio sulle nuove strutture di mercato.

La sostituzione del privato al pubblico non è necessariamente garanzia di maggiore efficienza fin tanto che viene preclusa nel processo un'effettiva competizione, dal momento che non viene messo a disposizione della nuova proprietà l'ambiente di riferimento che dovrebbe consentirgli di operare.

L'esistenza di una classe dirigente, che in molti casi detiene ancora posizione di monopolio, unita alla dispersione della proprietà conduce inevitabilmente al problema dell'agenzia. Se quindi l'intensità con cui il *management* viene monitorato è scarsa, il *management* stesso potrà perseguire liberamente la massimizzazione del proprio interesse secondo l'assunto classico della teoria.

Consapevoli dell'esistenza di tale problematica, i paesi in questione hanno puntato tanto fortemente quanto solo formalmente sull'istituzione di strutture con compiti di monitoraggio, che rompersero il monopolio informativo dell'azienda attraverso una legittimazione ad accedere in modo ampio ed indipendente ai libri contabili e alle attività gestionali delle aziende. Il discorso rilancia il tema della regolamentazione prudenziale e della trasparenza a cui devono essere sottoposte, sia pure con diversa misura, tutte le società quale elemento imprescindibile per la creazione definitiva di un ambiente di mercato che possa definirsi effettivamente tale.

2. Processi di privatizzazione e di riforma economica nei principali paesi dell'Europa centrale

2.1. Ungheria

È stato il primo paese dell'Est ad adottare politiche di riforma; fin dagli anni Settanta ha registrato il maggior grado di liberalizzazione del mercato e, nella prima metà del 1990, ha dato avvio ad una parziale riconversione delle imprese pubbliche (specie alimentari, siderurgiche e metallurgiche). Nello stesso periodo sono stati introdotti corsi di formazione professionale, misure di riorganizzazione dell'occupazione, sistemi di informatizzazione per il miglioramento qualitativo della produzione ed è stata avviata la costituzione di *joint-ventures* miste (oltre 5.000 alla fine del 1998).

La politica di privatizzazione adottata si differenzia totalmente da quella degli altri paesi dell'area poiché non ha previsto né la distribuzione gratuita di *voucher* (buoni con diritto di acquisizione successiva) alla popolazione, né tantomeno la restituzione delle aziende ai precedenti proprietari ai quali erano state confiscate. Ovviamente, queste prime manovre economiche hanno comportato una fase di transizione, che ha ridotto la produzione industriale (meno 10% nel 1992) ed accresciuto l'inflazione.

Il programma di privatizzazione prevedeva la conversione del 50% delle imprese statali entro il 1994; alla fine del 1992 la quota di valore aggiunto delle imprese privatizzate sul PIL totale raggiungeva il 30% dell'obiettivo⁽⁸⁾.

Delle 2.000 imprese pubbliche inserite nel progetto della grande privatizzazione, 160 sono state cedute ad investitori stranieri, mentre il 50% aveva appena avviato la procedura di privatizzazione.

Relativamente alla piccola privatizzazione, nel primo semestre 1992 sono state cedute solo 3.200 sulle 6.000 società da privatizzare.

Inoltre l'investimento estero, dalla fine del 1991, non era più di esclusiva competenza delle Organizzazioni per il Commercio con l'estero, spettando ora anche a società o privati. L'Ente Nazionale preposto alla privatizzazione ha finora fissato, caso per caso, i limiti di partecipazione straniera, anche a seguito di un certo risentimento della popolazione nei confronti degli operatori stranieri, accusati di aver fatto innalzare il tasso di disoccupazione.

A tal fine, nel 1992, il Governo ha stabilito la precedenza per l'acquisizione a favore di compratori ungheresi (che potevano godere di facilitazioni nel pagamento) e la concessione di crediti agevolati per favorire l'investimento nazionale. Più recentemente la normativa è stata modificata consentendo ora ad ogni impresa straniera, interessata all'acquisizione, di segnalare semplicemente i propri progetti d'investimento all'Ente Nazionale per dare subito avvio alle procedure di privatizzazione.

⁽⁸⁾ Fonte: ROUBINI, N., PAUL WACHTEL (1998), *Current Account Sustainability in Transition Economies*; NBER Workink Paper Series 6468.

Non esistono, infatti, limiti per la partecipazione estera e sono riconosciuti sgravi fiscali purché siano realizzate alcune condizioni, tra le quali quella che stabilisce un limite alla partecipazione estera (non superiore al 30% del capitale sociale). Invece, per le società miste operanti in settori ritenuti prioritari (elettronico, automobilistico ed edilizio) è prevista una riduzione dell'imposta sul reddito pari al 100% nei primi 5 anni di attività e del 60% per gli anni successivi. Tali sgravi sono validi per le società costituite entro il 31.12.1993.

Nell'agosto 1992 la partecipazione straniera proveniva, soprattutto dagli USA (39%) seguiti dalla Germania (21%), Austria (17%), Regno Unito e Francia (rispettivamente con il 10%) dirette prevalentemente nel settore industriale (per il 61%), ai servizi finanziari, al commercio (14%) ed il residuo verso altri servizi⁽⁹⁾.

Relativamente al mercato finanziario, sin dagli anni Ottanta, era stata ritenuta improrogabile la ristrutturazione del settore creditizio anche se precedenti provvedimenti avevano tentato di migliorare l'efficienza del movimento dei capitali. Il perfezionamento della riforma creditizia risale al 1995 mentre nel 1983 era stato avviato un progetto finalizzato ad un aumento della concorrenza (con la creazione di società miste) e ad una migliore allocazione delle risorse monetarie.

Nel 1992 il sistema bancario aveva iniziato ad operare a due livelli; la Banca Nazionale ungherese aveva funzioni di banca di emissione e di gestione delle riserve valutarie per il finanziamento di investimenti all'economia, attraverso cinque banche commerciali con competenza operativa estesa all'estero, previa autorizzazione governativa. A quest'ultima categoria non è tuttora consentita la concessione di prestiti ai privati ma, di contro, non sono stati previsti limiti territoriali per la loro attività. È invece consentita la partecipazione al loro capitale (suddiviso in azioni) da parte di società cooperative, nonostante la maggioranza spetti sempre allo Stato. Vigè il principio della specializzazione.

La costituzione delle nuove banche è avvenuta con l'assegnazione dei preesistenti sportelli della Banca Nazionale Ungherese e della Banca Statale per lo Sviluppo. Le nuove istitu-

(9) Si rimanda alla nota precedente.

zioni sono sorte come « banche universali » per favorire il rapporto tra imprese creditizie e finanziarie; l'operatività delle banche commerciali si estende al *leasing* e al *factoring*.

Negli ultimi quattro anni il paese ha assistito ad un'evoluzione del numero delle aziende operanti, tuttavia, la scarsa qualità delle strutture, il basso *know how* ed i limitati sistemi integrati hanno consentito un'offerta qualitativamente insoddisfacente.

Nel 1996 il mercato contava, oltre alla Banca Centrale, diciassette banche commerciali, tredici banche miste, cinque istituzioni finanziarie specializzate, trecentosessanta cooperative di risparmio ed alcuni operatori finanziari statali. Tra queste ultime ventiquattro aziende erano autorizzate a rilasciare licenze di cambio all'estero.

Dal dicembre 1991 la Banca Nazionale ungherese ha fissato quotazioni giornaliere del tasso di cambio ufficiale, calcolate su un paniere composto da sette valute e ponderato con criteri compatibili con la struttura del commercio estero. Dalla stessa data le aziende nazionali sono state libere di pagare importazioni in moneta nazionale, da convertire poi in valuta estera se il bene era sulla lista dei « beni liberalizzati » (il 90% dell'offerta totale); per i prodotti non liberalizzati occorreva il permesso del Ministro per le finanze o della Banca Nazionale.

Il mercato creditizio ungherese è particolarmente dinamico e merita approfondimento, anche perché tra le prime mille banche mondiali censite da *The Banker* nel 1995 rientravano ben cinque ungheresi con indicatori di redditività abbastanza soddisfacenti⁽¹⁰⁾. Tenzialmente, il mercato mostra una presenza crescente delle istituzioni finanziarie estere; il peso del totale attività delle banche ungheresi è passato, infatti dall'89,9% del 1990 all'57,2% del 1996. Intanto si sta riducendo anche il peso delle grandi banche che stanno cedendo quote di mercato, in termini del parametro « totale attivo », agli istituti di medie dimensioni, più flessibili nella gestione e quindi più reattivi al cambiamento rispetto alle maggiori aziende finanziarie.

Fino al 1992 il maggior azionista del mercato creditizio ungherese rimaneva però lo Stato che, pur possedendo intera-

⁽¹⁰⁾ *Business Central Europe*, May/June 1999.

mente solo due banche partecipava (con quote comprese tra il 30% e il 50%) al capitale delle principali banche commerciali; posizione questa notevolmente ridotta ad oggi⁽¹⁾.

2.2. Polonia

I primi tentativi di riforma economica risalgono agli anni Settanta e Ottanta. Il paese ha sempre registrato larghe quote di mercato gestite dal settore privato, specialmente nel commercio al dettaglio. Queste manovre di liberalizzazione scaturivano dall'autogestione che nel 1987 aveva favorito processi di privatizzazioni spontanee, spesso ad opera degli stessi esponenti governativi, realizzati con la trasformazione delle imprese in S.p.A. a cui è seguita la successiva vendita delle quote di capitale.

Nel paese, dal 1989 al 1995, l'avvio della ristrutturazione ha condotto alla trasformazione di buona parte delle grandi imprese statali (specialmente del settore carbonifero) in una miriade di nuove società.

Alla fine del 1995 sono state privatizzate altre 800 imprese medio-grandi e 670 aziende di dimensioni minori.

Il primo programma di « privatizzazione di massa » è stato concepito per 400 imprese pubbliche (rappresentanti circa il 25% della produzione nazionale e il 12% dell'occupazione) che sono state cedute ai privati (così come nella ex Cecoslovacchia) attraverso la distribuzione ai cittadini adulti di « certificati di privatizzazione » (*vouchers*) che hanno dato diritto alla proprietà, con successiva emissione di azioni (per il 30% delle imprese) e l'istituzione di fondi comuni abilitati a gestire il collocamento del 70% del capitale aziendale, mentre il residuo 30% rimaneva di proprietà statale. La privatizzazione è successivamente proseguita, sia con la liquidazione di alcune imprese (mediante la vendita delle attività patrimoniali), che con la privatizzazione settoriale alla quale hanno partecipato società di consulenza occidentali.

⁽¹⁾ Per approfondimenti sui processi di riforma strettamente macroeconomica attuati in ognuno dei paesi considerati si rimanda alla bibliografia a fine testo.

Nel periodo 1991 — primi mesi del 1998 sono state privatizzate oltre 8.000 imprese (su un totale di 10.000) attraverso liquidazioni, partecipazioni dei lavoratori al capitale aziendale e la costituzione *joint-ventures*. Nell'agosto 1992 è stato approvato il Piano di Privatizzazione che prevedeva la distribuzione ai cittadini delle quote dei fondi d'investimento, previo versamento di un'imposta di registrazione pari al 10% del salario medio mensile⁽¹²⁾.

Il piano di risanamento, ossia la legge sulla privatizzazione delle imprese statali, risale al 1990 con l'istituzione di un Ministero per la trasformazione delle Imprese di Stato che si attuava in concomitanza a politiche restrittive, volte a limitare i sussidi statali, liberalizzare i prezzi e il commercio con l'estero. Queste misure hanno immediatamente provocato il crollo della produzione industriale (-24% nel 1990 e -47% nel 1991) a cui è seguita una ripresa del +3,5% nel 1992 dovuta alla nascita di nuove attività imprenditoriali private.

La disoccupazione, che nel 1991 aveva registrato un tasso del 6,1%, nel 1992 ha raggiunto il 13,6%, specialmente nel settore a proprietà pubblica, mentre le stesse variabili sono cresciute del 25% nel comparto privato: si è osservata, infatti, una certa vitalità di quest'ultimo settore (a fine '91 le imprese private erano aumentate del 5% rispetto all'anno precedente iniziando una tendenza ancora oggi decisamente positiva) mentre il pubblico continuava a mostrare situazioni di crisi.

La privatizzazione è continuata nel corso del decennio mediante l'intervento di esperti occidentali. Il livello dell'inflazione, che nel 1990 era cresciuto fino al 600%, nel 1991 era poi sceso al 70% ed al 40% nel 1992, tuttavia le imprese hanno trovato molti ostacoli nel reperimento delle risorse finanziarie a causa delle limitazioni imposte sul credito bancario.

Questa situazione ha rallentato pesantemente il processo di privatizzazione e gli obiettivi di bilancio previsti hanno registrato scostamenti pesanti sui consuntivi (la disoccupazione ha raggiunto nel 1991 il 12% e la quota degli investimenti fissi sul PIL è scesa del 15%). Comunque, il disavanzo pubblico del 1991, rispetto all'anno precedente si è ridotto e alla fine del

⁽¹²⁾ LANDESMANN, M., SZÉKELY, I.P. (1995), *Industrial Restructuring and Trade reorientation in Eastern Europe*.

1992 ha registrato il 7-8% del PIL (contro il 12% previsto dal FMI)⁽¹³⁾.

Gli investimenti esteri nel paese vengono regolati da una legge del 1989 che si è rivelata come la più avanzata dell'area; ciò nonostante, il paese registrava un minore ammontare di capitale estero investito (1.200 milioni di dollari alla fine del 1992 contro i 1.700 della Cecoslovacchia ed i 3.194 dell'Ungheria), mentre si collocava al secondo posto relativamente al numero degli investimenti (9.050 contro i 5.100 della Cecoslovacchia ed i 12.110 dell'Ungheria).

Le società miste sottostanno allo stesso regolamento previsto per quelle nazionali e la partecipazione estera può raggiungere anche il 100% del capitale sociale. Unica eccezione riguarda i settori «sensibili» per i quali risulta necessaria una specifica autorizzazione governativa.

La maggior quota di investimenti esteri proviene dalla Germania (35%) seguita dagli USA mentre Svezia, Austria, Olanda, Francia, Italia, Regno Unito, Svizzera, Danimarca e Belgio fanno registrare una quota complessiva del 25%.

Nel settembre 1992 sono state costituite 8.860 società miste (di cui 3.152 industriali) con un incremento dell'84% rispetto all'anno precedente.

Degno di nota è stato il provvedimento previsto per il rafforzamento della moneta nazionale, che ha incentivato il possesso dello zloty da parte degli investitori esteri, attraverso il flusso delle esportazioni. A conferma di ciò, basti considerare che, a seguito di una autorizzazione della Banca Nazionale polacca, ciascun soggetto (dal 1992) può gestire punti di cambiovalute al fine di aumentare la circolazione di valuta all'interno del mercato: la Polonia, prima degli altri paesi, ha dichiarato la convertibilità interna della moneta, legata ad un «paniere» di valute. Fondamentale però è quella esterna avvenuta nel 1996.

Inoltre, non vi sono limiti all'acquisto di «monete forti» per il rientro dei profitti o per l'importazione di beni e di servizi.

⁽¹³⁾ Il contenimento del deficit pubblico è il principale obiettivo di politica economica al quale sono subordinati i programmi assistenza finanziaria del FMI.

La riforma del sistema bancario è invece iniziata sin dal 1982, proseguendo nel 1984 con un graduale processo tendente ad accrescere l'autonomia operativa delle istituzioni creditizie, al fine di favorire l'efficiente allocazione delle risorse monetarie e il finanziamento degli investimenti produttivi.

Fino alla prima metà degli anni Ottanta il mercato era concentrato in quattro banche: Banca di Stato, Banca PKO (per le operazioni in valuta), Banca commerciale per la regolamentazione del commercio con l'estero e Banca dell'Economia (alla quale erano collegate le banche cooperative) per il finanziamento del settore agricolo. Nel 1987 per fronteggiare la concorrenza nel mercato, è stato aumentato il numero delle aziende operanti. Ogni persona giuridica, infatti, poteva costituire un istituto di credito (in forma di banca commerciale) autonomo ed autofinanziato.

Nel 1989 la Banca Nazionale di Polonia si è scissa in nove banche commerciali autonome, mantenendo solo le funzioni di banca centrale tipica ossia di supervisore del sistema creditizio e del mercato monetario, ed è stata consentita l'apertura di 4 filiali estere. Da questa data le singole banche sono state libere di fissare i tassi di interesse attivi e passivi (entro limiti determinati dalla Banca Centrale in relazione al tasso di inflazione), inoltre, le condizioni di pagamento richieste sono state eguali per tutti i settori. Sempre nel 1989 è stato legalizzato il mercato parallelo dei cambi che ha consentito a privati la detenzione dei depositi in moneta estera.

Dal 1991 la Banca centrale operava con 2 sportelli a Varsavia, ai quali se ne aggiungevano 60 dislocati nel territorio nazionale. Nello stesso periodo, oltre alle precedenti categorie, operavano circa 50 banche private⁽¹⁴⁾.

2.3. *Ex Repubblica Cecoslovacca*

Il programma di riforma del 1991, contrariamente alla Polonia, è stato graduale suddividendosi in tre stadi:

- 1) liberalizzazione dei prezzi;
- 2) convertibilità interna della moneta;
- 3) privatizzazione delle imprese pubbliche;

⁽¹⁴⁾ Fonte: (1994), Istituto di Statistica nazionale Polacco, p. 106.

A ciò si è aggiunta la contemporanea applicazione di restrizioni fiscali, monetarie e la fissazione di un tasso di cambio reale e stabile, per evitare fluttuazioni indesiderate delle principali variabili macroeconomiche (tasso di inflazione e saldo della bilancia commerciale). Queste misure hanno favorito la stabilizzazione del mercato e quindi il maggior successo delle riforme rispetto agli altri paesi dell'area.

Il paese registra un livello di sviluppo superiore a quello di tutte le altre economie dell'area centro-orientale anche per la presenza di migliori strutture produttive (come ad es. nel settore meccanico e del vetro) e di personale specializzato; non trascurabile, comunque, è il diverso grado di sviluppo della Repubblica ceca (che produceva il 73,77% del PIL totale) e di quella slovacca. Quest'ultima presentava tassi di inflazione e di disoccupazione superiori (6,6% della popolazione attiva contro il 4%).

La costituzione di società miste è consentita sin dal 1986. La normativa più recente permette agli investitori l'acquisizione di partecipazioni in un'impresa già esistente, la costituzione di società con *partners* locali o la creazione di imprese con capitale totalmente estero. Ad eccezione degli investimenti esteri inclusi nei programmi di privatizzazione, per gli altri interventi stranieri (dal 1992), non è più richiesta alcuna autorizzazione formale.

La competenza delle riforme era affidata dal Ministero Federale delle Finanze alle due Repubbliche che componevano la Federazione (scissa nei primi giorni del gennaio 1993) alle quali spettava il compito di compilare le liste delle imprese da sottoporre al processo di privatizzazione. Tra i due Enti stavano però sorgendo conflitti d'interessi per l'incapacità di coordinare le iniziative fiscali ed altri aspetti che riguardavano la stabilizzazione.

Alla data ufficiale di proclamazione della scissione, la Repubblica ceca deteneva quasi il doppio della superficie slovacca (78.864 Km² contro 49.035 Km²) e della popolazione (10,3 milioni di abitanti contro 5,3). Il PIL pro-capite era di 2.346 dollari annui contro 1.943 dollari, mentre la disoccupazione del 2,6% contro 12%; inoltre il vantaggio si riscontrava anche nell'ammontare degli investimenti esteri (550 milioni di dollari contro i 150 della Repubblica slovacca).

L'investimento estero, nel corso del 1991-92, è stato considerato la causa prioritaria dell'indebolimento del processo di privatizzazione, tanto che la legislazione sugli investimenti esteri diretti risulta la più sfavorevole dell'area. Ciò nonostante, nell'ottobre 1992, la Cecoslovacchia si poneva al terzo posto (dopo Ungheria e Polonia) per il numero di investimenti e così pure relativamente all'ammontare del capitale estero investito nell'area (1.700 milioni di dollari)⁽¹⁵⁾.

Per lo smantellamento delle imprese pubbliche è stata programmata una particolare innovazione: la distribuzione all'intera popolazione maggiorenne di « buoni » gratuiti (pari ad un importo stimato di circa 40 mila miliardi di lire ai prezzi del 1990) per l'acquisizione di azioni delle 3.600 imprese da privatizzare, ad un prezzo pari al salario medio di una settimana lavorativa (circa L.42.000 all'epoca). I *vouchers* sono stati gestiti dai fondi d'investimento che hanno coordinato l'operazione, impegnandosi ad acquistare ad un prezzo superiore a quanto stimato i buoni alla conclusione della distribuzione.

Contemporaneamente, è stata prevista la vendita delle imprese statali tramite asta pubblica o vendita diretta. La legge sulla privatizzazione delle imprese (approvata nel 1990) prevedeva il trasferimento della proprietà di piccole società sia commerciali che manifatturiere mediante asta pubblica.

Nel primo semestre 1992 questo processo risultava già concluso ed aveva interessato 23.000 società (specie del commercio al dettaglio).

Nel 1991 all'80% dei privati erano state cedute 2.500 imprese minori e, alla fine dell'anno successivo, oltre 31.000 piccole imprese erano passate a quasi 8,5 milioni di cittadini privati per un valore complessivo pari a 10,5 miliardi di dollari (prezzi dell'epoca). Per il trasferimento delle aziende maggiori è stato previsto il collocamento diretto dei buoni presso il pubblico (attraverso fondi comuni d'investimento) o indiretta (tramite *joint-ventures* estere).

Le aziende sottoposte al processo sono state distinte in tre categorie: quelle dei servizi pubblici (di fondamentale importanza) che si è deciso di lasciare in mano allo Stato; industrie

⁽¹⁵⁾ Fonte: (1996), Ufficio Nazionale di Statistica della Repubblica ceca, p. 58.

pesanti con particolari problemi gestionali e finanziari (per le quali era previsto il preventivo risanamento prima della privatizzazione); le industrie leggere e quelle fra le pesanti che hanno offerto migliori condizioni sono state cedute ai privati.

La fase iniziale della privatizzazione ha portato nel 1989 ad una riduzione del 21% nella produzione industriale, del 6,6% nell'occupazione, mentre la produttività del lavoro è diminuita mediamente del 14% nel triennio 1990-1993. Agli inizi del 1992 circa 8,5 milioni di cittadini (contro gli 11,5 aventi diritto) avevano partecipato al programma di privatizzazione e, dal maggio al dicembre dello stesso anno, sono state cedute ai privati 1.491 imprese. Nello stesso periodo è stata emanata una legge che disciplinava l'operatività dei fondi appositamente costituiti la quale prevedeva un limite alla loro partecipazione aziendale (non superiore al 20%) e stabiliva che la diversificazione del portafoglio partecipazioni avrebbe dovuto comprendere almeno 10 società.

Secondo quanto riportato dal FMI la Repubblica ceca ha attuato adeguate politiche monetarie e fiscali e il mercato ha presentato elementi di stabilità.

Fino al 1991 la maggior quota degli investimenti esteri proveniva dalla Germania ma questa concentrazione si è ridotta nel corso del 1992 per evitare un'eccessiva rilevanza dell'investimento tedesco. Nel primo semestre 1992 al primo posto si collocava la Francia (con il 25,4% del capitale estero investito) seguita dalla Germania (23%), dagli USA (15%) e dal Belgio (12%). Gli investimenti sono stati dirottati nell'industria alimentare (25%), nel mercato creditizio (19%) nell'edilizia (18%) e nei servizi (14%).

La scissione delle due repubbliche ha successivamente introdotto una serie di incertezze sugli investimenti stranieri che già nel secondo semestre 1992 sono stati sospesi.

Nel 1990 è stato riformato anche il sistema bancario, con un sostanziale cambiamento del mercato e con la creazione di un sistema a due livelli, come avvenuto in Ungheria.

Durante il decennio scorso, la Banca di Stato ha operato in condizioni di monopolio perfetto (come negli altri paesi dell'Est), dal momento che l'operatività degli organismi finanziari era vincolata all'autorizzazione da parte di quest'ultima. Analoga posizione di monopolio era detenuta dalla Banca del Commercio per i rapporti con l'estero.

Per completare la precedente mappa delle categorie va ricordata la Banca della Piccola Industria orientata prevalentemente all'attività privata.

La riforma 1986 ha abolito il monopolio della Banca di Stato, introducendo la categoria delle banche commerciali. La funzione dell'istituto centrale è ora circoscritta alla regolamentazione dell'offerta di moneta e alla vigilanza sul settore creditizio, nonché all'attuazione della politica fiscale e monetaria. Nel 1991 la Banca centrale operava con dieci sportelli a Praga e altri centotredici nel territorio nazionale.

Il mercato bancario, dopo la riforma, si è basato sul principio della « banca universale » per cui ciascuna azienda può effettuare tutte le operazioni sia in ambito nazionale che internazionale, purché siano rispettate le necessarie condizioni tecniche ed organizzative. Le banche del commercio, quelle della piccola industria e le casse di risparmio possono intrattenere rapporti sia con le imprese che con i privati. Inoltre, le banche commerciali di nuova istituzione, possono ottenere l'autorizzazione ad operare con l'estero e ad accordare alla clientela crediti in divisa nel breve e nel lungo periodo.

Altra iniziativa è stata la creazione dell'Agrobanca, specializzata nello svolgimento di tutte le operazioni bancarie del settore agroalimentare, compreso il finanziamento e la consulenza finanziaria. Il capitale di questo istituto, è stato destinato alla popolazione cecoslovacca per il 65%, mentre la quota rimanente è andata ad azionisti stranieri.

2.4. *Bulgaria*

La riforma del 1989 è stata molto simile a quella polacca (anche se più graduale), concedendo uguaglianza di diritti alle aziende sia pubbliche che private. L'indipendenza economica è stata garantita per legge e, dal 1990, sono state eliminate alcune restrizioni poste all'attività economica privata.

Prima di questa data molte imprese non potevano operare con più di dieci dipendenti, ne vendere quote sociali all'estero o partecipare a *joint-ventures*.

La riforma ha riconosciuto l'iniziativa economica privata liberalizzato i prezzi.

Da quella data ciascuna impresa è stata libera di inserirsi nel circuito delle importazioni e delle esportazioni ed il nuovo processo di privatizzazione ha concesso la possibilità di effettuare scambi internazionali dando priorità ai settori agricolo, alimentare, turistico, dei beni durevoli e di consumo. È stato previsto, altresì, l'inserimento di società estere in molti ambiti dell'attività economica con partecipazione totalitaria, pur sussistendo qualche specifica esclusione per alcuni comparti considerati di importanza nazionale.

Inoltre, profitti, dividendi ed interessi potevano essere trasferiti all'estero.

In seguito all'attuazione di questi provvedimenti, la forte crescita del debito estero e la riduzione del prodotto nazionale hanno posto problemi non indifferenti al processo di riconversione. Mentre la riforma procedeva con graduale riduzione dei sussidi e degli investimenti pubblici, il corrispondente processo di privatizzazione acquisiva un ritmo dinamico.

Il Parlamento aveva già emanato una legge sulla proprietà privata e sull'utilizzo della terra. Secondo quanto riportato dal FMI i finanziamenti non erano tuttavia ancora sufficienti a ridurre gli squilibri economici e a bloccare l'inflazione, per cui sussisteva la necessità di reperire fondi da destinare ad investimenti produttivi.

Il proseguimento della riforma è stato però bloccato nel 1991 dalla crisi economica dell'ex URSS, con il quale il paese manteneva ancora forti legami commerciali: il PIL (alla fine del 1991) aveva registrato una riduzione del 25% e l'inflazione aveva raggiunto un livello del 460% provocando il dimezzamento del potere d'acquisto interno.

Degna di nota l'iniziativa presa dal paese (per la quale si differenzia dagli altri) di adottare un tasso di cambio fluttuante, calcolato sul mercato valutario interbancario.

La riforma bancaria è rientrata nel più ampio quadro di un rilancio dell'economia attraverso incentivi tendenti al miglioramento qualitativo della produzione. Il sistema bancario è stato riconosciuto la leva finanziaria per stimolare lo sviluppo economico.

La struttura bancaria, modificata alla fine del 1991, comprendeva:

- 1) la Banca centrale che controllava, coordinava e gestiva l'attività bancaria e la circolazione monetaria attraverso manovre dei tassi di interesse;

2) le banche commerciali specializzate (autogestite ed autofinanziate, sorte da accordi tra le stesse associazioni produttive e le banche) per i settori edilizio, biochimico, dei trasporti, elettronico, agricolo e per l'incentivazione dell'iniziativa economica privata;

3) la Banca Bulgara per il Commercio con l'estero che operava e regolava l'attività degli altri istituti operanti con l'estero;

4) le Casse di Risparmio;

Nel luglio 1990 è stata creata la Banca di Credito Agricolo, con specifiche competenze per l'imprenditoria privata e per gli agricoltori.

Il nuovo sistema a due livelli, approvato nel giugno 1991, mirava a garantire condizioni favorevoli per la libera concorrenza e ad incentivare, da un punto di vista finanziario, la realizzazione dell'iniziativa privata da attuarsi anche mediante il supporto di *partners* stranieri. Il paese vorrebbe spingersi ben oltre le iniziative intraprese nell'area dell'Est con la massima valorizzazione del capitale umano e tecnologico e con l'adozione dei principi dell'autogestione e della responsabilità privata.

Nel 1991 la Banca Centrale disponeva di uno sportello a Sofia oltre a quattro dislocati nell'area e di settantadue banche commerciali, undici delle quali erano abilitate ad operare con l'estero: di queste, dieci erano banche di Stato e comprendevano oltre alla Banca Bulgara del Commercio con l'estero alcune banche specializzate per settore. Una sola banca privata con sede a Sofia operava con l'estero, mentre nei principali centri del paese erano dislocate diciotto filiali. Sono state, inoltre, costituite cinquanta banche a capitale misto con operatività limitata all'interno del territorio nazionale.

Alla data del 1997, nonostante un deciso aumento del numero di banche private/privatizzate e dei relativi sportelli, il processo di privatizzazione del settore è ancora ben lungi dall'essere concluso.

2.5. Romania

Il paese, con la riconversione del 1991, ha dovuto accettare vari costi sociali: licenziamenti, alto grado di inflazione e crollo delle sovvenzioni statali. I progetti di riforma hanno previsto la

distribuzione gratuita del 30% del patrimonio nazionale in «buoni valori», accompagnata dalla privatizzazione dei segmenti maggiormente redditizi nei quali operavano soprattutto piccole società di servizi.

Il processo di riforma economica, ancora agli inizi nel corso nel 1992, registrava la permanenza dello Stato come azionista di maggioranza nel capitale da privatizzare. Il processo, dunque, si è presentato più lento rispetto agli altri paesi per l'eccessiva burocratizzazione del sistema. Tuttavia la normativa del 1993 sulle *joint-ventures* (la più liberale d'Europa), oltre ad una vasta gamma di incentivi fiscali, ha consentito agli investitori stranieri di possedere anche la totalità del capitale aziendale (come nella ex Jugoslavia).

A metà del 1995 erano state costituite circa 4.200 società miste, specialmente nei settori del commercio, del turismo e dei servizi. Gli investimenti stranieri erano prevalentemente inglesi, tedeschi ed olandesi.

Dopo la riforma del 1991, anche in Romania il sistema bancario opera a due livelli (come in Ungheria e Bulgaria) e alla Banca Nazionale rimangono le funzioni di emissione della moneta e di vigilanza sul mercato creditizio.

Alla fine del 1991 la Banca Nazionale operava con uno sportello a Bucarest e con altri quaranta dislocati sul territorio. A latere svolgeva attività creditizia anche una serie di banche commerciali alle quali facevano capo dodici banche universali.

Riguardo alla politica monetaria, sono state poste restrizioni all'utilizzo delle valute forti; i guadagni in moneta estera dovevano essere convertiti in Leu mentre i conti in valuta straniera aperti prima del novembre 1991 potevano essere mantenuti, ma non incrementati.

2.6. *Ex Repubblica Jugoslava*

Il primo piano di riforma, attuato a partire dal 1990, si è articolato in quattro punti:

- 1) liberalizzazione dei prezzi e convertibilità del dinaro aganciato al marco tedesco;
- 2) blocco dei salari, degli stipendi e dei prezzi (al fine di contenere il tasso di inflazione);

3) controllo monetario affidato esclusivamente alla Banca Centrale, con divieto per quest'ultima di finanziare ulteriormente il deficit pubblico mediante l'emissione di moneta;

4) politica fiscale a livello federale.

Tale programma, abolito nella seconda metà del 1990 per il mancato rispetto di alcuni obiettivi prioritari tra cui il contenimento dei salari e dei cambi (che aveva provocato la sospensione della convertibilità), ha lasciato spazio dal 1993 ad un libero insediamento delle imprese occidentali (anche con quote partecipative fino al 100%), consentito in molti settori di attività economica, mentre in altri (specie nell'estrattivo, nell'edilizio e in quelli per cui era richiesto il consumo di energia e di acqua) occorreva una specifica autorizzazione seguita da una registrazione presso il Segretariato Federale per le Relazioni Economiche con l'Esteri.

Nello stesso anno sono state istituite più di 4.000 aziende private, la maggioranza delle quali con l'apporto di capitale estero.

L'Italia si collocava al terzo posto fra i *partners* commerciali dopo l'ex URSS e la Germania.

Nel 1991 il conflitto interno ha provocato gravi problemi che hanno dissolto in brevissimo tempo gli effetti positivi della riforma economica. L'anno seguente è stato caratterizzato da una recessione contrassegnata da un livello di inflazione attorno al 250-300% (contro il 90% dell'anno precedente), dal crollo della produzione industriale (-40%) e del PIL (15-20%), a cui si è associata la crisi valutaria e il blocco dei pagamenti in valuta.

Il settore che ha maggiormente scontato gli effetti negativi del conflitto è stato senza dubbio quello turistico che, precedentemente, copriva il 34% degli afflussi valutari⁽¹⁶⁾.

Nello stesso periodo all'interno del paese era già in atto un diffuso processo di razionalizzazione dell'occupazione per con-

⁽¹⁶⁾ La presidenza Federale Slava è, dalla fine del 1991, della Serbia ma le provincie autonome di Bosnia ed Erzegovina hanno boicottato tale decisione richiedendo alla CEE il riconoscimento dell'indipendenza, negato ad entrambe.

Da ciò sono scaturiti i ben noti conflitti armati che hanno avuto l'effetto di portare alla chiusura di interi stabilimenti industriali, al taglio delle spese federali e al razionamento del credito.

sentire un miglioramento della produttività del lavoro. Nel 1992 i tassi di disoccupazione hanno raggiunto livelli esasperanti ed i pochi che hanno continuato a lavorare erano al servizio della guerra.

Se all'inizio delle ostilità il mercato del lavoro registrava in media una disoccupazione del 20%, questa percentuale nel 1992 è diventata incalcolabile, essendo stata del tutto abbandonata ogni speranza di sviluppo e di promozione economica.

Tra le nove repubbliche slave, la Croazia, nonostante i minori investimenti stranieri (191 milioni di dollari contro i 300 della Slovenia ed i 292 della Serbia), poteva vantare migliori prospettive di sviluppo, legate alle maggiori risorse naturali e potenzialità economiche. Il paese, però, a parte i gravi danni provocati dalla guerra, ha scontato una drastica riduzione degli introiti turistici e dell'interscambio con gli altri paesi appartenenti all'area del COMECON. La Serbia ha invece registrato una forte arretratezza economica rispetto alle altre repubbliche, accompagnata da un'elevata disoccupazione ed ingerenza statale nel sistema produttivo.

Studi recenti ritengono la riconversione di questa economia particolarmente difficile anche perché tutte le imprese slave, precedentemente ritenute interessanti per la costituzione di *joint-ventures* miste, hanno attraversato una situazione crisi o di fallimento.

Nel 1989 è stato riformato il sistema bancario attraverso la creazione di normative che affermavano il principio del federalismo e dell'autogestione. Le aziende di credito potevano svolgere tutte le tipologie di operazioni bancarie ma la loro specificità consisteva nel maggior ricorso al credito interbancario e alla Banca Centrale.

Altra particolarità era lo stretto rapporto banca-industria per cui le prime potevano essere costituite dalle stesse imprese che, a loro volta, risultavano le maggiori fruitrici del credito erogato.

Con la riforma il nuovo mercato è risultato costituito dalla Banca Centrale Statale che continuava ad assolvere la funzione tipica di istituto di emissione e di organo di controllo sulla liquidità del paese, da sei banche nazionali regionali (con funzioni assimilabili a quelle della Banca Centrale), oltre a trentanove banche commerciali (in forma di società per azioni o a

responsabilità limitata) abilitate ad operare con l'estero utilizzando risorse finanziarie proprie. La loro crescita complessiva è stata inferiore all'2% annuo nell'ultimo decennio.

Caratteristica del sistema è stata l'esclusione della responsabilità statale, per l'attività svolta dagli enti non pubblici. Nel mercato non potevano essere costituite banche interamente con capitale straniero; tuttavia esistevano ed esistono tuttora molte banche con partecipazione estera fino al 99%.

Nella classifica di *The Banker* del 1991, assieme alle banche ungheresi, comparivano anche sette banche jugoslave, la prima delle quali occupava addirittura la 226ma posizione a livello mondiale⁽¹⁷⁾.

3. Finanza e sviluppo produttivo: i problemi della transizione

3.1. *Le relazioni banca/impresa dopo i processi di privatizzazione - Socialist Firms e ruolo delle Banche*

Gli ostacoli più rilevanti ai fini della transizione all'economia di mercato sono ormai generalmente riconosciuti nell'assenza di un rischio di impresa propriamente detto e nella rozzezza del meccanismo di scambio. Con questo, come si avrà modo di affermare più avanti, non si vuole affermare una totale assenza del rischio d'impresa nelle economie considerate, quanto piuttosto sostenere come gli elementi tipici della rischiosità d'impresa, introdotti artificialmente rispetto al normale evolversi delle condizioni di mercato, trovino enormi difficoltà ad affermarsi.

Nelle economie di mercato l'impresa è sinonimo di rischio in quanto il « consumatore è considerato sovrano ».

L'impresa è infatti chiamata a realizzare coordinazioni economiche in grado anticipare le mutevoli esigenze del consumo e non, come accade nei paesi socialisti, a produrre beni per una domanda eccedente l'offerta. Inoltre la domanda nelle economie di mercato non si qualifica solamente con riguardo al tipo di bene, ma pure al prezzo, alla sua disponibilità, alla sua

⁽¹⁷⁾ Si veda: *Business Central Europe*, March/April 1999.

varietà, ecc. L'economicità di mercato è infatti fondata sullo scambio e quest'ultimo attiene ad un insieme di condizioni economiche, oltre che a specifici beni.

L'assenza di rischio nelle economie socialiste rende assolutamente convenzionale l'esigenza di distinguere fra mezzi propri e mezzi di credito delle imprese. L'assenza di incertezza con riguardo al collocamento finale dei beni rende altresì tutti gli investimenti di pari qualità ovvero *risk free*. Infine non esiste capacità di iniziativa al di fuori della sfera di produzione, in quanto non vi è ragione economica per tale iniziativa. Ciò fa sì che scambi di beni eguali siano considerati perfetti sostituti anche quando sono caratterizzati da condizioni economiche differenti. Al limite pure scambi di beni di diversa qualità, ma con medesima destinazione d'uso, sono considerati eguali.

Nell'economia della transizione il rischio d'impresa è stato introdotto artificialmente tramite i processi di privatizzazione e di redistribuzione azionaria, tramite la creazione di strutture di mercato e di investitori istituzionali (fondi di investimento), tramite la ricerca di partecipazione straniera ai processi di privatizzazione ecc.

Quando si parla quindi di assenza di rischio propriamente detta ci si vuole riferire all'essenza del comportamento imprenditoriale che, pur in presenza di condizioni esterne più o meno favorevoli, non è ancora stato fatto proprio da parte di queste economie.

L'assenza di rischio (così intesa), la propensione alla detenzione di ricchezza materiale, l'impoverimento della varietà dei beni e la scarsa attenzione alla loro qualità sono elementi che permeano ancora il comportamento di tutti gli operatori.

In un siffatto contesto pure la banca, in quanto non svolga alcuna operazione utile alla manifattura, è un artificio. Essa alimenta scambi di denaro, artificiosamente sotto varie forme (credito a breve termine, scoperto di conto, mutuo, ecc.), ma, nei fatti, perfetti sostituti gli uni degli altri.

Come per ogni altro bene, alla radice dello scambio fra banca ed impresa non vi è un bisogno economico, ma semplicemente un bisogno produttivo che si esaurisce con il trasferimento della capacità di acquisto resa possibile dal finanziamento. Le condizioni economiche dello scambio (durata del finanziamento, profilo del rimborso, elasticità d'uso, costo, ecc.)

sono irrilevanti, in quanto da parte dell'impresa non vi è l'esigenza economica di differenziare le condizioni di approvvigionamento di fondi. Al contempo la banca non patisce alcun rischio.

Queste considerazioni fanno intendere la portata del principio secondo cui «*la banca presuppone il mercato e il mercato presuppone l'impresa come azienda di produzione per via di scambio, dove la produzione per via di scambio è produzione per il mercato*»⁽¹⁸⁾.

La banca, nella forma di azienda e non di generico ente deputato alla raccolta del risparmio e alla erogazione dei crediti, non può esistere nelle economie socialiste.

Nelle economie in transizione la banca, pur assumendo i caratteri di azienda, è destinata a soffrire di una elevata instabilità intrinseca, giacché opera in un ambiente solo parzialmente in grado di conferire sostanza economica agli scambi che realizza con la propria clientela. Le economie in transizione sono infatti economie miste in cui convivono aziende (di nuovissima costituzione) soggette al vaglio del mercato e *socialist firms*.

Solo una visione semplificata del processo di transizione può far ritenere irrilevante la presenza di queste ultime. Tale semplificazione si fonda sulla ipotesi che in una economia di mercato le *socialist firms* non possano sopravvivere, venendo loro meno la posizione monopolistica, lo sbocco garantito alle produzioni, i sussidi pubblici, il finanziamento e il consenso degli stessi lavoratori. Tale semplificazione non è tuttavia realistica in quanto presuppone un comportamento passivo del *management* di tali imprese, supposto indifferente alle sorti della *socialist firm*. Così non è, perché questo tipo di azienda — lasciato in eredità dal vecchio sistema — mostra una forza di resistenza all'uscita direttamente proporzionale alla sua dimensione, alla forza lavoro occupata ed è in media capace di pie-

⁽¹⁸⁾ THORNE, A. (1994), *Issues in reforming financial systems in Eastern Europe*, The case of Bulgaria, World Bank, Policy research working paper n. 882, April 1992 p. 74.

THORNE, A. (1993), *Eastern Europe's experience with banking reform: Is there a role for Banks in the Transition?*; in *Journal of banking and finance*, vol. 17, p. 45.

gare a proprio vantaggio le deboli forze di mercato che caratterizzano le economie in transizione sopravvivendo anche ai programmi di stabilizzazione più severi.

Se si considera che la liquidazione di una grande impresa costituisce un evento traumatico e non spontaneo persino nelle economie occidentali diviene subito evidente la pericolosa semplificazione connessa all'ipotesi di non sopravvivenza delle *socialist firms* nelle economie in transizione. Se a ciò si aggiunge la dimensione sistemica di questo fenomeno che abbraccia interi settori, aree geografiche e gruppi di imprese, è evidente che una liquidazione di massa non è auspicabile né conveniente in economie sprovviste dei necessari ammortizzatori sociali e dove le istituzioni democratiche sono ancora molto fragili.

3.2. *Le Socialist Firms*

Qualche considerazione in merito alle caratteristiche peculiari delle unità microeconomiche ereditate dal socialismo può consentire di comprenderne meglio la logica di funzionamento.

Come si è già avuto modo di affermare, la *sociatist firm* è innanzitutto finalizzata alla produzione standardizzata e su vasta scala. Si tratta tuttavia di una produzione intensiva, limitata cioè ad una ristretta gamma di prodotti.

La pianificazione centralizzata stabiliva amministrativamente le specifiche di prodotto cui le singole imprese dovevano uniformare la produzione; più di recente il controllo è stato esercitato indirettamente sulla base dell'autorizzazione ai progetti di investimento. Il permanere nel tempo della ristretta gamma produttiva e la volontà dell'autorità centrale di evitare duplicazioni nelle produzioni ha cristallizzato posizioni di monopolio e ha conferito alle imprese un potere crescente nelle economie socialiste.

Le autorità centrali hanno così progressivamente perso il controllo dell'efficienza delle grandi imprese sul piano sostanziale, giacché in sede di negoziazione, anche in presenza di risultati aziendali disastrosi, si è sempre preferita la strada del sostegno finanziario. Le elevate barriere all'uscita, su cui le imprese hanno potuto sempre contare, hanno contribuito sia ad

accrescerne l'indisciplina finanziaria sia a trasformarle in *investment hunger*.

La propensione all'investimento ha riguardato più che l'aumento della capacità produttiva lo sviluppo verticale dell'impresa. È questa una diretta conseguenza della sindrome da razionamento che ha spinto le imprese ad integrarsi a monte, realizzando da sé ciò che era difficile reperire sul mercato aperto, anziché specializzarsi su una fase del ciclo produttivo, dal momento che ciò le avrebbe esposte ai rischi di interruzione delle produzioni.

La *socialist firm* è dunque per propensione autarchica, incline cioè all'autosufficienza, indipendentemente dagli sprechi che ciò comporta. Questa propensione, da un lato, ha rallentato il progresso tecnologico dell'industria socialista, pur mantenendola *capital-intensive* e, dall'altro, sta ostacolando fortemente l'affermarsi di un indotto di piccole e medie imprese.

La stessa sindrome da razionamento, che ha indotto le imprese ad internalizzare la produzione di alcuni materiali e prodotti intermedi di più difficile reperimento, ha favorito l'attecchire di un sistema di rapporti fra imprese fondato su favori e minacce reciproche, che riproduce in larga misura quello esistente fra ciascuna di esse e l'autorità centrale. Le grandi imprese rappresentano così un sistema concatenato, pur perseguendo ciascuna la massima autosufficienza. La carenza di beni costringe alla collusione imprese responsabili ciascuna di sprechi di risorse e di tesaurizzazione di merci.

In periodi di politica creditizia restrittiva o comunque di difficoltà finanziarie, il ripudio degli impegni contrattuali, sia nei confronti dell'istituto di credito sovventore sia dei fornitori, costituisce la prassi. Pur se legalmente perseguibili, tali pratiche sono accompagnate da pressioni informali delle stesse imprese e/o delle autorità di governo volte ad evitare il collasso produttivo. In questo ambiente protetto, gli sprechi delle imprese più indisciplinate non trovano limiti ed il fallimento o la liquidazione — ormai introdotti in quasi tutti i paesi dell'Europa centrale — non hanno mai costituito una minaccia credibile per le entità di grandi dimensioni.

La resistenza al cambiamento della *socialist firm* è dunque attribuibile a cinque principali elementi:

- 1) il potere monopolistico di cui gode;
- 2) i rapporti di collusione e di dipendenza per l'approvvigionamento con le altre imprese;
- 3) l'indisciplina finanziaria;
- 4) l'allocazione distorta del capitale;
- 5) l'incapacità delle autorità centrali di contrastare adeguatamente, nell'assegnazione dei fondi, il potere delle imprese più bisognose, che fa sì che la maggior quantità di capitale si concentri presso le unità che più necessitano di riorganizzazione e sono più refrattarie agli stimoli di mercato;

L'eredità del vecchio regime si manifesta sotto il profilo finanziario in *bad loans* in capo al sistema bancario. La finanza della transizione, dunque, non solo deve farsi carico della riconversione del sistema industriale e della allocazione del capitale secondo principi di merito, ma pure di come suddividere l'onere dei debiti cumulatisi presso imprese destinate a rimanere irrimediabilmente non redditizie. Tali imprese si concentrano prevalentemente nei settori di base, ad elevata intensità di capitale ed *energy intensive*, dove cioè la distorsione dei prezzi dei fattori ha generato strutture di impresa non economiche in relazione al sistema dei prezzi sui mercati liberi.

3.3. *Caratteri, natura e relazioni tra imprese e sistema creditizio*

L'economia in transizione non è tuttavia esclusivamente rappresentabile sulla base delle *socialist firms* senza prospettive di recupero, dal momento che in essa coesistono altre imprese economicamente più sane e aziende di nuova costituzione sorte per iniziativa privata. Il peso relativo di queste diverse categorie di aziende varia da paese a paese e, dunque in ciascuno di essi, diverso è il grado di collettivizzazione del rischio in precedenza descritto.

Anche nelle economie miste di stampo occidentale, impresa pubblica, banca pubblica e autorità centrale (Banca Centrale o Governo), tendono a riprodurre una sorta di collettivizzazione dei rischi; tuttavia la misura di tale fenomeno è incomensurabilmente più limitata di quella che si realizza nelle economie in transizione e comunque è più facilmente contrastabile con la privatizzazione dei soggetti coinvolti.

Se ne deduce che non è la collettivizzazione dei rischi a costituire di per sé l'elemento caratterizzante le economie in transizione, quanto piuttosto la dimensione del fenomeno.

Diviene ora fondamentale spostare l'attenzione sull'impatto che i processi di liberalizzazione finanziaria, e del sistema bancario in particolare, sta esercitando sulla miriade di aziende scaturite dalle privatizzazioni effettuate nei paesi dell'est europeo.

L'esperienza delle economie occidentali insegna che un sistema bancario afflitto da crisi di illiquidità e sistematicamente dipendente dal credito di ultima istanza, tende a comprimere il credito erogato e ad elevarne il costo, innescando così un processo di *adverse selection* anche nei confronti della clientela che gode di equilibrio economico. Quest'ultima, infatti, reagisce al razionamento del credito e all'aumentato costo, selezionando gli investimenti a più elevato rischio ai quali si accompagna — di norma — più elevato rendimento.

In linea di principio non vi dovrebbero essere contestazioni sull'operato di un'azienda in buono stato che decide di intraprendere investimenti caratterizzati da elevati livelli di rischio. Ciò che preoccupa è la scala del problema per il fatto che molte, tra le imprese che si spingono oltre le normali cautele, non hanno né l'esperienza né dotazioni di capitale di riserva per gestire le condizioni di rischio a cui si sottopongono.

Un ulteriore problema che affligge le aziende di piccole e medie dimensioni è pertanto costituito dal fatto che il tentativo del sistema bancario di operare secondo principi di mercato si scarica in forma amplificata sulla fascia di clientela più sana economicamente, inducendo anche presso di essa una accresciuta propensione al rischio.

Si afferma così una classe di imprenditori orientati ad investimenti di breve orizzonte, al posto di dar vita ad iniziative imprenditoriali in grado di consentire il necessario salto tecnologico e organizzativo al sistema produttivo. Il credito cui si fa ricorso è dunque di breve termine e finanzia prevalentemente transazioni commerciali specifiche: è credito di scopo, ancorato ad operazioni in buona misura autoliquidantesi.

Questa situazione è sintomatica di uno stato di crisi finanziaria, dal momento che quest'ultima si caratterizza proprio per l'incapacità del mercato di canalizzare i fondi verso gli im-

pieghi più produttivi a causa di un inasprirsi dei fenomeni di *moral hazard* e *adverse selection*.

In quest'ambito, è chiaro che al sistema bancario non può essere attribuito neppure il compito di custodire il risparmio privato, né alla banca centrale di difendere la stabilità e la credibilità del sistema: giacché le banche non sono in grado di opporsi allo strapotere delle *socialist firms* e la banca centrale è nei fatti espropriata del controllo della base monetaria.

Il sistema bancario e la banca centrale vanno invece concepiti come un importante strumento di intervento nell'economia, cui spetta di realizzare gradatamente una riduzione della collettivizzazione del rischio delle *socialist firms* ed un più facile accesso al credito da parte dell'iniziativa privata.

La riforma di tale sistema rappresenta la vera sfida che le economie in transizione stanno cercando di realizzare. In particolare si tratta di constatare che il sistema bancario, lasciato a se stesso, realizza una inefficiente funzione distributiva, sia con riguardo alle destinazioni — poiché non riesce a rifiutare credito alle *socialist firms* e raziona le iniziative private di nuova costituzione — sia con riguardo alle forme di finanziamento (finanzia gli investimenti delle *socialist firms* e il circolante commerciale delle imprese private).

Così le nascenti imprese, sorte per iniziativa privata si trovano a subire:

- sul fronte creditizio lo spiazzamento da parte delle *socialist firms*;
- su quello finanziario lo spiazzamento da parte del Tesoro;
- su quello valutario lo spiazzamento proveniente dalla concorrenza estera;

Nell'insieme questi effetti stringono a tenaglia l'iniziativa privata oltre la semplice disciplina di mercato. Ciò che consente ad esse di radicarsi egualmente è la grave imperfezione dei mercati reali — *in primis* del processo distributivo — la quale rende la concorrenza di prezzo e di qualità in larga misura inoperante. In quest'ambito anche la logica privata è indisciplinata, in quanto sfrutta a proprio vantaggio le inefficienze del sistema nel tentativo di preservare la propria nicchia di monopolio (geografico, di prodotto, di accesso alle materie prime, ecc.), grazie alla quale godere della rendita connessa allo spazio

economico occupato: il mercato in questi paesi è infatti ancora in larga misura del venditore.

Ma vi è di più: il disordine monetario spinge tutte le imprese ad anticipare nei prezzi i saggi di inflazione attesa con l'effetto di accrescere artificiosamente le fonti interne di finanziamento per le imprese (si pensi, a titolo di esempio, alle rivalutazioni del magazzino per tenere conto dell'inflazione).

Questo fa sì che, all'adozione di politiche monetarie restrittive, le aziende di credito rispondano con una contrazione dei soli crediti verso i quali dispongono di margini di discrezionalità, ovvero i crediti alle imprese private.

La limitazione della concorrenza e la ripartizione, su base geografica, dell'operatività delle banche sorte per scorporo dalla banca centrale fa sì che, alla contrazione del credito, le imprese affidate meritevoli di finanziamento non possano rispondere — come accade nelle economie occidentali — sostituendo il rapporto creditizio con altre controparti bancarie. Pertanto sono costrette a contrarre il proprio fabbisogno o riducendo il livello di produzione o, viceversa, incrementando i prezzi nel tentativo di ridurre la dipendenza da fonti esterne di finanziamento. Si instaura così, nelle economie in transizione, una sorta di reciproco rafforzamento delle cause di indisciplina, con l'effetto di scaricare sulla popolazione non solo i costi ma pure le inefficienze della transizione.

La funzione creditizia può essere svolta a favore tanto dello svolgimento dei cicli produttivi sotto forma di finanziamento del capitale circolante, quanto di nuovi investimenti. In una economia di mercato, dato il vincolo della scarsità di risorse, i due fabbisogni sono in continua competizione fra loro e spetta al sistema bancario il compito di distogliere risorse dal flusso circolare per realizzare nuovi investimenti, così consentendo la riorganizzazione della produzione su basi nuove e più efficienti: favorendo, in altri termini lo sviluppo.

La banca, infatti, deve adattare le forme tecniche di finanziamento alle esigenze della clientela meritevole di credito e non, viceversa, costringere quest'ultima entro rigide forme tecniche di finanziamento. Spesso è l'impresa affidata a sollecitare la banca ad adeguare le forme tecniche di finanziamento alle proprie specifiche esigenze. In ciò la banca asseconda l'im-

presa sino a che l'articolazione delle operazioni consentite lo permette.

Le banche tendono cioè a divenire universali, in primo luogo per la difficoltà di separare — nel moderno svolgersi d'impresa — tipologie di fabbisogni specifici della clientela affidata. Per questo, in genere, l'esercizio della banca universale presuppone un elevato grado di maturità tecnica, tanto presso l'intermediario, quanto presso la clientela.

In un sistema meno sviluppato e meno sofisticato, le forme tecniche di finanziamento sono invece più rigidamente ancorate a fabbisogni-tipo d'impresa e svolgono un ruolo importante nel disciplinare la destinazione del credito presso l'impresa stessa. Ciò per due principali ordini di motivi: per ridurre i rischi e per favorire un appropriato uso del credito bancario.

In quest'ambito, alla banca commerciale è in genere delegato lo smobilizzo di carta commerciale mentre, agli istituti di credito mobiliare è delegato il credito a prorata scadenza. La specializzazione degli intermediari è finalizzata, in contesti dotati di un maggior rischio sistemico ed afflitti in maggior misura da fenomeni di *adverse selection*, a rendere operativo l'esercizio del credito mediante strumenti oltremodo approssimativi per una approfondita conoscenza delle situazioni aziendali.

Occorre cioè prendere atto che economie ancora troppo poco sviluppate — come le economie in transizione — dove il grado di immaturità tecnica degli operatori con riguardo alle pratiche manageriali è elevato, gli intermediari devono svolgere attività elementari, sussidiarie a quelle tipiche di impresa e concepite al fine di limitare il più possibile un uso improprio dei finanziamenti. Una rigida specializzazione dei compiti fra istituti deputati a finanziare lo sfruttamento dello stock di capitale fisso già in essere ed istituti rivolti a finanziare gli investimenti fissi, può rappresentare il mezzo attraverso il quale sgravare la banca di deposito di compiti per cui non è adatta.

L'alveo naturale della banca ordinaria, in economie in sviluppo, è costituito da finanziamenti per i quali possa esistere una ragionevole prospettiva di rimborso. Spetta, invece, ad intermediari specializzati nel medio termine finanziare gli investimenti fissi e comunque i fabbisogni durevoli, con riguardo

ai quali essenziale è la capacità degli istituti stessi di dar luogo ad un *turnover* grazie alla *securization* dei crediti.

Le esperienze delle banche di sviluppo sono risultate fallimentari in tutti i paesi in via di sviluppo, caratterizzati da situazioni nelle quali l'assenza di iniziative imprenditoriali è fenomeno assai più grave della carenza di capitali, per cui la banca di sviluppo trova difficile erogare i finanziamenti e sollecitare, in genere, la domanda di credito a condizioni di mercato.

Le economie in transizione non si trovano in questo stadio di primitiva arretratezza, anche se sino a quando non viene bloccato il meccanismo perverso dell'indisciplina finanziaria, la domanda di lungo periodo è destinata a rimanere latente, dato che nessun imprenditore è disposto a sopportare i rischi di iniziative a lenti ritmi di recupero economico in condizioni di instabilità monetaria.

Per questo motivo è ragionevole supporre che, solo dopo aver disciplinato la domanda di credito ordinario a breve scadenza, potrà manifestarsi una domanda di finanziamenti a protratta scadenza da parte dell'iniziativa privata.

L'effetto disciplinante dell'introduzione di forme di credito autoliquidantesi non deve essere sottovalutato. Esso, infatti, opera su più fronti in favore delle imprese private portando ad un razionamento naturale delle *socialist firms*:

1) innanzitutto il credito è subordinato all'esistenza di un rapporto mercantile ovvero alla capacità d'impresa di realizzare comunque uno scambio a condizioni di mercato;

2) in secondo luogo sfavorisce, a parità di circostanze, le imprese integrate verticalmente quali le *socialist firms*;

3) in terzo luogo induce ad ampliare la gamma di clienti — al fine di presentare carta tratta su nominativi differenti — rompendo così i rapporti di rigida dipendenza tra imprese creatisi nel periodo di pianificazione centralizzata;

4) infine favorisce la via della progressiva cessione e riorganizzazione delle attività, dal momento che agevola la riorganizzazione su base interaziendale del capitale fisso ricevuto in eredità dal precedente sistema di economia socialista;

Grazie, cioè, ad un sistema bancario meno ambizioso quanto a spettro di operatività e più prudente, in quanto costretto entro vincoli oggettivamente predeterminati, si può ottenere una graduale maggiore disciplina delle *socialist firms*, con

l'effetto di ridurre lo spiazzamento del settore delle imprese private di recente costituzione. È su di esse che si gioca il destino del sistema bancario ed in ultima analisi delle prospettive di risanamento dei paesi in transizione, dall'economia di comando, all'economia di mercato.

3.4. *Le soluzioni proposte*

Nei paragrafi precedenti, sono stati individuati tre principali ordini di problemi, che investono le aziende operanti nelle economie considerate, in particolar modo quelle di dimensioni medio-piccole.

Si tratta della:

a) sistemazione dello *stock* di crediti/debiti generati nella precedente economia di comando ai quali non corrisponde ricchezza (tipicamente *bad/ non performing loans*);

b) disparità nella dotazione di mezzi propri ereditata sempre dal sistema precedente, cui non corrisponde capacità di reddito;

c) erogazione dei nuovi flussi di credito che non segue principi di efficienza;

Come è evidente, i punti a) e b) attengono a *stock* di capitali, mentre il punto c) a flussi.

In precedenza si è pure illustrato come, pressoché ovunque, si sia affidato al sistema bancario (di nuova costituzione) il compito di dar soluzione nel tempo ai problemi di *stock*, distogliendo risorse dal finanziamento della produzione corrente in favore di nuovi investimenti, suscettibili di generare reddito e, per questa via, di ammortizzare le perdite preesistenti (soluzione di cui al punto a) e di generare flussi di autofinanziamento in grado di riequilibrare le strutture finanziarie delle imprese più capaci (soluzione al problema di cui al punto b).

Le ragioni vanno ricercate in due imprescindibili vincoli. Le banche non finanziano investimenti, ma imprese, nel senso che le opportunità di investimento debbono accompagnarsi ad una adeguata dotazione di risorse iniziali da parte dell'imprenditore per poter creare capacità di credito, e comunque nessuna azienda di credito con una dotazione di mezzi propri negativa — per via di un volume di depositi superiore all'attivo, al netto

dei *bad loans* irrecuperabili — può assumere autonome valutazioni sul merito del credito.

L'assenza di mezzi propri — tanto presso le imprese, quanto presso le aziende di credito — fa sì che non vi possa essere soluzione di mercato alla ristrutturazione dello *stock* di capitale preesistente. Senza capitale di rischio non vi può essere infatti azienda in una economia di mercato, mentre al di fuori di tale contesto un simile vincolo non sussiste, perché le unità di produzione non assumono la veste di aziende, vuoi per l'assenza di rischi (propria delle economie pianificate), vuoi per la collettivizzazione dei rischi stessi (propria delle economie finanziariamente indisciplinate).

Ciò fa comprendere che un'efficiente allocazione del credito presuppone un'adeguata dotazione di mezzi propri sia presso le banche, sia presso le imprese affidate, a prescindere dalla struttura del sistema bancario. Ma vi è di più. Nelle economie di mercato nessuna azienda con una dotazione negativa di mezzi propri dovrebbe poter operare: si avrebbe, altrimenti, una sorta di abuso dell'istituto della responsabilità limitata da parte dell'imprenditore.

Per questa ragione, la più vistosa distorsione che caratterizza le economie in transizione è la presenza di imprese e di banche *in funzionamento* con una dotazione di mezzi propri negativa, le quali — come si è detto — operano una progressiva distruzione di ricchezza, attraverso l'assunzione irresponsabile del rischio, dal momento che questo non grava né sull'impresa, né sui terzi finanziatori, sino a che esiste un prestatore di ultima istanza.

In capo al sistema bancario, in particolare, grava l'impegno statale di garantire il valore nominale dei depositi. Questa garanzia, in presenza di aziende di credito tecnicamente insolventi, equivale ad una passività implicita per il bilancio dello Stato, di importo corrispondente alla quota inesigibile di crediti alle *socialist firms* in portafoglio alle aziende di credito. È questa la ragione ultima per cui i *bad loans* costituiscono a tutti gli effetti debito pubblico e come tali andrebbero sostituiti con titoli di Stato.

Sulle imprese e sulle aziende di credito gravano spesso altri oneri impropri i quali possono assumere le più svariate forme: dal pagamento di pensioni agli ex-dipendenti, alla fornitura di

servizi ai lavoratori, alla esuberanza di organico a seguito del venir meno di funzioni amministrativo-burocratiche necessarie nel precedente sistema di pianificazione centralizzata. Il trasferimento di questi impegni, dalle imprese allo Stato consentirebbe, non solo di ridurre il potere negoziale del *management* delle *socialist firms* nei confronti delle comunità locali, e dunque di ridurre il costo sociale della loro ristrutturazione o liquidazione, ma soprattutto di competere in condizioni di parità con la nascente concorrenza privata, la quale è sgravata da oneri impropri. Di per sé lo sgravio di questi impegni non sarebbe sufficiente alla ricapitalizzazione delle imprese, ma consentirebbe comunque di isolare le cause esogene di dissesto aziendale o, per le imprese più capaci, di incrementare i prezzi ricavo. Verrebbe infatti accresciuto, a parità di altre condizioni, il risparmio di impresa sia pur al prezzo di un accresciuto disavanzo (distruzione di risparmio) statale.

Questa circostanza non è di poco rilievo se si considera, da un lato, la difficoltà di sviluppare, in questi paesi, mercati in grado di mobilitare e diffondere l'investimento in capitale di rischio delle imprese e, dall'altro, l'importanza delle fonti interne di finanziamento per l'approvvigionamento di capitale di rischio, da parte delle imprese a proprietà pubblica.

Ai fini della ricapitalizzazione delle imprese con prospettive di recupero per il tramite di adeguati margini di autofinanziamento, essenziale è il contributo delle banche. Queste ultime dovrebbero intervenire nelle ristrutturazioni delle *socialist firms* caratterizzate da buone opportunità di investimento, ma da una insufficiente o nulla dotazione di mezzi patrimoniali. La loro funzione sarebbe quella di trasformare il valore virtuale delle azioni di queste imprese in valore effettivo, grazie alla realizzazione delle iniziative e all'accumulo dei profitti conseguenti, per poi eventualmente favorire lo smobilizzo delle azioni in mercati secondari.

Le considerazioni che precedono fanno intendere come l'oggettiva difficoltà di distinguere fra debito pubblico e debito privato, con riguardo allo *stock* di passività finanziarie ereditate dalle precedenti economie di comando, sia aggravata dalla presenza di imprese e di banche in funzionamento con dotazioni negative di mezzi propri, segno che alla gestione della transizione è mancata una adeguata prospettiva aziendale.

Paradossalmente, la volontà di non ripartire tra le parti gli sprechi del precedente sistema ha creato una situazione nella quale nessun operatore viene ritenuto responsabile del passivo ereditato, l'istituto del fallimento è inoperante e tutto il debito privato assume implicitamente la veste di debito pubblico.

Il credito creato attraverso addebito di interessi — in quanto non comporta trasferimento di capacità di spesa — non attiva il moltiplicatore dei depositi e così deteriora l'equilibrio finanziario del sistema bancario, il quale viene ad accrescere la dipendenza dal credito di ultima istanza. Così il debito pubblico, che formalmente assume la veste di credito privato, è soggetto a monetizzazione crescente al crescere del tasso applicato sul debito delle *socialist firms* e del nuovo credito accordato — in conto capitale — a queste stesse imprese.

In assenza di mezzi propri è pure disinnescata la possibilità che il processo competitivo sui mercati reali espella gli operatori meno efficienti; in quanto viene a mancare il limite oltre il quale può spingersi la distruzione di risorse da parte dell'impresa. In quest'ambito, il processo di selezione del sistema delle imprese è formalmente nelle mani del sistema bancario, sostanzialmente in quelle dell'Autorità Centrale.

Senza una adeguata iniezione di mezzi propri, la transizione non può cioè riuscire nella separazione del legame imprese-banche-autorità centrale voluta dal piano, perché il decentramento decisionale è solo formale, mancando le imprese e le banche di risorse proprie, da allocare autonomamente.

Solo una visione sistemica, che prenda atto dell'assenza di capitale di rischio, della sostanziale natura pubblica del debito privato e dell'assenza di autonomia gestionale degli operatori, può consentire di sgravare il sistema bancario di compiti e di vincoli che entrano in contrasto con i principi di sana gestione. Purtroppo una siffatta visione di insieme può spingere verso una diversa strada egualmente ricca di insidie, che vede il sistema bancario protagonista del processo di privatizzazione delle grandi imprese nazionali.

Proprio l'assenza di capitale di rischio, unitamente all'esigenza di fornire al *management* delle imprese pubbliche adeguati incentivi a perseguire l'obiettivo del reddito, ha spinto molti autori ad individuare, quale ulteriore compito del si-

stema bancario nella fase di transizione, l'assunzione diretta di partecipazioni nelle *socialist firms* giudicate *viabile*.

Questo obiettivo ha indotto molte economie ad adottare lo schema operativo della banca universale — nello stabilire lo spettro di attività consentite alla banca di deposito — consentendo a tali istituzioni di assumere partecipazioni in imprese non finanziarie. Ciò talvolta si è accompagnato alla ricapitalizzazione delle banche, le quali sono chiamate a trasformarsi — per questa via — in erogatori di mezzi propri al sistema delle imprese.

Va considerato che le banche commerciali, nate per scorporo dalla banca centrale, già avevano rapporti con le *socialist firms* e dunque l'assunzione diretta di partecipazioni, da parte delle prime nelle seconde, altro non farebbe che riprodurre quella commistione di interessi che fin dal precedente sistema pianificato aveva condotto all'indisciplina finanziaria. Anziché scindere le responsabilità, la privatizzazione così condotta ha avuto un po' ovunque l'effetto di riaccorparle in modi formalmente differenti (il controllo delle imprese alle banche anziché allo Stato), ma sostanzialmente simili (giacché le banche, squilibrate finanziariamente, dipendono dal credito di ultima istanza, erogato da banche centrali scarsamente autonome rispetto ai Governi).

4. Le fasi del cambiamento istituzionale

La transizione da economie pianificate ad economie di mercato è un processo che richiede tempi lunghi. L'esperienza di alcuni paesi (ad es. la Polonia) insegna che il tentativo di accelerare la transizione con l'introduzione massiccia di regole e di istituzioni di mercato, a prescindere dall'effettiva loro possibilità di agire nel contesto in cui sono stati calati, accentua, anziché ridurre, l'indisciplina delle *socialist firms* ⁽¹⁹⁾. La credibi-

⁽¹⁹⁾ OECD, *Reform of the Banking Sector in Czechoslovakia*, dattiloscritto, 4Th May 1992; REPUBLIC OF POLAND, MINISTRY OF FINANCE, *Selected aspects of the financial sector in Poland*, Report prepared at the request of OECD, dattiloscritto, November 1992;

lità di meccanismi troppo severi è vanificata dalla prevedibile incapacità del governo di sopportarne i costi sociali.

Ma vi è di più: l'esigenza di intervenire *ex post* di caso in caso, anziché in pochi casi individuati su base oggettiva, è la prima causa della reintroduzione del principio di negoziazione fra autorità centrale e *socialist firm*. In un contesto di profondi squilibri strutturali, quanto più la manovra di stabilizzazione è severa, tanto meno è credibile e quindi efficace, poiché il comportamento delle imprese è guidato dalle attese di interventi *in extremis* del settore pubblico. Cresce così il potere negoziale delle imprese più inefficienti, con l'effetto complessivo di compromettere le potenzialità di sviluppo a medio termine di queste economie.

Di questa situazione sono destinate a soffrire *in primis* le banche, le quali non possono svolgere il ruolo che è loro proprio nelle economie di mercato in un contesto in cui le imprese non sono autonome né disciplinabili. La transizione è un processo che richiede tempo, dal momento che occorre creare gradatamente le condizioni affinché i meccanismi di mercato siano efficaci e guadagnino di credibilità presso tutti gli operatori. Perché ciò avvenga occorre che la reintroduzione del rischio nel sistema economico — obiettivo cui è finalizzato l'intero processo di transizione — sia graduale, ovvero che la scissione di legami fra le unità economiche ereditate dal vecchio regime e la attribuzione di specifiche responsabilità siano progressivamente estese dalle unità più capaci a quelle meno capaci.

Il principale rischio in cui è facile cadere nel processo di transizione consiste nel trasformare dall'oggi al domani circostanze o situazioni proprie di un contesto — l'economia socialista — in quelle proprie di un altro — l'economia di mercato.

Così, ad esempio, trasformare il passivo delle *socialist firms* nella medesima proporzione di debito e di mezzi propri di cui le imprese erano dotate nel vecchio regime, quando rischio non vi era, significa inevitabilmente addossare al sistema bancario rischi d'impresa che non gli pertengono. E ancora, lasciare nei portafogli delle banche i debiti di imprese in situazioni economiche strutturalmente squilibrate significa non riconoscere che le sofferenze nei portafogli delle banche altro non sono che debito pubblico a tasso nullo, che infatti la banca centrale

deve rifinanziare — monetizzandolo — via credito di ultima istanza a tassi calmierati.

E ancora, considerare i depositi — frutto del risparmio forzato delle famiglie — attività finanziarie, significa non riconoscere che tali depositi sono semplicemente il corrispondente degli sprechi realizzati dal passato, o se si preferisce, la contropartita dei *bad loans* delle banche.

Infine, supporre che un insieme di attività produttive sia un'impresa, solo perché dispone di un proprio bilancio, a prescindere dall'esistenza o meno di una capacità prospettica di produrre reddito, significa concepire l'intero processo della transizione come un processo di tipo amministrativo. Lo stesso processo di privatizzazione, che in molti paesi ha seguito la strada dei c.d. *voucher*, è stato inteso come la distribuzione alla popolazione della proprietà dei mezzi di produzione e non come la diffusione di diritti a ricevere flussi di reddito futuri.

Per questo motivo, il processo di transizione allo stato attuale, deve essere necessariamente articolato in due fasi: la prima consiste nello scindere i legami fra le unità economiche sulla base, non di un'automatica traduzione di situazioni formalmente simili in differenti contesti, ma piuttosto di una ricostruzione di situazioni il più possibile normali per il nuovo contesto di mercato.

La seconda fase deve essere dedicata alla messa a fuoco dei caratteri tipici dell'economia mista e della progressiva attribuzione di responsabilità alle unità economiche.

4.1. *Prima Fase: la scissione dei legami tra le unità economiche*

Con riguardo alla scissione dei legami fra unità economiche, molti governi hanno tentato di far emergere gli sprechi del vecchio regime cercando di accollarli al bilancio pubblico e di ammortizzarli nei tempi consentiti dalle attese di proventi fiscali.

Sotto il profilo che qui interessa gli sprechi in parola sono rappresentati: sul fronte delle passività dai debiti del settore pubblico (titoli e moneta) e delle imprese (debiti e mezzi propri) per la quota non bilanciata da corrispondenti attività e

sul fronte delle attività, dai crediti in sofferenza delle banche e dal risparmio forzato (indotto cioè dalla penuria di beni) delle famiglie.

Il problema di maggiore rilievo consiste, allo stato attuale, nel determinare il valore di mercato delle attività — dello Stato e delle imprese — sulla base delle quali stabilire la quota di debiti irrecuperabili.

Nelle economie di mercato sono i mercati finanziari e creditizi a svolgere il compito di prezzare le attività finanziarie di diversa specie (rispettivamente *tradable* e *no tradable*) — dati i flussi di reddito attesi, i rischi propri di ciascuna attività ed i rischi *pro-tempore* più graditi dagli investitori. Nelle economie in transizione questo compito non può essere affidato a meccanismi di mercato.

Infatti, in un sistema economico dove l'oligopolio è la forma di mercato prevalente — per cui i prezzi seguono la logica del *mark-up*, anziché essere imposti dal mercato sulla base dell'apprezzamento della qualità relativa — e l'indisciplina finanziaria è la norma, né i risultati aziendali né lo stato di liquidità delle imprese forniscono indicazioni circa il reale valore delle *assets* aziendali.

Per questo l'operazione di *screening* delle prospettive reddituali delle imprese richiede:

1) dapprima valutazioni di politica industriale fondate su semplici e trasparenti comparazioni, da compiersi utilizzando prezzi e costi di mercato internazionale;

2) e solo successivamente l'intervento delle banche per giudicare dell'effettivo grado di rischio che esse intendono accollarsi nei confronti delle imprese giudicate risanabili.

4.2. *Seconda Fase: la messa a fuoco dei caratteri tipici dell'economia mista*

La seconda fase attiene alla trasformazione dei debiti in mezzi propri sulla base di regole di buona finanza d'impresa. La trasformazione di capitale di debito in capitale di rischio può essere compiuta direttamente dalle stesse aziende di credito, cui sia concesso accettare, quale rimborso dei debiti in essere, azioni di nuova emissione da parte delle imprese (*debt-equity swap*). Questa operazione è resa complessa sia dall'in-

certo processo di valutazione dei capitali economici (si veda più avanti) delle imprese, sia dalla disciplina fiscale la quale vede ancora il prevalere di imposte societarie commisurate al capitale investito (come ad es. i « *dividenda* » in Polonia), anziché al reddito netto. Ed ancora, la temporaneità dell'operazione la quale richiederebbe la capacità delle banche di sollecitare la sottoscrizione di queste azioni da parte del pubblico con la conseguente riduzione dei depositi al passivo.

La seconda fase del processo di transizione consiste quindi nella messa a fuoco dei caratteri tipici dell'economia mista. Si tratta di individuare — sulla base dei risultati della fase precedente — l'estensione della base produttiva senza prospettive di recupero e di dare avvio ad un processo di razionalizzazione delle iniziative non economiche, favorendo la necessaria mobilità di fattori e di risorse scarse (la manodopera qualificata, lo scorporo delle unità produttive ancora efficienti, l'assunzione delle strutture di servizio direttamente in capo al settore pubblico) nonché la definizione di nuove regole per l'assegnazione di commesse pubbliche ecc.

Purtroppo, in nessuna delle economie in transizione sono stati compiuti in misura soddisfacente i passi descritti. La transizione ha proceduto speditamente sotto il profilo delle riforme istituzionali, del quadro normativo e, in alcuni paesi, della stabilizzazione macroeconomica, mentre sul fronte aziendale ha generato situazioni anormali e sempre più difficili da dipanare e da risolvere.

Si pensi ad esempio alla privatizzazione diffusa — con il sistema dei *voucher* — di imprese con una dotazione di mezzi propri negativa (a valori di mercato). La liquidazione di siffatte imprese comporta oggi, oltre al costo sociale della perdita di posti di lavoro, anche la necessità di azzerare il valore delle azioni di recente distribuzione al largo pubblico, con il rischio di minare sul nascere la *public confidence* degli investitori.

L'assenza di un processo di *cleaning* — ovvero di ristrutturazione finanziaria, creditizia e monetaria, prima ancora che di ristrutturazione industriale —, oltre a comportare il rafforzamento degli operatori indisciplinati rispetto alla logica del mercato, determina altri due elementi peculiari e comuni ormai a tutte le economie in transizione.

Innanzitutto la debolezza intrinseca del sistema bancario schiacciato dai *bad loans*.

Secondariamente l'adozione di un semplice passaggio da economie di comando, ad economie di mercato per la strada breve della liberalizzazione dei prezzi e della trasformazione della proprietà delle imprese da pubblica a privata, ha generato una sorta di processo *backward looking* ovvero di sistemazione del passato, in luogo di un processo *forward looking*, ovvero di predisposizione di condizioni di impresa favorevoli alla creazione di ricchezza nel nuovo contesto di mercato.

Il processo di transizione ha visto porre in molte realtà dell'est europeo un'eccessiva enfasi sull'aspetto amministrativo e non su quello contrattuale. L'effetto complessivo è quello di disporre di un sistema di unità amministrative autonome, le quali non reagiscono a stimoli e ad opportunità di mercato secondo le modalità proprie di imprese orientate al profitto. Il che significa, rovesciando la prospettiva, che il mercato, inteso come insieme di relazioni contrattuali e di segnali (prezzi e quantità) in un contesto competitivo, non costituisce l'*habitat* più idoneo per questi operatori: quindi l'agire delle forze di mercato è causa di elevata instabilità sistemica e di fragilità finanziaria.

Le *socialist firms*, costrette amministrativamente ad assumere il rischio di impresa senza essere state né predisposte né concepite a tal fine, reagiscono collettivizzando tale rischio attraverso la loro indisciplina finanziaria. Ciò che preme rilevare in quest'ambito, è che l'elemento di instabilità trae origine *in primis* dall'assenza di un'operazione di *cleaning* dal bilancio degli operatori.

La diffusa indisciplina economica del sistema delle imprese, oltre a determinare la collettivizzazione dei rischi imprenditoriali, genera una sorta di funzionamento per cassa dell'economia.

La disponibilità di mezzi finanziari, a qualunque titolo ottenuti, rappresenta infatti il prerequisito per il funzionamento d'impresa. Essendo la sopravvivenza il fine della maggior parte delle SF, ne scaturiscono due effetti perversi: da un lato, lo smobilizzo da parte delle imprese di attività ereditate dal precedente sistema di economia collettivizzata; dall'altro, l'incapacità del sistema bancario di contrastare adeguatamente la domanda di risorse da parte delle imprese più indisciplinate.

Questi elementi concorrono a rafforzare la capacità di resistenza delle SF, atteso che la possibilità di « far cassa » cedendo attività vede favorite le imprese con una maggiore dotazione di capitale fisso e che il comportamento passivo delle banche rende inefficace la via dell'introduzione della disciplina economica (ad esempio rafforzando la legge fallimentare).

In quest'ambito risulta chiaro che l'unica strada da percorrere consiste nel modificare il sistema di governo delle imprese (il *corporate control*).

Il problema si sposta sulle condizioni che possono consentire l'attecchimento di iniziative private in un contesto di mercato in cui non funziona il meccanismo di espulsione delle attività non economiche (barriere all'uscita), giacché l'esperienza evidenzia che nelle economie frammentate l'uscita di imprese inefficienti è propedeutica all'entrata di nuove imprese (vale a dire che le barriere all'uscita sono causa di barriere all'entrata).

Il rafforzamento del sistema di governo delle imprese pubbliche è la strada principale attraverso la quale introdurre la disciplina di mercato nelle economie in transizione, di conseguenza non deve stupire che esso presupponga implicitamente l'accettazione della disciplina di mercato. I problemi sorgono in conseguenza del fatto che la disciplina di mercato seleziona le imprese sulla base, non delle loro potenzialità economiche, bensì dello stock di risorse ottenuto dal precedente sistema di pianificazione centralizzata.

La semplice liberalizzazione dei prezzi, in economie frammentate — in cui le imprese hanno differente accesso ai fattori della produzione, sia per quantità che per condizioni contrattuali — non è in grado di innescare forze di mercato sufficienti a disciplinare il comportamento degli operatori, giacché la capacità di resistenza delle imprese *no viable* è ad esse superiore.

In questo senso la privatizzazione è stata concepita come un processo *backward looking* dal momento che ha favorito lo *status quo* in quanto, alla modifica della proprietà, non si accompagna un rinnovamento del sistema di governo delle imprese.

5. Il finanziamento delle aziende private emergenti nelle economie in transizione

È ormai generalmente riconosciuta l'importanza assunta dalle piccole e medie imprese nella promozione dello sviluppo economico e nella creazione di posti di lavoro, non solo per i paesi già sviluppati, ma anche per le economie in fase di transizione.

Ritenuto il motore della crescita economica, il settore delle PMI è ritenuto di grande interesse sia da parte delle forze politiche sia da parte degli intermediari finanziari pubblici e privati. Tali considerazioni non devono, ovviamente, condurre alla automatica sottovalutazione dell'importanza assunta dalle economie di scala in moltissime industrie manifatturiere e del ruolo giocato da queste ultime in termini di forze produttive e occupazionali. Le realtà delle piccole e medie imprese è comunque ben diversa, così come è diversa l'attenzione da dedicarvi, dovendosi considerare queste ultime come entità distinte e non alla stregua di una versione ridotta della grande azienda.

In molti contesti economici come quelli nipponico, tedesco e statunitense, il tessuto economico produttivo è quasi interamente dominato da queste tipologie aziendali.

Un'indagine, condotta nel 1991 sull'allora Comunità Economica Europea, indica che, su quasi 14 milioni di aziende comunitarie, le PMI ammontavano al 99,9% con una copertura in termini occupazionali del 72%⁽²⁰⁾.

Indagini successive, condotte dall'OCSE nel 1997 sui rapporti tra le economie in transizione e i paesi più sviluppati, non si discostano molto dalle percentuali riportate⁽²¹⁾.

A spiegazione dell'importanza assunta dalle piccole e medie imprese per la crescita economica e per lo sviluppo, tanto nei paesi industrializzati quanto in quelli in transizione, possono essere richiamati numerosi fattori.

⁽²⁰⁾ Fonte: OECD (1996), *System for Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*, p. 9.

⁽²¹⁾ Fonte: *Business Central Europe*, July-August 1999, p. 40.

I processi di privatizzazione richiedono necessariamente operazioni di ristrutturazione e di riduzione, in termini dimensionali, delle grandi compagnie pubbliche, con conseguente smantellamento delle strutture produttive e ripartizione della forza lavoro. In questa fase il mantenimento, e in alcuni casi la crescita occupazionale, può derivare solamente dalle piccole e medie imprese privatizzate o da quelle di nuova costituzione.

Un ulteriore aspetto da considerare è quello più strettamente legato al fenomeno della globalizzazione che sta interessando anche l'economia in transizione. La riduzione della distanza economica, attraverso sia la liberalizzazione di prodotti e servizi sia lo sviluppo dei mercati finanziari, sta imponendo anche in queste economie una serrata competizione per la ricerca delle migliori opportunità di lavoro e di sviluppo.

Le grandi società conglomerate dell'occidente sono in grado di aumentare la loro produttività attraverso lo spostamento di parte della loro produzione verso paesi dove il costo del lavoro, nonostante la relativamente bassa produttività, si presenta ancora a livelli estremamente convenienti.

La domanda di *outsourcing* costituisce quindi un altro importantissimo fattore di crescita per queste economie.

La promozione e lo sviluppo delle piccole e medie imprese pone tuttavia una serie di problemi, soprattutto di natura finanziaria e fiscale, spesso di non facile risoluzione.

La letteratura aziendalista afferma che la creazione di un ambiente competitivo favorevole allo sviluppo delle piccole e medie imprese non può essere realizzata solamente attraverso la concertazione di politiche volte a migliorare l'accesso al credito, ad aumentare gli incentivi fiscali e a definire schemi pubblici di garanzia.

Tra i possibili ostacoli allo sviluppo delle piccole e medie imprese presenti nell'ambiente competitivo è possibile richiamare la presenza di:

- carichi fiscali elevati — tassazioni sul reddito, sulle eredità, sul capitale e sulle proprietà o ancora sulle riserve societarie (nel caso di cambiamento della forma societaria);
- schemi normativi particolarmente costosi nelle fasi di prima costituzione e di sviluppo iniziale delle nuove imprese;
- un ambiente economico caratterizzato da elevata inflazione e alti tassi di interesse;

— (relativamente) elevati e quindi parzialmente non competitivi — nei confronti delle economie asiatiche in via di sviluppo — livelli salariali, come conseguenza di rigidi accordi presi tra governi e parti sociali;

Similmente possono essere citate la mancanza di capacità manageriali, che caratterizza le nuove classi imprenditoriali, o l'accesso limitato ai mercati produttivi interni ed esterni, quali cause separate delle enormi difficoltà incontrate dalle PMI.

Si tratta di problemi che devono essere affrontati direttamente, attraverso la ricerca di un miglioramento delle condizioni finanziarie e dell'ambiente esterno all'azienda e non, come spesso è stato fatto, seguendo una prospettiva puramente macroeconomica.

Prima di valutare i sistemi di finanziamento delle piccole e medie imprese, attuati in alcune economie dell'est europeo « rig » in particolare Polonia, Ungheria e Repubblica ceca —, pare opportuno precisare cosa si intende effettivamente per piccole e medie imprese.

È possibile chiedersi se sia sufficiente distinguere tra grandi *corporations*, dove si assiste a alla separazione tra proprietà azionaria e direzione dell'azienda, e piccole e medie imprese, dove queste funzioni sono di norma esercitate in modo congiunto da una o più persone fisiche.

La scelta operata all'interno del presente lavoro prende spunto dalla discussione, emersa al *workshop* di Parigi nel 1996 sul finanziamento delle PMI nei paesi dell'Europa centro-orientale, dove i rappresentanti dei principali paesi industrializzati delle economie considerate hanno ampiamente dibattuto sulla definizione di criteri univocamente validi per la suddivisione tra aziende piccole, medie e grandi.

Alcuni autori hanno presentato un modello del ciclo di vita economico aziendale con il preciso scopo di inquadrare, definendole, le diverse specifiche necessità finanziarie della piccola e media impresa durante il suo ciclo di vita⁽²²⁾.

Sono stati così identificati cinque stadi fondamentali:

- 1) la fase della costituzione;
- 2) la fase dello sviluppo;

⁽²²⁾ Tra gli altri si vedano HIRANO, M., SUZUKY, K. (1995), *An Overview of The SME Financing System in Major OECD Countries*, OECD Ed.

- 3) la fase iniziale della crescita;
- 4) la fase finale della crescita;
- 5) la fase di consolidamento;

Secondo quanto presentato da Suzuki è possibile distinguere, all'interno di questo modello, tra aziende aventi una numerosità di dipendenti minore, compresa e maggiore rispetto alle 50 e le 250 unità, ritenendosi questa una linea di demarcazione più che accettabile per differenziare le piccole e medie imprese da quelle di più grandi dimensioni. Ulteriori suddivisioni, sebbene giustificabili da un punto di vista strettamente operativo — ovvero in relazione a specifici programmi di promozione e di ristrutturazione aziendale — sarebbero da considerarsi, da un punto di vista del modello teorico, tanto artificiali quanto insignificanti.

Più recentemente alcuni studi, promossi dalla Commissione Europea e dal Centro per la Cooperazione con le Economie in Transizione⁽²³⁾, hanno fatto emergere la necessità di un'ulteriore segmentazione per prendere in più stretta considerazione le cosiddette micro-aziende. Si tratta di attività imprenditoriali costituenti una realtà estremamente complessa — con problematiche distinte nella fase di sviluppo e nei rapporti con le istituzioni finanziarie — la cui trattazione si pone però ben oltre gli scopi del presente lavoro.

Il modello di evoluzione presentato da Suzuki per il finanziamento delle piccole e medie imprese nelle economie in transizione presuppone tre stadi di sviluppo:

- 1) La fase dello sviluppo di base.

La maggior parte delle economie in transizione si trova ancora in questo primo stadio, caratterizzato prevalentemente da obiettivi quali:

- a) la realizzazione dello sviluppo di un buon sistema finanziario e, soprattutto, di un diligente sistema bancario;
 - b) la realizzazione delle basi su cui dovrà essere fondato il mercato dei capitali;
 - c) la realizzazione misure e politiche a supporto delle piccole e medie imprese;
- 2) La fase delle politiche di sviluppo.

⁽²³⁾ Si tratta di un organo presente all'interno dell'OCSE con compiti di coordinamento e supervisione nei processi di privatizzazione e di ristrutturazione finanziaria attuati nei paesi dell'Europa centro-orientale.

Tale fase è caratterizzata dalla presenza di forti iniziative a supporto delle piccole e medie imprese ed obiettivi quali:

- a) un'ulteriore ristrutturazione del sistema bancario;
- b) la creazione di strutture di mercato in grado di operare efficacemente al interno dei nuovi mercati dei capitali;
- c) il miglioramento delle politiche di sostegno economico-finanziario alle aziende;

Questa è la fase in cui si trovano paesi come l'Ungheria, la Polonia, la Repubblica ceca e quella slovacca.

3) La fase dello sviluppo dell'efficienza.

Questo stadio — raggiunto solamente dai più avanzati paesi partecipanti all'OCSE — è invece caratterizzato dall'obiettivo di sviluppare un supporto infrastrutturale più efficiente a sostegno delle piccole e medie imprese attraverso:

- a) una specializzazione dei servizi bancari e il miglioramento della qualità dei prodotti finanziari;
- b) la creazione di mercati dei capitali *Over The Counter* più efficienti per favorire la crescita delle piccole e medie imprese;
- c) il miglioramento delle condizioni per lo sviluppo delle *venture capitals*;
- d) la realizzazione di misure più efficaci a supporto delle piccole e medie imprese, ricoprenti fabbisogni di natura economica, finanziaria, fiscale ecc;

L'idea generale proposta in questo schema è che le economie in transizione possano imparare dalle azioni che hanno caratterizzato positivamente o negativamente lo sviluppo dei paesi OCSE.

Nei paragrafi che seguono verrà utilizzato questo schema per la trattazione del ruolo assunto dalle banche e dagli istituti di credito, dai governi e dai mercati dei capitali nel finanziamento delle piccole e medie imprese.

5.1. *Il ruolo assunto dal settore bancario nelle economie in transizione a sostegno delle piccole e medie imprese*

Sebbene sia generalmente riconosciuta l'importanza del credito, proveniente *in primis* dalle aziende e dagli istituti di credito, per lo sviluppo della piccola imprenditoria privata, non è ancora ben chiara in letteratura la necessità di assumere una prospettiva interamente aziendalista che porti in primo

piano le differenti necessità finanziarie dell'impresa durante il suo stadio evolutivo.

Spesso non si tiene in adeguata considerazione il fatto che il credito bancario possa essere solamente una delle componenti all'interno di un ideale pacchetto di finanziamento.

A parte alcune fonti di finanziamento informale quali l'aiuto da parte di amici, parenti e benefattori, strumenti come il *factoring*, il *leasing* e i finanziamenti — provenienti dal governo o dalle *venture capitals* — costituiscono importanti risorse a sostegno delle piccole e medie imprese.

Lo scopo di questo paragrafo è essenzialmente quello di fare una valutazione più approfondita, in termini quantitativi e qualitativi, del peso assunto dalle forme di affidamento bancarie nello sviluppo delle PMI e della loro posizione relativa rispetto ad altre fonti di finanziamento.

Deve essere fin da subito precisato che la situazione presentata poco più avanti costituisce la naturale conseguenza della generale noncuranza mostrata da parte delle aziende di credito nei confronti delle realtà produttive di minori dimensioni⁽²⁴⁾.

Secondo uno studio realizzato dal Dipartimento di Finanza polacco nel periodo 1989-1994 su un campione di 60 aziende appartenenti alla categoria delle PMI, i finanziamenti bancari si pongono sorprendentemente al secondo posto in ordine di importanza, dietro l'autofinanziamento.

La distribuzione delle fonti maggiormente utilizzate dalle aziende intervistate è rappresentata su base percentuale nel grafico 1.

I fondi generati internamente all'azienda — tipicamente utili non distribuiti ed ammortamenti — costituiscono le fonti di finanziamento più importanti, con quasi il 39% del totale.

Nonostante la ristrettezza del campione utilizzato, i dati forniti contribuiscono a confermare l'analisi svolta nella seconda parte del presente lavoro sulla struttura di capitale e sul basso livello di *leverage* che caratterizza le imprese nelle economie in transizione.

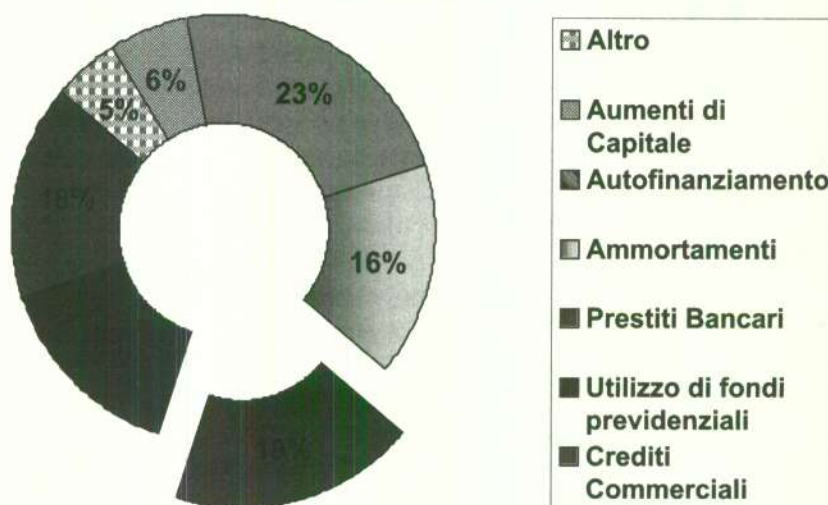
⁽²⁴⁾ Per una valutazione delle difficoltà incontrate dalle aziende di credito e dagli istituti finanziari non bancari nel finanziamento delle PMI si rimanda ad altra parte del presente lavoro.

I crediti commerciali ammontano al 16% del totale, anche se questo dato dovrebbe essere preso con beneficio di inventario, dal momento che errori nelle procedure di rilevazione potrebbero nascondere cifre ancora più elevate. Ciò nonostante, il valore relativamente alto suggerisce che i flussi provenienti da queste fonti siano ben lungi dall'essere insignificanti.

Una migliore valutazione della frequenza d'utilizzo, e quindi della priorità assunta dai vari strumenti di accredito, può essere fatta utilizzando una misura relativamente semplice, ovvero un Indice di Importanza che sia in grado di pesare la singola fonte sul numero di aziende che ne fanno uso.

Analisi approfondite dell'Indice di Importanza, condotte dal Dipartimento di Finanza polacco sulle aziende selezionate, indica che l'83,3% di queste ha preferito ricorrere, nel periodo 1989-1994, ad affidamenti di breve termine, mentre solo il 58,31% ha dichiarato di considerare i finanziamenti a medio-lungo termine la seconda fonte più importante di capitale.

Grafico 1 - Distribuzione percentuale delle fonti di finanziamento nelle aziende selezionate (1989-1994).



Fonte: elaborazione dell'autore.

Al terzo posto si pone il *factoring*, che per 10 aziende risulta addirittura la seconda fonte di finanziamento, mentre per altre 22 la terza.

In ultimo, tra le fonti principali, il *leasing* che registra un'importanza in continua crescita per le nuove aziende private.

Il 70% delle PMI intervistate ha dichiarato di riconoscere che la propria domanda di liquidità per il finanziamento del capitale variabile era notevolmente più alta rispetto alla richiesta di finanziamenti di lunga durata.

Oltre la metà delle PMI ha asserito di non sottovalutare l'importanza del finanziamento delle attività fisse, mentre circa un quarto ha dichiarato esplicitamente di utilizzare il capitale di breve termine per sostenere finanziamenti a lungo termine⁽²⁵⁾.

Queste conclusioni sono state ampiamente confermate, anche se indirettamente, dalle banche centrali polacca ed ungherese attraverso una serie di analisi condotte sulla distribuzione delle varie forme di finanziamento all'intero del settore bancario⁽²⁶⁾.

Dal 1991 al 1995 si registra, infatti, una netta diminuzione — di oltre 15 punti — degli affidamenti a breve sul totale dei finanziamenti bancari al settore pubblico e privato, con percentuali che si attestano attorno al 40%. Tali risultati, specialmente se legati alla crescente importanza dei prestiti a lungo termine che ha caratterizzato il periodo 1993-1997, consentono sia di confermare l'ampiezza assunta dal credito a breve nel periodo precedente, sia di evidenziare una netta riduzione delle incertezze circa il futuro delle economie considerate.

I progressi nei diversi ambiti dei processi di riforma — normativo, legale, finanziario ecc. — e i miglioramenti nelle proce-

⁽²⁵⁾ Tra i fattori che maggiormente hanno contribuito ad orientare le preferenze delle PMI verso fonti di finanziamento a breve termine si richiamano le incertezze nelle aspettative sul lungo periodo da parte delle stesse aziende, accompagnate dalla bassa redditività degli investimenti che allunga notevolmente il periodo di recupero stimato per il rimborso di capitale ed interessi.

⁽²⁶⁾ Per approfondimenti si veda: BUCH, C.M. (1998), *Creating Efficient Banking Systems. Theory and Evidence from Eastern Europe*, Kieler Studien 277, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Tübingen: Mohr.

ture operative, specialmente in quelle di stima dei crediti, forniscono elementi importanti a supporto di queste valutazioni.

Quanto detto consente ora di spostare l'analisi sulla qualità e sui volumi di prestito ricevuti dalle PMI selezionate, nel periodo 1989-1994, utilizzando come metriche per l'interpretazione dei dati, la numerosità delle aziende e dei prestiti, le diverse tipologie e la frequenza finanziamenti⁽²⁷⁾.

Con riferimento alla numerosità dei prestiti si registra un considerevole aumento — di ben 4,5 volte — dei finanziamenti a favore delle PMI, che passano dal 12% nel 1989 al 54% nel 1994 sul totale delle concessioni bancarie.

Sfortunatamente non si dispone di dati a supporto dell'inversione di tendenza, evidenziata dalle banche centrali di Polonia ed Ungheria, nel periodo immediatamente successivo.

I dati sulla frequenza di ricezione dei prestiti indicano che, in media, ogni azienda considerata ha ricevuto affidamenti a breve per 1,83 volte l'anno, con una punta di 2,36 se si considera il solo 1991.

Una comparazione con le aziende di dimensioni medio-grandi (il cui valore si attesta attorno all'1,9) non consente di evidenziare alcuna forma discriminatoria nella concessione di questa tipologia di crediti da parte delle banche nei confronti delle PMI.

Passando alla variabile dimensionale dei prestiti, circa il 50% è stato di media entità (tra 250 mila e 1,25 milioni di dollari), mentre il 40% si è attestato attorno a valori decisamente inferiori.

La restante parte ha riguardato investimenti di natura ed ammontare eccezionale.

Riallocando la scala dei prestiti in base alla dimensione aziendale si è registrato quanto segue:

- circa il 70% dei finanziamenti ricevuti dalle PMI sono stati di modesta o media entità;

- la restante parte ha superato invece il milione di dollari;

Comparando i dati agli estremi del periodo considerato si nota un deciso spostamento delle priorità aziendali a favore dei finanziamenti di media entità. Tale fenomeno può essere

⁽²⁷⁾ Fonte: MULLINEUX, A. GREEN, C. (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*, pp. 113-114.

spiegato ragionevolmente sia dal lato della domanda, sia da quello dell'offerta.

Nel primo caso si assiste ad un progressivo impegno delle aziende in progetti ad elevato valore in termini di capitale fisso, il che comporta una maggiore richiesta di finanziamenti a lungo termine. Dal lato dell'offerta, la presenza di costi fissi standard (ovvero applicati dalle banche su ogni affidamento) spinge progressivamente le PMI ad aumentare l'ammontare richiesto in modo da minimizzare il rapporto prestito/commisioni.

Anche il criterio dimensionale conferma un deciso passaggio ad affidamenti di media entità. La quota di finanziamenti atti a reintegrare il capitale circolante è scesa dal 71% nel 1989 al 65% nel 1994 a favore di forme più consistenti.

Solo il 15% del campione selezionato ha ricevuto investimenti finanziari considerevoli, generalmente con maturità superiore ai tre anni.

Un'ultima breve osservazione può essere fatta relativamente alla valutazione della posizione finanziaria dei singoli affidati. I dati non mostrano alcuna relazione significativa tra le dimensioni dei prestiti, i risultati finanziari netti e la redditività delle aziende, confermando una netta preminenza, nella valutazione degli affidamenti da parte delle banche, della disponibilità di collaterale rispetto allo *status* finanziario dell'impresa affidata⁽²⁸⁾.

In questo contesto si presenta come altamente critica la disponibilità, da parte delle banche locali, di fondi di lungo periodo da impiegarsi nello sviluppo delle aziende di nuova costituzione, con conseguente necessità di richiedere elevati collaterali rispetto all'ammontare principale delle prestiti.

Nonostante vi sia un generale consenso relativamente al fatto che le banche dovrebbero guardare principalmente ai flussi di cassa attesi dall'investimento che si apprestano a fare, risulta per queste ultime particolarmente difficile non cautelarsi, in considerazione dell'elevata rischiosità degli investimenti in aziende caratterizzate dall'assenza di merito crediti-

⁽²⁸⁾ Per ulteriori valutazioni sul ruolo assunto dal collaterale nella concessione dei prestiti bancari nelle economie in transizione, si veda l'appendice A in fondo al capitolo.

zio guadagnato sul campo, da bassa capacità di reddito e da esigue capacità patrimoniali.

È bene ricordare che si tratta di banche con portafogli di attività, al più, non perfettamente efficienti per la presenza dei cosiddetti *bad/non performing loans*. In questo modo può essere chiaramente valutata, se non giustificata, la tendenza a praticare elevati differenziali nei tassi di interesse reali tra le varie tipologie di prestito a scopo di copertura, non solo per cautelarsi nei confronti dell'incertezza futura relativa all'affidamento stesso, ma anche per rientrare di una parte delle perdite realizzate nei periodi precedenti.

A ciò si aggiungono le incertezze relative alle condizioni generali delle economie considerate, la mancanza di un'adeguata trasparenza nelle operazioni che caratterizzano i prestiti al settore pubblico, la scarsa competizione tra le società di credito stesse — che spesso poggiano sui continui aiuti provenienti dagli apparati governativi (come ad es. i Fondi di Garanzia).

Più recentemente è stata riproposta da più parti (FMI e altre organizzazioni internazionali), la possibilità di intervento da parte di banche straniere — sia banche commerciali che banche di investimento — a specifico sostegno delle piccole e medie imprese nei paesi dell'est europeo. Questo sulla base della considerazione che un aumento della competitività interbancaria avrebbe sicuramente giovato al sistema finanziario, costringendo le banche locali ad uscire dalle loro posizioni di privilegio e ad adoperarsi per abbassare i costi di transazione.

Si tratta, comunque, di una strada particolarmente difficile da percorrere in molti di questi paesi, data la presenza di aree di autonomia gelosamente custodite dalle classi al potere.

Unica accezione è rappresentata dal caso ungherese che, grazie all'apertura all'investimento estero e allo stabilimento di banche straniere sul proprio territorio senza alcuna limitazione, ha ampiamente beneficiato dell'apporto in termini di *know how* e *skills* manageriali, oltre che di capitali forniti all'economia.

Deve essere comunque riconosciuto che solamente alcune banche presenti in Polonia, nella Repubblica ceca e parzialmente in Ungheria hanno raggiunto la forza economica e livelli di professionalità tali da poter competere — nonostante la non completa eliminazione di alcuni *bad loans* — quasi allo stesso livello delle banche occidentali.

La maggior parte delle banche degli altri paesi in via di transizione avrebbe bisogno di un approccio più graduale nell'apertura dei mercati finanziari interni.

6. PMI e istituzioni finanziarie nelle economie in transizione: i casi ungherese, polacco e ceco

6.1. Politiche pubbliche e finanziamento delle PMI

La creazione di nuove forme di associazione d'impresa costituisce una delle questioni principali per i *policy makers* nelle economie dell'est europeo. Durante il primo quinquennio di riforme una particolare attenzione è stata posta nei confronti delle grandi aziende statali da privatizzare e all'impatto che tali processi avrebbero avuto sullo sviluppo dei paesi in transizione.

La sopravvivenza di questi grandi colossi statali in un ambiente competitivo, caratterizzato da continui cambiamenti e successive aperture verso una piena liberalizzazione dei mercati, ha spinto drammaticamente verso la realizzazione di severi programmi di razionalizzazione, dovuti ad esigenze di ristrutturazione, *down-sizing* e reingenierizzazione.

Le conseguenze, soprattutto in termini di riallocazione della forza lavoro, hanno portato ad un generale cambiamento dell'attenzione verso gli unici soggetti economici in grado di assorbire questi spostamenti occupazionali, ovvero le piccole e medie imprese.

Dal punto di vista del settore pubblico esistono, in queste economie, tre ruoli chiave che devono essere necessariamente rispettati per assicurare un ambiente favorevole alla promozione e allo sviluppo delle PMI:

1) fornire supporto alle PMI maggiormente svantaggiate (ruolo passivo):

— attraverso la realizzazione di condizioni di pieno impiego economico della loro capacità produttiva;

2) fornire assistenza alle PMI locali (ruolo attivo):

— attraverso lo sviluppo dell'economia locale/regionale;

3) fornire elementi di sostegno e facilitazioni per un rapido sviluppo delle PMI (ruolo attivo):

— attraverso la costruzione di infrastrutture che consentano di ottenere un più alto valore aggiunto;

Con riferimento al primo punto, una delle priorità basilari per tutti i *policy makers* è sostanzialmente la promozione della piena occupazione.

Nella maggior parte dei paesi avanzati esistono forme di sostegno governativo a supporto delle PMI, con il preciso scopo di eliminare la loro connaturata posizione di svantaggio nell'accesso al credito e di incentivare l'aumento della popolazione occupata.

La presenza di azioni di supporto indiretto (esogeno) — quali la realizzazione di norme o decreti — costituisce una forma di intervento meramente passivo.

Strumenti più attivi a sostegno delle PMI sono generalmente quelli che prendono in considerazione le loro necessità e il loro ambiente di riferimento. Le PMI sono spesso associate a contesti locali o regionali, ognuno con diverse peculiarità e una propria storia produttiva.

Nella maggior parte dei paesi OCSE le autorità locali/regionali giocano un ruolo di primissimo piano nell'adattare le forme di sostegno, soprattutto finanziario, alle particolari esigenze presenti sul territorio in modo da massimizzare l'interazione tra contesto economico-ambientale e PMI⁽²⁹⁾.

Studi più recenti sui paesi dell'est mostrano che il contributo delle PMI all'occupazione non si limita ad un generico assorbimento della forza lavoro proveniente dallo smantellamento delle grandi aziende pubbliche, ma si pone come fonte primaria per la creazione di nuova occupazione, specialmente nei settori a più alto tasso di crescita nell'economia⁽³⁰⁾.

Nelle tre repubbliche considerate, il settore delle piccole e medie imprese è altamente diversificato. La maggioranza delle aziende piccole e medio-piccole è contraddistinta dall'adozione di una politica passiva, volta a preservare le posizioni esistenti e

⁽²⁹⁾ Tali forme di intervento vengono definite « di imprenditoria pubblica » e sono osservabili in quasi tutti i paesi membri dell'OCSE a partire dagli anni '80.

Per approfondimenti si veda: KEASEY, K., WATSON, I. (1993), *Small Firm Management*, Oxford University.

⁽³⁰⁾ Fonte: OECD, (1996), *System for Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*, p. 18.

le condizioni di lavoro create dai fondatori. Tali realtà presentano un comportamento particolarmente riluttante verso lo sviluppo di relazioni creditizie con il mercato formale, anche in presenza di condizioni favorevoli (come ad es. bassi tassi di interesse, ecc.).

Vi sono poi gruppi di imprese contraddistinti da forti dinamiche di crescita, da una chiara missione aziendale e dalla presenza di strategie aggressive che, comprensibilmente, non possono prescindere in alcun modo dalla ricerca di fonti di finanziamento esterne.

Le diverse categorie di PMI esibiscono differenti potenziali di crescita, così come una diversa posizione finanziaria e una distinta domanda di credito.

Queste considerazioni sono alla base della recente attenzione che è stata dedicata da nazioni come la Polonia e l'Ungheria verso le realtà produttive di dimensioni minori.

I paesi in questione stanno cercando di svolgere tutti e tre i ruoli, sopra descritti, integrando una sempre più puntuale attività legislativa con un maggiore sforzo, in termini di sostegno alle aziende, sia generico — mediante la realizzazione di schemi di garanzia nella concessione del credito o la creazione di mercati OTC — che specifico — con la promozione di *venture capitals* in particolari contesti regionali.

Le principali azioni di politica pubblica, realizzate in tal senso, mostrano una maturità d'intenti abbastanza soddisfacente e riguardano principalmente:

- 1) la promozione di misure finanziarie (nella forma di prestiti di medio-lungo periodo) a favore di specifiche realtà aziendali, caratterizzate da un elevato potenziale di crescita;
- 2) l'aiuto volto al miglioramento nella qualità delle procedure di valutazione del rischio di credito e alla creazione di adeguati sistemi di controllo e monitoraggio delle società affidate;
- 3) la realizzazione di criteri di stima per una valutazione più accurata delle stesse politiche pubbliche adottate.

6.2. *Le necessità finanziarie delle PMI: la prospettiva aziendalista*

Il problema di una piena rispondenza, da parte delle autorità economiche, alle problematiche e alle necessità delle PMI

emerge in tutta la sua complessità in questi paesi, dove le istituzioni e i mercati finanziari presentano ancora vistose condizioni di arretratezza e sottosviluppo.

A partire dal 1990 si è assistito ad un'esplosione di piccole e medie imprese che ha portato, nel solo 1995, ad una registrazione, presso gli uffici statali competenti, di oltre un milione di unità in ciascuna delle tre economie considerate.

L'estensione del fenomeno pone una serie di interrogativi volti a ricercare una migliore comprensione dei bisogni primari tipici queste nuove realtà aziendali.

Da un'indagine, promossa dalla Banca Mondiale nel 1993 nei principali paesi dell'Europa Centrale — Polonia, Ungheria, Repubblica ceca e Repubblica slovacca — è emersa una generale insufficienza di risorse manageriali, accompagnata da un limitato accesso al credito bancario (citato dal 20% delle aziende intervistate)⁽³¹⁾.

Il 16% del campione lamentava l'impossibilità di finanziare le attività correnti, mentre per il 4% i problemi maggiori riguardavano il finanziamento del capitale fisso.

La maggior parte delle aziende intervistate reagiva razionando il budget a disposizione attraverso:

- 1) l'esternalizzazione di parte della produzione;
- 2) il ricorso a forme di subappalto nel reclutamento della forza lavoro, per le quali non era imposta alcuna forma di tassazione;
- 3) la ricerca di *partners* stranieri;
- 4) la partecipazione a forme di cooperazione creditizia intra-aziendali;
- 5) il massiccio ricorso al *leasing*;

Molti imprenditori lamentavano un continuo calo nella domanda dei loro prodotti, l'insolvenza da parte delle *Socialist*

⁽³¹⁾ Fonti:

— WEBSTER, L.M. (1997), *The emergence of private sector manufacturing in Poland*, World Bank Technical Paper n. 237.

— WEBSTER, L.M. (1994), *The emergence of private sector manufacturing in Ungary*, World Bank Technical Paper n. 229.

— WEBSTER, L.M. (1995), *The emergence of private sector manufacturing in the former Czech and Slovak Federal Republic*, World Bank Technical Paper n. 230.

Firms nel pagamento delle merci/prodotti già consegnati e la presenza di elevati tassi di interesse.

Per cercare di valutare quali siano effettivamente i bisogni caratteristici di queste realtà produttive è possibile utilizzare il modello del ciclo di vita proposto da Suzuki.

Uno degli assunti di base, consiste nel riconoscimento del fatto che le PMI presentano diverse necessità finanziarie e abbisognano di differenti combinazioni di risorse manageriali durante le varie fasi del ciclo di vita.

Gli elevati rischi, connaturati alla fase di avviamento, richiedono che il finanziamento iniziale provenga essenzialmente da parte degli stessi fondatori, da amici, da parenti o da altri investitori specializzati nelle operazioni di lancio di nuove aziende (tipicamente *venture capitals*).

A queste fonti di finanziamento si aggiungono in alcuni governi, come la Repubblica ceca e l'Ungheria, alcune agevolazioni nelle forme di prestiti alla costituzione e all'inserimento sul mercato delle PMI.

La rischiosità *ex ante* degli investimenti è, in questi casi, particolarmente elevata, anche se la presenza di adeguate strutture di monitoraggio e di procedure di aggiustamento possono ridurla considerevolmente, soprattutto durante la seconda delle 5 fasi presenti nel modello.

È sulla base di questa considerazione che molti *venture capitalists* riescono a raggiungere elevati ritorni nonostante le elevatissime condizioni iniziali di rischio.

In molti casi, come si è già avuto modo di sottolineare in altra parte del testo, la combinazione di inefficienze nella determinazione del grado di rischiosità e di carenze nelle abilità manageriali, ha determinato moltissime difficoltà nel processo di differenziazione della clientela tra aziende meritevoli e aziende che non avrebbero mai dovuto essere finanziate.

Ciò che non è ancora stato sottolineato è la conseguente creazione di incertezza nelle aspettative delle aziende e degli istituti di credito, che si riflettono nella sistematica esitazione — con notevoli rallentamenti nelle procedure operative — al momento della concessione di fidi ad aziende promettenti.

Durante la prima fase dello sviluppo — ovvero il secondo stadio del modello — le PMI sono chiamate a dimostrare la commerciabilità dei loro prodotti/servizi. Eccellenti prodotti/

servizi, tuttavia, non assicurano da soli il successo, richiedendosi da parte dell'azienda un livello di profitti tale da consentirle il raggiungimento di una massa critica per la produzione e la vendita in condizioni di economicità.

La crescita dei profitti è strettamente limitata dalle esigenze di autofinanziamento che caratterizzano quasi tutte le aziende, data la riluttanza delle banche, in questa fase, a finanziare realtà produttive assolutamente prive di merito creditizio⁽³²⁾.

In tali contesti, la presenza di istituzioni finanziarie pubbliche create *ad hoc*, banche locali e associazioni per il credito, gioca un ruolo determinante in uno stadio dove, generalmente, anche le *venture capitals* meno avverse al rischio tendono ad astenersi dall'intervento.

Il grosso dei prestiti e delle garanzie pubbliche, nonché del finanziamento azionario proveniente da istituzioni quasi-governative, si concentra in questa fase che, di norma, è ancora caratterizzata dall'assenza dell'intervento bancario — per la mancanza di attività tangibili da utilizzare come collaterale nella concessione di prestiti di lungo periodo.

Tali problemi sono tipici delle tre economie più avanzate, in particolar modo nella Repubblica ceca dove molte delle aziende, costituite all'inizio degli anni '90, stanno trovando parecchi impedimenti nell'allocazione del capitale per lo sviluppo.

Le aziende, che superano le difficoltà presenti in questo stadio, accedono alla terza fase ovvero alla « fase della crescita », ulteriormente suddivisa in due momenti: fase iniziale e fase finale della crescita.

Durante la prima fase, l'azienda ha generalmente raggiunto una massa critica, dimostrando di saper stare sul mercato e si avvia ora ad allargare la sua gamma produttiva e la sua base di consumatori.

A questo punto l'azienda è contrassegnata da una continua espansione della forza lavoro occupata e delle capacità manageriali al suo interno.

⁽³²⁾ Per una valutazione più puntuale della struttura di capitale, tipica delle aziende operanti nelle economie in transizione, si rimanda alla seconda parte del presente lavoro.

I profitti tendono ad essere ancora relativamente modesti e i *cash flows* in uscita particolarmente elevati. Diventa pertanto critico trovare fonti di finanziamento per integrare quantomeno la liquidità ed è a questo punto che le banche locali mostrano un certo interesse per finanziamenti di breve termine, nella forma di aperture di credito, sconto di portafoglio ecc.

Alcune *venture capitals* iniziano ad entrare, acquistando quote partecipative nelle società più promettenti.

Nella fase finale della crescita si assiste ad un continuo miglioramento delle funzioni aziendali ed in particolare degli aspetti relativi alla produzione. L'impresa raggiunge economie di scala in una linea di prodotto e inizia un processo di differenziazione. Come risultato si ha un aumento della redditività complessiva che, ciò nonostante, rimane insufficiente per far fronte alle necessità in termini di *cash flows*.

Nei mercati finanziari sviluppati, le banche commerciali iniziano ad intervenire concedendo prestiti di medio-lungo periodo che si affiancano a quelli di breve termine. Anche i mercati azionari, così come quelli OTC, si preparano all'uscita delle *venture capitals* dalle aziende sia tramite IPO (*Initial Public Offering*) sia mediante fusioni o acquisizioni dei portafogli di attività.

Tipici di questa fase sono le emissioni di carta commerciale e di obbligazioni, considerate alternative importanti alla raccolta del capitale di rischio.

Le tre economie in transizione considerate presentano, invece, una concomitanza di fattori — elevata inflazione, elevati tassi di interesse, elevato grado di incertezza nelle aspettative di sviluppo delle PMI — che induce una forte preferenza per gli affidamenti di breve termine.

Se a ciò si aggiunge la relativa arretratezza dei mercati finanziari, si può comprendere la difficoltà di molte PMI nel raggiungere questa fase di sviluppo.

6.3. *Asimmetrie informative e supervisione bancaria*

Nelle economie dell'est europeo, come è già stato osservato, le banche commerciali mostrano una netta preferenza per gli affidamenti alle grandi aziende, ritenute meno rischiose delle PMI.

Finanziare un'azienda di piccole e medie dimensioni comporta inevitabilmente costi più elevati di transazione e di supervisione in rapporto all'ammontare concesso e una rischiosità maggiore (dovuta spesso all'assenza di merito creditizio, oltre che all'impossibilità di usufruire di garanzie significative in termini di collaterale).

Tutto ciò contribuisce a rendere le PMI clienti marginali nell'operatività delle banche commerciali e si pone alla base delle difficoltà finanziarie incontrate nella loro fase di sviluppo, non disponendo di risorse interne sufficienti a sostenere programmi di crescita nel lungo periodo.

Quanto detto vale sia per le economie avanzate sia per quelle in transizione, dove le politiche restrittive del credito sono determinate, oltre che dai problemi citati, dalle difficoltà di valutazione del rischio nella concessione degli affidamenti e dalla presenza di procedure di bancarotta insoddisfacenti o, in molti casi, non applicate.

Nei primissimi anni '90 si è assistito alla nascita di molte realtà aziendali, anche di natura bancaria. Le piccole banche commerciali hanno iniziato un processo di espansione attraverso la concessione di prestiti ad elevata rischiosità, andando ben oltre le normali regole di cautela.

Sfortunatamente, in molti casi, le banche non avevano sufficienti competenze per un'adeguata valutazione del rischio sia *ex ante* sia durante la concessione del prestito.

Il peggiorare della situazione e il drammatico aumento dei *bad loans* ha condotto, specialmente nella Repubblica ceca e in Ungheria, ad un comportamento diametralmente opposto, caratterizzato da un'estrema cautela nella concessione del credito.

Da più parti si è sostenuto che tale diffidenza potrebbe essere superata attraverso un miglioramento della capacità di supervisione e controllo durante il periodo di concessione del credito. Il fatto è che sia un'accurata valutazione *ex ante* della solvibilità, quanto meno potenziale dell'affidato, sia la capacità di seguirlo, giocano un ruolo paritario nella diminuzione della rischiosità reale o percepita. Il secondo momento da solo non è sufficiente.

Dato che i prenditori di denaro non possiedono, per la loro modesta natura, un'adeguata conoscenza del mercato e della

gamma di strumenti finanziari disponibili, spetta alle aziende di credito provvedere alla definizione del pacchetto di aiuti più confacente alle loro esigenze, basandosi su un'accurata valutazione dei *business plans* presentati.

Non va dimenticato, comunque, che la capacità di far fronte agli impegni presi dipende in misura rilevante dai cambiamenti nelle condizioni interne (ad es. cambio della direzione) e dell'ambiente di riferimento (cambiamenti nella competitività dei mercati, nella regolamentazione normativa, nella tecnologia), successivi alla concessione del credito. Il che implica, da parte dell'azienda bancaria, un costante controllo della capacità mostrata dal *management* di adeguarsi tempestivamente alla dinamica dei mercati.

Con riferimento ai fattori esogeni che influiscono negativamente sull'operatività d'azienda, un ruolo di primissimo piano spetta innegabilmente alle dispute e ai conflitti, che continuamente sorgono tra questa e i principali *stakeholders* — in particolare clienti, fornitori, autorità pubbliche e istituzioni. La stragrande maggioranza dei conflitti è dovuta alla bassa qualità delle materie prime e dei semilavorati nonché agli enormi ritardi nella fornitura e nel pagamento dei prodotti.

Alcune banche nei paesi dell'est — non solo in quelli considerati — hanno introdotto, da alcuni anni, specifiche procedure di supervisione che prevedono la stesura di tabelle di marcia con prefissati momenti di aggiornamento sullo stato avanzamento lavori delle aziende affidate.

Altri strumenti per la limitazione del rischio consistono nella periodica valutazione del conto corrente dell'affidato e nei contatti con i principali operatori che intervengono nella catena del valore di quest'ultimo (specialmente se clienti della stessa banca).

Un'applicazione sistematica di queste procedure dovrebbe essere più che sufficiente a ridurre il rischio percepito, tuttavia l'assenza di personale qualificato, unitamente alla necessità di un periodo di rodaggio per assimilare, non solo le procedure operative ma anche il principio economico sottostante, si pongono come i fattori principali a spiegazione di un'ancora imperfetta capacità di sostegno alle PMI.

Da ultimo, vanno sottolineate le difficoltà incontrate nelle operazioni di stima dell'esatto valore da attribuire alle attività

immobiliari che dovrebbero costituire il collaterale negli affidamenti di lungo periodo⁽³³⁾. La mancanza di uno standard nelle procedure di *accounting* e *auditing*, unitamente alla imperfetta conoscenza delle tecniche di *benchmark*, completano il quadro di generale ritardo che caratterizza tutta l'operatività finanziaria.

6.4. *Le infrastrutture finanziarie a supporto delle PMI nelle economie in transizione*

Dopo aver esaminato il ruolo del settore bancario e dell'attività governativa nel processo di sviluppo delle PMI, si rende necessario allargare la prospettiva al fine di valutare a che punto sia l'evoluzione dell'intero sistema finanziario — con particolare attenzione ai mercati dei capitali — e in che modo le PMI possano trarne giovamento.

È ormai generalmente riconosciuta la necessità di creare adeguate strutture finanziarie a supporto dell'economia reale, quale fonte alternativa e potenzialmente primaria per la fornitura dei capitali di medio-lungo periodo, indispensabili al salto di qualità tecnologica in questi paesi.

I requisiti strutturali di base consistono nella realizzazione di un solido sistema bancario che si inserisca in un mercato dei capitali, caratterizzato da condizioni di trasparenza nelle operazioni di finanziamento.

La riforma del sistema bancario prevede essenzialmente la realizzazione dei seguenti 5 punti, più o meno raggiunti dalle economie considerate:

- 1) la creazione di un sistema bancario a due livelli (banca centrale e altre banche);
- 2) l'adozione di norme e procedure volte alla risoluzione del problema dei *bad loans*;
- 3) il rafforzamento della capitalizzazione bancaria e delle procedure di valutazione/gestione del rischio di credito;
- 4) la creazione di una regolamentazione in grado di garantire sicurezza, trasparenza e delle operazioni finanziarie;

⁽³³⁾ Per un approfondimento del ruolo assunto dal collaterale nella concessione di finanziamenti nei paesi dell'Europa centrale si rimanda all'appendice A in fondo al capitolo.

5) l'istituzione di adeguate infrastrutture per il controllo e il monitoraggio dell'attività bancaria con funzioni sanzionatorie per i casi di inadempienza;

Lo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente presuppone:

1) la costituzione di un mercato dei cambi e di mercati OTC (dal momento che non prevedono l'obbligo di sottostare a restrittive condizioni di trasparenza e sicurezza);

2) la realizzazione successiva di mercati finanziari regolari che prevedano appropriati sistemi di *trading*, di *clearing* e di custodia valori;

3) la promozione di un'industria dell'intermediazione mobiliare, caratterizzata dalla presenza delle forme base dei prodotti finanziari e da un certo spessore nelle transazioni, almeno con riferimento alle tipologie principali di titoli;

4) lo sviluppo di un pool di investitori istituzionali che siano in grado di creare le condizioni per una sempre maggiore « spendibilità » dei vari titoli sul mercato — anche attraverso l'attività speculativa che, come è noto, fornisce ai mercati un compratore di ultima istanza a cui è sempre possibile ricorrere per smobilizzare gli investimenti effettuati;

5) la realizzazione di una regolamentazione infrastrutturale che introduca condizioni di trasparenza nelle transazioni, riduca le asimmetrie informative tra prestatori e prenditori di capitale e che imponga rigorose procedure di controllo agli organi di vigilanza istituzionalmente preposti;

Parallelamente a questi due processi di riforma finanziaria si pone tutta una serie di aggiustamenti normativi riguardanti principalmente:

1) la realizzazione di un quadro normativo completo in tema di procedure fallimentari;

2) l'adozione degli standard internazionali nelle procedure di *accounting*;

3) la costituzione di un sistema di registrazione unificato dei pegni e delle ipoteche;

4) l'adozione di adeguati schemi normativi a garanzia e a supporto delle PMI;

5) la realizzazione di programmi a supporto delle iniziative imprenditoriali di minori dimensioni tramite la concessione di finanziamenti agevolati, incentivi alle banche, sussidi, forme

di garanzia e assicurazione, crediti all'esportazione e investimenti azionari da parte di istituzioni quasi governative ecc;

Nelle economie di transizione, l'integrazione di questi tre diversi processi sta procedendo in modo estremamente lento oltre che irregolare, per la diversa priorità assegnata — in alcuni casi più o meno consapevolmente — alle diverse fasi che caratterizza ciascuno di essi⁽³⁴⁾.

Dalla lentezza di questi processi scaturiscono sia le difficoltà di accesso al credito bancario sia l'impossibilità di sfruttare appieno i servizi potenzialmente offribili dalle istituzioni finanziarie non bancarie⁽³⁵⁾.

Per ovviare alle condizioni di generale scarsità dei capitali, le realtà produttive più dinamiche utilizzano strumenti di finanziamento alternativi quali i sistemi di garanzia dei prestiti promossi pubblicamente e gli aiuti provenienti dalle *venture capitals*.

Negli anni più recenti, lo sviluppo e la progressiva stabilizzazione dei mercati dei capitali secondari, in nazioni come la Polonia e l'Ungheria, ha portato ad un considerevole allargamento della base finanziaria a disposizione per il sostegno degli investimenti di lungo periodo.

I sistemi di garanzia sui prestiti sono stati, e sono tuttora, uno strumento particolarmente efficace a supporto di tutte quelle aziende caratterizzate da buone prospettive reddituali ma con una dotazione del tutto insufficiente di attività da impiegare come collaterale. Generalmente le istituzioni finanziarie pubbliche forniscono le garanzie di cui le PMI necessitano, dietro un compenso del 2-3%. A tale scopo vengono creati, su iniziativa governativa o internazionale, Fondi speciali di Garanzia in grado di coprire le perdite bancarie in caso di fallimento.

I fondi apportati dalle *venture capitals* sono un altro importante strumento per alleviare la generale carenza di capitali, specialmente di lungo periodo, sofferta dalle PMI.

⁽³⁴⁾ Fonte: OECD, (1996), *System for Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*, p. 25.

⁽³⁵⁾ Per una migliore comprensione delle difficoltà incontrate dalle PMI nel rapporto con i mercati finanziari di riferimento, può essere utile valutare la struttura e i fondamentali di questi ultimi, presentati nelle appendici A, B, C.

Alcuni investimenti effettuati da società estere, come gli *American-Enterprise Funds*, hanno dato risultati eccellenti, grazie soprattutto alla professionalità nella concessione dei capitali, nella gestione e nel controllo diretto delle imprese.

Più recentemente si è registrato un certo sviluppo nei mercati finanziari secondari, grazie anche alla diffusione sempre maggiore di quote azionarie, dovuta ai processi di privatizzazione intercorsi per un decennio. La relativa assenza di liquidità negli scambi rimane comunque il principale ostacolo alla partecipazione degli investitori medio-grandi, quali gli investitori istituzionali esteri.

I mercati primari hanno invece subito un'evoluzione più lenta, in paesi come Polonia e Ungheria, o sono del tutto assenti in altre realtà, dal momento che solamente poche aziende godono di pubblicità e di credibilità presso il pubblico tali da giustificare il ricorso all'emissione azionaria.

Con riferimento ai mercati OTC, va sottolineato come solo in Polonia si siano raggiunti apprezzabili livelli di sviluppo, grazie ad un approccio globale comprendente lo stabilimento di un efficiente meccanismo di contrattazione e la fornitura di incentivi fiscali per incoraggiare gli investimenti nel capitale di rischio. A ciò si aggiunge la presenza di forti *stakeholders* in grado di spingere le PMI nella direzione delle offerte pubbliche.

Il quadro complessivo, relativo alle tre economie considerate, è di un sostanziale raggiungimento della fase iniziale, con la realizzazione delle strutture e delle componenti fondamentali per il supporto delle PMI. I tre paesi stanno attraversando un secondo stadio nel quale viene principalmente ricercata la semplificazione delle procedure, la razionalizzazione delle spese e l'efficienza nell'operatività di base.

La regolamentazione prudenziale è totalmente esogena, dal momento che viene imposta dalle autorità governative. Mancano forme di regolamentazione e codici di comportamento sorti spontaneamente dall'autodisciplina dei mercati, come conseguenza di un'attività di *trading* trasparente.

Deve essere, infine, ricordato che la maggior parte del sostegno finanziario alle PMI proviene ancora dai mercati internazionali — a cui sempre più imprese si affidano — e dagli investimenti diretti esteri.

Appendice

a) Ruolo delle garanzie reali nelle procedure di assegnazione del credito nelle economie in transizione

Nelle economie in transizione la disponibilità di garanzie reali (o collaterale dall'inglese *collateral*) gioca un ruolo di primissimo piano nell'incontro tra domanda e offerta di capitale.

A causa della riconosciuta limitata abilità delle banche nella differenziazione delle condizioni di prestito per la copertura dal rischio di fallimento, la concessione degli affidamenti è strettamente subordinata alla presenza di idonee garanzie offerte dal richiedente.

L'ammontare del collaterale varia sensibilmente in relazione a molti fattori.

Solitamente, vengono richieste maggiori garanzie nel caso di prestiti per l'avviamento delle società, in presenza di un elevato livello di *leverage* o di una bassa redditività potenziale, mentre, contrariamente a quanto si pensi, il periodo di recupero dell'investimento ha un impatto relativamente limitato nel rapporto collaterale/prestito⁽³⁶⁾.

Un'interessante associazione può invece essere fatta tra collaterale e la scala del finanziamento.

Alcuni indici di correlazione, calcolati per le banche polacche dal 1989 al 1994, mostrano valori negativi che confermano la presenza di una relazione inversa tra volume di prestito e richieste di garanzie accessorie⁽³⁷⁾.

Questo risultato è la conseguenza del cosiddetto « problema della divisibilità » per cui, spesso, gli unici beni potenzialmente impegnabili, non sono divisibili in unità minori e, pertanto, devono essere venduti in blocco per ripagare affidamenti di ammontare ben più modesto.

Se l'imprenditore non viene scoraggiato dalla prospettiva di perdere una parte significativa delle sue *assets*, ciò che ne deriva è essenzialmente una situazione come quella descritta sopra, caratterizzata da elevati livelli del rapporto collaterale/prestito negli affidamenti di non elevata entità.

Generalmente tale rapporto dovrebbe essere mantenuto tra l'1,0% e l'1,5%.

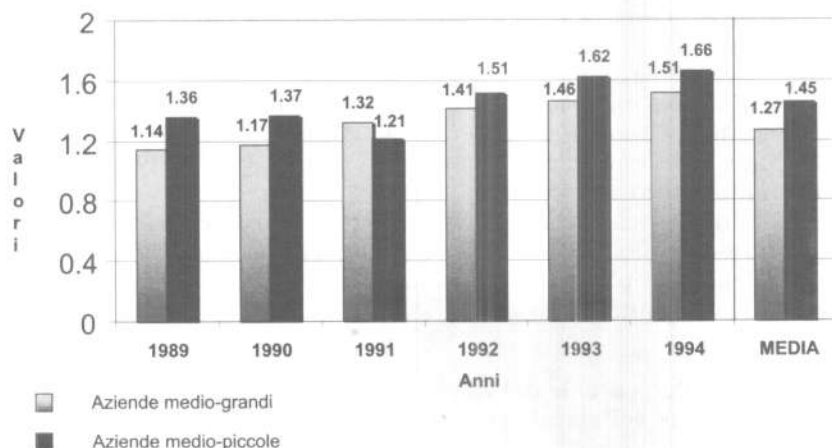
L'analisi dei finanziamenti, concessi dalle principali banche in Polonia, Ungheria e Repubblica ceca, indica che la richiesta di garanzie superiori ad una volta e mezza l'ammontare del debito è passata dal 17% nel 1989 al 44% nel 1994.

⁽³⁶⁾ Si veda: OECD, (1996), *System for Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*, pp. 70-80.

⁽³⁷⁾ Fonte: MULLINEUX, A. GREEN, C. (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*, pp. 104-105.

Nel grafico A.1 è rappresentata la ripartizione del rapporto medio collaterale/prestito in alcune aziende polacche, distinguendosi tra aziende di dimensioni medio-piccole e medio-grandi.

Grafico A.1 - Ripartizione del rapporto medio collaterale/prestito in alcune aziende polacche.



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati presi da: BINKS, M. (1996), *Growing firms and Credit Constraint*, Small Business Economics, pp. 17-25.

È possibile notare il progressivo aumento del rapporto indicato per le aziende di piccole e medie dimensioni nel periodo 1991-1994, dovuto ad un peggioramento delle condizioni generali nei portafogli bancari, come conseguenza di investimenti azzardati.

Fatta eccezione per il 1991, il collaterale richiesto ad aziende di modesta entità si è assestato sempre attorno a valori superiori rispetto a quanto richiesto alle aziende medio-grandi, e questo a compensazione della minore disponibilità di informazioni che le aziende di credito potevano vantare nei confronti delle prime.

Il problema delle asimmetrie informative si pone quindi alla base di molte delle difficoltà oggettive incontrate dalle banche nella concessione di prestiti.

Si è già accennato in altra parte del testo ai problemi incontrati da molti istituti di credito nella stima dei beni e delle attività date in pegno e al problema della divisibilità.

L'assenza di un istituto, con funzioni simili ad una centrale dei rischi, che consenta alle banche di disporre di informazioni aggiornate sulla situazione corrente di un richiedente l'affidamento, non consente di sapere quanti e quali debiti questi possa già aver contratto con altre aziende di credito.

La competizione tra i creditori che ne deriva, in caso di fallimento, è tale da costringere le banche a cautelarsi maggiormente nella richiesta di garanzie.

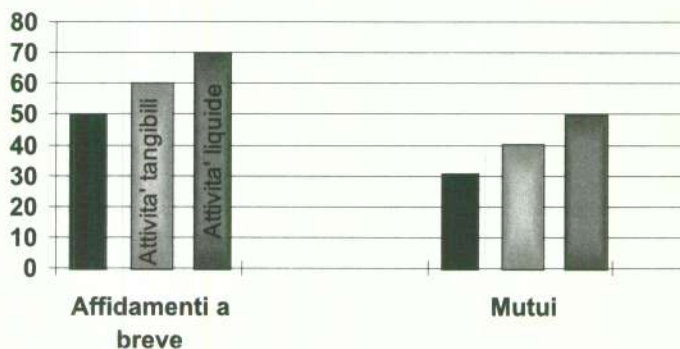
In ultimo, deve essere menzionata la ricerca di una copertura contro il rischio di sgonfiamento nei prezzi — dovuti a senescenza e/o obsolescenza — delle attività ricevute in pegno e dei costi di transazione richiesti nell'individuazione di un acquirente e nella vendita del collaterale.

Ne consegue che maggiore è la durata del prestito e minore sarà il valore effettivo futuro rimanente dei beni dati in pegno, dopo il processo di capitalizzazione applicato.

Significative indagini, condotte sulle principali banche polacche ed ungheresi nel periodo 1990-1996, hanno consentito di delineare alcune linee guida seguite nella valutazione delle attività da porsi come collaterale di un prestito⁽³⁸⁾.

Le barre verticali del grafico A.2 mostrano una correlazione negativa tra la durata del finanziamento e la percentuale accettata come collaterale delle diverse tipologie di attività prese a pegno, confermando quanto suggerito poco sopra.

Grafico A.2 - Percentuale del valore stimato dalle banche accettata come collaterale (1995).



Fonte: elaborazioni dell'autore. BINKS, M. (1996), *Growing firms and Credit Constraint*, Small Business Economics.

Come risultato si ha un'automatica esclusione dal credito di tutte quelle aziende che non sono in grado di fare affidamento su una solida base patrimoniale (tipicamente le PMI).

Data la generale difficoltà nell'ottenere finanziamenti da istituti non bancari, all'azienda non rimane altro che fare affidamento su quanto ge-

⁽³⁸⁾ Fonte: MULLINEUX, A. GREEN, C. (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*, Edward Elgar ed. Northampton MA USA, p. 127.

nerato internamente, destinandolo alla continuazione delle sole operazioni correnti.

Le alternative potrebbero essere la creazione di accordi interaziendali con società in buone condizioni finanziarie o l'utilizzo dei fondi destinati a tassazione con un evidente impatto sulle generali condizioni di sviluppo dell'economia.

b) SWOT analysis del settore « Piccole e Medie Imprese » in alcuni paesi dell'Europa centrale

Punti di Forza	Slovenia	Polonia	Ungheria	Rep. ceca	Slovacchia
La presenza di aree di business che vantano una solida tradizione	Buona	Buona	Scarsa	Buona	Buona
Orientamento all'esportazione di beni	Ottimo	Ottimo	Buono	Scarso	Scarso
Forza lavoro motivata caratterizzata da un'etica sociale molto forte	Alta	Alta	Media	Media	Media
Struttura dell'economia	Favorevole	Moder. Favorevole	Insuff.	Favorevole	Favorevole
La presenza di collegamenti commerciali e di reti di accesso con l'UE	Elevata	Elevata	Insuff.	Elevata	Elevata
Crescita nel periodo 1991-1997	Forte	Media	Media	Media	Discreta
Incrementi nel potere d'acquisto	Buono	Discreto	Discreto	Buono	Discreti
Posizione geografica	Ottima	Ottima	Ottima	Buona	Ottima
Livelli di coesione sociale e di valori condivisi	Elevati	Medio-alti	Medio-alti	Medio-alti	Buona
Confidenza con la crescita dei vari business					
Punti di Debolezza	Slovenia	Polonia	Ungheria	Rep. ceca	Slovacchia
Skills di base nell'operatività di Business (in particolare in campo finanziario e Marketing)	Bassa	Media	Bassa	Media	Bassa
Sistema Fiscale imprevedibile e non favorevole alle PMI	Pressione elevata	Pressione elevata	Pressione elevata	Pressione elevata	Pressione elevata
Presenza di PMI sottocapitalizzate	Medio-alta	Medio-alta	Alta	Medio-alta	Alta
Base imprenditoriale	Debole	Discreta	Debole	Debole	Debole
Avversione al rischio	Elevata	Media	Media	Elevata	Elevata
Sinergie tra istituti sociali, corporazioni e PMI	Limitate	Limitate	Limitate	Limitate	Limitate
Presenza del settore bancario	Insufficiente	Insufficiente	Insufficiente	Insufficiente	Insufficiente
Mancanza di fonti finanziarie di lungo periodo	Forte	Media	Media	Forte	Forte
Ampiezza del lavoro part time o non regolarizzato	Elevata	Elevata	Elevata	Elevata	Elevata
Dimensione del mercato interno	Piccola	Media	Media	Piccola	Piccola
Tipologia di orientamento al mercato	alla produzione	al prodotto	alla produzione	alla produzione	alla produzione
Supporto governativo alle PMI	Scarso	Buono	Buono	Discreto	Discreto

Fonte: elaborazioni dell'autore.

c) Procedure di privatizzazione e finanziamento delle PMI in alcuni paesi selezionati

Tabella 2 - Procedure di privatizzazione implementate nella repubblica Ceca, Polonia e Ungheria dal 1989 al 1996.

Tipologia di privatizzazione	Paese	Procedura
⇒ su piccola scala	tutti i paesi	- approccio flessibile alla privatizzazione su piccola scala nel settore dei trasporti e in genere nel settore dei servizi.

Segue: Tabella 2.

Tipologia di privatizzazione	Paese	Procedura
⇒ su vasta scala	→ Repubblica Ceca	<ul style="list-style-type: none"> - creazione di un sistema garante delle quote assegnate su vasta scala (eccetto che per le aziende con capitale estero, beni pubblici, industrie regolate e grandi imprese industriali in gestione controllata a causa del loro deficit). - I cittadini pagano un ammontare nominale per una ricevuta di garanzia che conferisce loro il diritto a prendere parte all'asta per la distribuzione delle azioni. Circa il 40% delle imprese statali sono state privatizzate in questo modo dal 1989 al 1996.
	→ Ungheria	<ul style="list-style-type: none"> - valutazione caso per caso con vendita all'asta o tramite lo stock market. Piccole quote sono rese disponibili solo ed esclusivamente per i lavoratori ma è assente un piano per l'attuazione dell'azionariato diffuso. Circa il 20% delle imprese statali sono state privatizzate in questo modo dal 1989 al 1996.
	→ Polonia	<ul style="list-style-type: none"> - Inizialmente è stato seguito un piano di privatizzazione sullo stile britannico poi cambiato con vendite tramite opa pubbliche di alcune grandi imprese. I cittadini pagano un ammontare nominale per una ricevuta di garanzia che conferisce loro il diritto a prendere parte all'asta per la distribuzione delle azioni. Oltre il 70% delle quote è stato distribuito liberamente tra i cittadini, lavoratori e intermediari finanziari. Tali garanzie saranno usate per acquistare quote o unità in speciali «fondi di privatizzazione che saranno offerte in particolari aste.

In quasi tutte le realtà considerate tale settore assorbe quote rilevanti della forza lavoro impiegata.

Dal 1989 (crollo del Muro di Berlino) si è assistito, infatti, ad un progressivo smantellamento e privatizzazione delle grandi imprese statali ormai strutturalmente non più in grado di sopravvivere nella competizione

con le aziende occidentali, con conseguente aumento della disoccupazione e fuoriuscita della forza lavoro verso altre destinazioni.

Questi processi sono stati accompagnati da piani e programmi elaborati in collaborazione con la Banca Mondiale e con il Fondo Monetario Internazionale che hanno provveduto a fornire il background tecnico-operativo nella fase di attuazione e di monitoraggio delle operazioni.

Come si evince dalla Tabella 2 la maggior parte dei frazionamenti, pur attuata con procedimenti e tecniche differenti, è stata caratterizzata dalla costituzione di società ad azionariato diffuso (privatizzazione su vasta scala). Nei settori ritenuti ad interesse pubblico, invece, si è limitato fortemente il numero di azionisti di riferimento (gruppi di maggioranza relativa) optando per la creazione di un nocciolo duro che fosse sostanzialmente stabile.

La privatizzazione di molte realtà economiche ha dato luogo al proliferare di nuove e più dinamiche imprese di piccole e medie dimensioni che, tuttavia, hanno trovato nella struttura finanziaria dei loro paesi un notevole limite alla loro possibilità di espansione.

Il reperimento del credito ed in particolare di quello a medio-lungo termine, non è affatto agevole per la presenza di elevate condizioni di rischio insite sia a livello microeconomico sia nei quadri economici nazionali (rischio paese). Sull'altro fronte le istituzioni bancarie e creditizie incontrano tutte le difficoltà tipiche della concessione degli affidamenti richiesti e della gestione di strumenti finanziari sempre più sofisticati e differenziati. Va sottolineato come i principali intermediari di riferimento siano le sole banche commerciali di grandi dimensioni, la cui espansione è stata favorita dalle condizioni di monopolio statale presenti fino al 1989. La capillarizzazione sul territorio unita alla conoscenza delle condizioni locali e la consolidata esperienza nei rapporti con gli imprenditori sono alcune delle motivazioni che ne spiegano la posizione dominante.

Nonostante la posizione di privilegio di cui godono sul mercato, le banche commerciali considerano come altamente rischiosa la concessione di prestiti alle PMI per due motivi fondamentali:

- per l'elevato numero di fallimenti che di solito si verifica entro i primi due anni dall'inizio delle operazioni;
- per gli elevati costi amministrativi derivanti dalla concessione di bassi volumi di credito ad un largo numero di clienti;

L'aumento del rischio percepito si dovrebbe concretizzare in un aumento del premio fatto pagare alle imprese clienti e nella predilezione per affidamenti di breve periodo, cosa che non sempre accade sia per la mancanza di corrette procedure di *accounting* nella valutazione delle concessioni sia per la presenza di alcune normative a livello settoriale che impongono dei *ceilings* sui tassi di interesse.

Spesso la misurazione del rischio è basata su criteri soggettivi e sui rapporti personali tra chi deve valutare e il potenziale affidato stante la mancanza di una scala oggettiva di valutazione.

Alcuni tentativi di raccolta dei dati su base statistica, per la definizione di linee guida che potessero fornire da supporto ad un corretto apprezzamento del rischio, sono risultati del tutto incompleti per la reticenza delle banche a comunicare l'effettivo rendimento delle loro operazioni passate (*Non Performing Loans*) e le loro posizioni di rischio correnti.

Un'inversione di tendenza, allo stato attuale, potrebbe partire solo dall'alto attraverso politiche governative volte creare tutte quelle condizioni — eliminazione dei tetti sui tassi, emanazione di linee guida per la valutazione del rischio, agevolazioni per l'autoformazione, ecc. — per rendere il finanziamento alle PMI una parte proficua del portafoglio bancario, ovvero le stesse condizioni già sottolineate per lo sviluppo di un efficiente sistema finanziario.

Si pone quindi una difficile questione di sequenzialità nell'attuazione degli interventi di politica economica per il fatto che la necessità di operare contemporaneamente su più fronti (finanziario, istituzionale, industriale) si scontra con la scarsità delle risorse disponibili che, come mostrato in seguito, preme per la definizione di alcune priorità.

d) Processi di ristrutturazione aziendale e bancaria in Polonia

Il programma di ristrutturazione aziendale e bancaria in Polonia

Le misure di stabilizzazione economico-finanziaria adottate in Polonia, a partire dal 1990, hanno radicalmente cambiato la situazione delle aziende pubbliche. La liberalizzazione dei prezzi e del commercio estero ha indebolito notevolmente la competitività dei prodotti polacchi, conducendo ad una drastica caduta della domanda e ad aumenti significativi nel costo del credito.

Le difficoltà finanziarie delle aziende pubbliche sono state successivamente aggravate da aumenti incontrollati nell'imposizione fiscale che, superando i limiti fisiologici sopportabili dall'economia nel suo complesso, ha portato a notevoli ritardi nell'adempimento dei pagamenti tra le diverse aziende.

Queste erano le condizioni presenti in Polonia quando le aziende statali hanno iniziato a mutare radicalmente la loro situazione per avvicinarsi a strutture e a forme societarie più idonee ad operare nel nuovo contesto economico; quello della transizione.

I movimenti principali di questi aggiustamenti in campo economico si osservano sostanzialmente:

- nei tagli ad alcune produzioni;
- nella vendita o nell'eliminazione di attività ritenute non necessarie;
- nella riduzione dei posti di lavoro;
- nella creazione di nuovi legami con le neonate strutture di mercato;
- nei cambiamenti all'interno del *management*;

— nell'innalzamento del ruolo assunto dai dipartimenti economico-finanziari;

A partire dal 1990 moltissime aziende statali, appesantite da enormi debiti contratti durante il periodo dell'economia di comando, hanno intrapreso il difficile processo di ristrutturazione.

Le aspettative economiche, a quella data decisamente a favore di una immediata conclusione del periodo di recessione, hanno indotto molte aziende a non ridurre i loro volumi produttivi, anche a costo di contrarre crediti a prezzi elevati.

Pertanto, non tutte le imprese hanno sospeso gli investimenti iniziati prima del 1990, essendovi la convinzione che il completamento degli stessi, anche al prezzo di un indebitamento più costoso, avrebbe consentito una ripresa ancora più veloce. Molte di queste aziende, inoltre, non erano assolutamente convinte del successo dei processi di riforma e hanno continuato a contrarre debito, nonostante il progressivo ridursi delle possibilità di ripagarlo.

Per quanto riguarda la posizione delle aziende di credito, va detto che molte di esse non hanno saputo pienamente identificare il progressivo peggioramento delle condizioni nel loro portafoglio (date le difficoltà nella supervisione e nel monitoraggio degli affidati).

Esistevano infatti enormi ostacoli nella stima del valore dei crediti parzialmente o totalmente inesigibili, dovuti ad un'assoluta mancanza di metodologie e di standard operativi comuni alle banche stesse.

Studi commissionati nel 1992 ad *auditors* indipendenti, su iniziativa della Banca Nazionale Polacca, hanno confermato una decisa crescita dei *bad debts* nel portafoglio crediti delle principali 9 banche nazionali⁽³⁹⁾. La quota di credito classificata come di dubbia solvibilità o persa, è passata da un *range* tra il 9% ed il 20% nel giugno del 1990 ad un *range* compreso tra il 24% ed il 68% nel giugno del 1992, con conseguente reale pericolo per le condizioni di liquidità di molte banche.

In normali condizioni economiche questo si sarebbe tradotto nell'immediata apertura di procedure fallimentari, tuttavia la scala del fenomeno ha reso indispensabile la ricerca di un compromesso.

La soluzione è stata fornita con la creazione dell'Atto di Ristrutturazione Aziendale e Bancario adottato a partire dal 3 febbraio 1993.

Questo provvedimento si proponeva quattro obiettivi essenziali:

- 1) la riduzione del debito in carico alle aziende pubbliche con buone prospettive di sopravvivenza;
- 2) il successivo rifinanziamento delle stesse per consentirne una più rapida privatizzazione⁽⁴⁰⁾;

⁽³⁹⁾ Fonte: MULLINEUX, A. GREEN, C. (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*, p. 25.

⁽⁴⁰⁾ Questo punto era subordinato alla stipulazione di un Accordo di Conciliazione Bancaria — d'ora in poi ACB — per il quale si rimanda più avanti nel testo.

3) l'eliminazione dal mercato delle aziende giudicate senza ulteriori prospettive, attraverso la vendita a privati, lo smantellamento delle loro attività o l'apertura delle procedure di bancarotta;

4) la ristrutturazione del sistema bancario, da attuarsi mediante un parziale recupero dei crediti dubbi o apparentemente persi;

Dal momento che l'attuazione dei programmi di ristrutturazione aziendale condizionava pesantemente, quando non addirittura minacciava, la liquidità del sistema bancario nel suo complesso, si è deciso di fornire capitale aggiuntivo alle banche, sufficiente ad assicurare una compensazione adeguata alle perdite che avrebbero dovuto subire, ed in ogni caso tale da evitare il collasso finanziario.

All'inizio del 1992 le nove banche principali polacche hanno identificato i loro *bad debts*, ricevendo un ammontare complessivo di 2.750 miliardi di dollari (prezzi dell'epoca).

L'accordo di conciliazione bancaria

All'interno del processo di ristrutturazione aziendale e bancaria, particolare attenzione meritano gli Accordi di Conciliazione Bancaria adottati in Polonia dal 1993 al 1996. Tali provvedimenti, che costituiscono il primo serio tentativo compiuto da un paese dell'est verso un effettivo passaggio all'economia di mercato, sono stati i precursori di molti programmi di ristrutturazione finanziaria adottati successivamente in molte economie dell'est europeo.

Di sotto viene presentata un'analisi dei principali ACB attuati in Polonia nel periodo 1993-1996 al fine di valutare alcuni tratti delle tipiche delle aziende partecipanti, quali la dimensione, la posizione debitoria, le condizioni partecipative ai programmi ma soprattutto i risultati raggiunti. L'Accordo di Conciliazione Bancaria (ACB) è sostanzialmente un contratto applicabile ad alcune tipologie d'impresa e precisamente ad aziende pubbliche o a *joint-stock companies* aventi la maggioranza del possesso azionario in mano al Ministero del Tesoro. Può richiedere un ACB solamente un'impresa debitrice, caratterizzata da buone prospettive di sopravvivenza ma non in grado di assolvere gli impegni presi — a causa di ragioni del tutto eccezionali e al di fuori del proprio controllo. Dal lato opposto, un ACB può essere proposto da una qualsiasi banca la cui esposizione rappresenti almeno il 10% delle obbligazioni del debitore ovvero il 20% dei finanziamenti totali assunti dal debitore. Un ACB non è utilizzabile per domande di indennizzo garantite da pegni o ipoteche ovvero da obbligazioni provenienti da assicurazioni sociali o da lavoro dipendente.

La struttura generale di tali accordi prevede:

1) L'obbligo, da parte del debitore, di intraprendere sostanziali misure volte al miglioramento della situazione aziendale, da concordarsi all'interno di un programma di risanamento finanziario.

2) L'obbligo del creditore di supportare l'azione di ristrutturazione attraverso una ridefinizione del debito o mediante la creazione di accessi facilitati a nuovi fondi attraverso:

- dilazioni del termine ultimo per il pagamento di obbligazioni e cedole;
- diminuzione dei tassi di interesse sul rivendicato;
- concessione di una sospensione temporale dall'obbligo del pagamento di interessi per l'impresa sovvenzionata;
- riprogrammazione delle condizioni di pagamento riferite a capitale e interessi;
- operazioni di *swap* debiti/azioni;
- eliminazione di parte dell'esposizione debitoria comprendente capitale ed interessi;
- fornitura di nuovi prestiti, crediti e garanzie al debitore;

3) Provvedimenti indirizzati alla salvaguardia dell'adempimento del ACB nonché al controllo della sua attuazione (mediante ad es. la possibilità di fare appello ad un Consiglio dei Creditori, la determinazione dei rispettivi diritti tra le parti in causa e la definizione di strumenti di controllo effettivo esercitabili da parte del creditore);

Un ACB può essere concluso solamente quando la proposta di conciliazione venga accettata da creditori che, congiuntamente, vantino più del 50% delle pretese totali sulla società affidata. In questo computo sono incluse le esposizioni debitorie della banca conducente il programma di conciliazione stesso.

Tali procedure di conciliazione hanno comunque validità limitata. L'eccezionalità di questi accordi si rinviene nel fatto che le domande di partecipazione dovevano essere presentate entro il 18 marzo 1996.

A quella data gli ACB conclusi sono stati 650, mentre molti altri sono ancora aperti o in fase di conclusione.

Scelta del cluster e analisi dei risultati

Il campione analizzato comprende 110 aziende che hanno concluso l'ACB, metà delle quali ha potuto convertire parte del proprio debito in azioni. Gli Accordi di Conciliazione Bancaria presentati, sono stati di due tipi, distinguibili essenzialmente sulla base della possibilità, prevista o meno, di convertire parte o tutta l'esposizione debitoria in quote azionarie. In quest'ultimo caso si parla di ACB regolari.

Le informazioni ottenute sono state generate attraverso la somministrazione di questionari direttamente alle società partecipanti, a cui ha fatto seguito una duplice analisi di tipo qualitativo e quantitativo del loro percorso di risanamento.

La prima metà dei casi include aziende per le quali non sono previste operazioni di *swap* mentre la seconda è composta prevalentemente da società che hanno saputo rispettare la validità degli accordi e i tempi di rimborso dei debiti, ricevendo pertanto dal Ministero per le Privatizza-

zioni l'autorizzazione ad effettuare *debt/equity swaps* per la parte restante dell'esposizione ⁽⁴¹⁾.

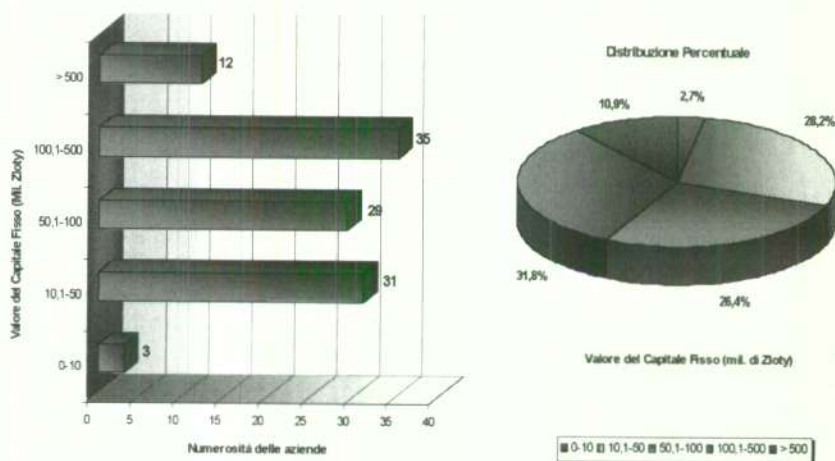
Tavola 1 - Valore del capitale fisso nelle aziende selezionate.

Valore del Capitale Fisso (Mil Zloty) (*)	Campione analizzato		ABC con Debt/Equity Swap		ACB Regolari	
	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%
0-10	3	2.7	1	1.8	2	3.6
10,1-50	31	28.2	11	20	20	36.4
50,1-100	29	26.4	15	27.3	14	25.5
100,1-500	35	31.8	22	40	13	23.6
> 500	12	10.9	6	10.9	6	10.9
Totale	110	100	55	100	55	100

(*) Valore al cambio corrente zloty/US\$ è di circa 4 zloty per un dollaro.

Fonte: (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*.

Grafico 1 - Distribuzione del capitale fisso nelle aziende selezionate.



Fonte: elaborazione dell'autore.

⁽⁴¹⁾ Dal 18 marzo 1996 il ministero delle privatizzazioni ha trasferito questi poteri a 74 *joint-stock companies* portando il dato al 75% dei casi.

La realizzazione degli ACB ha riguardato principalmente le aziende pubbliche di grandi dimensioni. Il 70% delle aziende selezionate possedeva infatti un capitale fisso eccedente i 50 milioni di zloty (si veda tavola 1). Tale è anche il limite posto in via generale per la realizzazione delle operazioni di *debt/equity swap*.

Il grafico 1 mostra la ripartizione del capitale fisso relativo al totale delle aziende partecipanti agli ACB. Il 42,7% delle imprese possedeva un capitale fisso eccedente i 100 milioni di zloty. Con riferimento ai due sottogruppi la percentuale passa dal 50,9% per le aziende che avevano sottoscritto ACB con *debt/equity swap* al 34% per quelle con ACB regolari.

Dal punto di vista della forza lavoro impiegata, la maggioranza delle aziende (63%) occupava più di 500 persone nel periodo immediatamente precedente a alla stipulazione dell'accordo, mentre il 16% delle aziende aveva una forza lavorativa superiore alle duemila unità.

Le due maggiori *joint-stock companies* davano lavoro rispettivamente a 7.000 e 5.890 persone.

Nel caso di ACB che prevedevano il *debt/equity swap* il 56,4% era costituito da aziende con meno di 1000 lavoratori, mentre quelle con una maggiore dimensione in termini occupazionali rappresentavano il 21,8% di questo sottogruppo (si veda tavola 2).

Tavola 2 - Numero di dipendenti nelle aziende selezionate.

Numero di dipendenti	Campione analizzato		ABC con Debt/Equity Swap		ACB Regolari	
	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%
0-500	39	35.5	15	27.3	24	43.6
501-1000	30	27.2	16	29.1	14	25.5
1001-2000	23	20.9	12	21.8	11	20
> 2000	18	16.4	12	21.8	6	10.9
Totale	110	100	55	100	55	100

Fonte: (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*.

La metà delle aziende interessate aveva un valore complessivo dell'esposizione debitoria compreso tra i 100 e i 500 milioni, sempre in valuta locale; le ripartizioni all'interno di dei gruppi (ACB con *debt/equity swap* e ACB regolari) sono sostanzialmente simili con un 52,7% nel primo caso e un 47,3% nel secondo caso (Tavola 3 - Grafico 2).

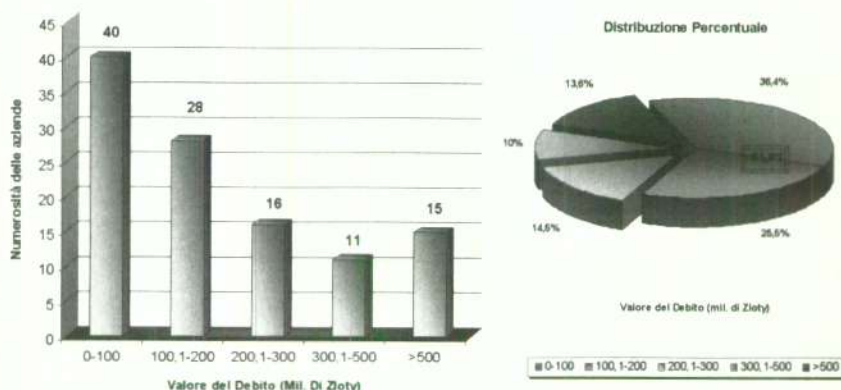
Una sproporzione maggiore può essere osservata con riferimento alle aziende che si trovano agli estremi della scala di debito.

Tavola 3 - Ammontare del debito nelle aziende selezionate.

Valore del Debito (Mil Zloty)(*)	Campione analizzato		ABC con Debt/Equity Swap		ACB Regolari	
	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%	N. di Aziende	%
0-100	40	36.4	16	29.1	24	43.6
100,1-200	28	25.5	15	27.3	13	23.7
200,1-300	16	14.5	9	16.3	7	12.7
300,1-500	11	10	5	9.1	6	10.9
> 500	15	13.6	10	18.2	5	9.1
Totale	110	100	55	100	55	100

(*) Valore al cambio corrente zloty/US\$ è di circa 4 zloty per un dollaro.

Fonte: (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*.

Grafico 2 - Ammontare relativo al debito ripartito tra le aziende selezionate.

Fonte: elaborazione dell'autore

Dal grafico si osserva come il 61,9% delle aziende avesse un debito compreso tra 0 e 200 milioni di zloty, rivelando una certa concentrazione di imprese in questo *range*.

Il gruppo con le minori obbligazioni contrattuali — meno di 100 milioni — era costituito da 40 aziende (o, il che è lo stesso, il 36,4% del totale).

Tali soggetti costituivano rispettivamente il 29,1% e il 43,6% all'interno dei due sottogruppi indicati. La situazione appare differente consi-

derando il gruppo di aziende aventi posizioni debitorie superiore a 500 milioni di zloty: rispettivamente il 18,2% e 9,1% dei due sottogruppi.

Nella maggior parte dei casi (circa il 60%), il valore delle obbligazioni ha superato quello del capitale fisso di parecchie volte.

I creditori delle società analizzate sono principalmente banche, istituzioni finanziarie, il Ministero del Tesoro, istituti nazionali pensionistici e fornitori.

Le aziende partecipanti a programmi di conciliazione citavano a sostegno della loro richiesta di sospensione temporanea dal servizio di debito o a difesa della loro impossibilità di essere solventi nei tempi previsti le seguenti regioni:

- la caduta della domanda interna;
- il collasso dei mercati dell'est;
- le difficoltà connesse alla riscossione dei crediti;
- la crescente competizione sul fronte delle importazioni;
- i pesanti carichi fiscali;
- l'aumento di prezzi e altri elementi di costo;
- improvvisi aumenti nell costo del credito;

Le informazioni ricavate mostrano che le aziende coinvolte in operazioni di *debt/equity swap* avevano un legame molto più solido con mercati dell'est europeo rispetto a quelle caratterizzate da ACB regolari (in particolare le imprese di *engineering* elettronico e dell'industria leggera).

L'analisi delle cause relative al crescente indebitamento che ha caratterizzato tali imprese non contiene tuttavia indicazioni sull'incremento dei *bad debts*, causato dalla mancanza di disciplina finanziaria delle *joint stock companies* e dalla debolezza dei sistemi di supervisione bancaria.

Tutto ciò sembra rivelare una tendenza comune, tra i debitori e le banche creditrici, ad interpretare la crescita di queste passività come un fenomeno indipendente e quindi esogeno — provocato per lo più da aggiustamenti macroeconomici — rispetto alle condizioni interne di aziende e banche stesse.

Le ragioni addotte a giustificazione delle insolvenze tendono a minimizzare l'impatto delle passività del debitore sui giudizi formulati dalle banche nella concessione degli affidamenti.

Programmi di ristrutturazione finanziaria

Le misure previste dagli accordi in questione avevano come obiettivo fondamentale la ristrutturazione delle aziende debentrici e la facilitazione, per queste ultime, degli accessi a nuovi capitali.

Il legislatore ha accettato l'assunto secondo il quale l'ACB avrebbe dovuto tenere in considerazione gli interessi dei creditori, evitando di pregiudicarli eccessivamente. In pratica questo si è tradotto nella suddivisione dei creditori in alcune categorie, utilizzando come criterio base la dimensione del debito, integrata da correttivi sulla base della scala e della tipologia delle concessioni che i creditori sarebbero stati chiamati a con-

cedere. Tutto questo partendo dal presupposto che creditori, potenzialmente comparabili sotto l'aspetto dimensionale dell'esposizione, non erano necessariamente identici.

Privilegi speciali, come termini ultimi di pagamento accelerati e minori *write-off*, sono stati concessi a creditori con esigue esposizioni, ritenendosi che tali crediti potessero appartenere, di norma, ad aziende che legavano la loro stessa sopravvivenza alla immediata estinzione di questi ultimi (tipicamente piccole e medie imprese private e cooperative).

Un'ulteriore argomentazione a favore di questa scelta poggiava sul fatto che le unità di minori dimensioni assumevano un ruolo meramente passivo nei processi di ristrutturazione aziendale e bancari, mentre le grandi aziende pubbliche avevano un duplice ruolo, essendo soggetti sia attivi che passivi. I processi in parola, deve essere ricordato, prevedevano non solo la progressiva estinzione del debito ma anche il successivo rifinanziamento delle aziende più meritevoli. Da tale finanziamento erano ovviamente esclusi i piccoli creditori.

La classificazione dei creditori, da un punto di vista dimensionale, veniva così fortemente individualizzata.

Venivano considerati piccoli creditori coloro che, all'interno di ACB di svariate decine di miliardi, vantavano esposizioni inferiori ai tre miliardi di zloty. Purtroppo non vengono specificate ulteriormente le dimensioni minime e massime in cui racchiudere quel termine « svariate ».

Un elemento fondamentale di ogni ACB consisteva nell'obbligo, assunto dai creditori, di eliminare parte delle pretese creditorie e nella predisposizione di un programma avente per oggetto una ripartizione temporale per il pagamento della parte rimanente o la conversione di parte o tutto il restante in quote azionarie.

In molti casi la cancellazione del debito è stata definita in termini percentuali prendendo in considerazione l'ammontare totale (ovvero capitale più interessi). Tale procedura, applicata a 68 aziende (il 62% del totale), è stata meno comune nel caso di ACB con conversioni azionarie (ovvero 29 ACB) rispetto agli ACB regolari (39 ACB).

La rimanente parte degli accordi prevedeva diversi gradi di cancellazione del debito riguardanti sia il capitale che gli interessi o, in alcuni casi, i soli interessi scaduti. In 18 casi, 11 dei quali relativi a società partecipanti ad ACB che prevedevano *debt/equity swaps*, si è provveduto ad una completa eliminazione dei gli interessi scaduti.

In tutti questi casi, l'ammontare degli interessi dovuti eccedeva per più del doppio il capitale impiegato.

Ogni qualvolta la dimensione del *write-off* è stata differenziata, si è registrato un migliore trattamento dei piccoli creditori rispetto a quelli di maggiori dimensioni. In 47 casi i creditori — di cui 20 con ACB regolari — sono stati ripagati in pieno.

In particolare, per gli accordi che non prevedevano il *debt/equity swap*, si è provveduto secondo le seguenti modalità: i piccoli creditori sono stati pagati in un periodo variabile tra 1 e 6 mesi dal momento in cui l'accordo è stato validato. Nei casi in cui l'accordo richiedeva ul-

teriori definizioni per essere raggiunto, si è provveduto ad una ripianificazione del debito in rate da saldare entro un anno.

Il rimborso del debito per i grandi creditori è stato ridefinito tramite il pagamento di rate, a partire da un periodo di un anno o più secondo l'entità del debito.

Nel 60% degli ACB il rimborso è iniziato a partire dal terzo anno dopo la conclusione dell'accordo; nel 27% è stato fissato un periodo di sei anni e solamente per il 13% il tempo di rimborso è stato inferiore a tre anni.

Negli ACB che prevedevano il *debt/equity swap* sono state adottate le seguenti soluzioni:

1) il *debt/equity swap* includeva i soli creditori di elevate dimensioni. Solamente in tre casi si è provveduto ad inserire tre creditori di entità più modesta;

2) nel 50% di questo sottogruppo (27 aziende) il debito contratto con i grandi creditori, rimanente dopo i *write-off*, è stato convertito in azioni secondo le modalità presentate in tavola 4;

Nella Tavola 5 le aziende creditrici partecipanti all'ACB vengono suddivise in base alla percentuale di cancellazione del debito che hanno dovuto accordare. All'interno del campione totale si è provveduto alla cancellazione degli interessi in 18 casi per i grandi creditori e in 9 per quelli di dimensioni più piccole.

Tavola 4 - Suddivisione del debito rimanente dopo i Write-off (percentuali).

Pagamento	Conversione in Debt/equity Swap	Numero di aziende
3	97	1
6	94	1
15	85	1
20	80	2
25	75	5
30	70	2
35	65	2
40	60	3
48	52	1
50	50	4
52	48	1
60	40	2

N.B.: Le prime due colonne sono complementari.

Fonte: (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*.

Si nota come nei 2 sottogruppi vi siano state pochissime riduzioni del solo capitale, mentre la maggioranza dei *write-off* ha riguardato capitale più interessi.

Un'ultima notazione riguarda gli istituti di credito coinvolti negli ACB.

In media, circa il 34,4% dell'ammontare dei debiti rimanenti dopo i *write-off* è stato ripagato entro tre anni, mentre 65,6% è stato convertito in azioni.

La conseguenze sulla struttura di debito delle aziende che partecipavano al *debt/equity swap* risultano apparentemente più favorevoli dal momento che, oltre alla cancellazione di parte dell'esposizione, si è provveduto a ridurre la quota dei debiti rimanenti. Le aziende partecipanti ai ACB regolari, per contro, hanno ottenuto un più elevato livello di *write-off* in termini percentuali.

Le banche partecipanti agli accordi sono state 15. Una comparazione dei termini di ristrutturazione finanziaria, accettati all'interno dei differenti ACB, evidenzia come il maggiore interesse nel *debt/equity swap* sia stato mostrato da banche classificate come banche deboli al momento dell'entrata in vigore del programma. Si tratta di banche in cui una larga percentuale del credito vantato era considerata di dubbia solvibilità. Le banche più forti, così come quelle in posizione intermedia, hanno mostrato minori interessi nei *take-over* delle aziende.

È possibile supporre che il primo gruppo di banche abbia voluto rafforzare la propria posizione e la propria influenza su aziende ritenute di importanza strategica in determinate regioni, attuando un'espansione, per così dire, controllata in quanto caratterizzata da una rischiosità minore.

Tavola 5 - Cancellazione del debito negli ACD selezionati (percentuali).

Riduzione del debito (perc.)	Numerosità delle aziende																	
	Campione Totale						ACB con Debt/Equity Swap						ACB Regolari					
	Grandi creditori			Piccoli creditori			Grandi creditori			Piccoli creditori			Grandi creditori			Piccoli creditori		
	C	I	DT	C	I	DT	C	I	DT	C	I	DT	C	I	DT	C	I	DT
0.						30				1		17						13
31-40 ...	2		2	1		7	1		1			7	1		1	1		
41-40 ...	3	2	11	1	3	11		1	6	1		3	3	1	5		3	8
51-60 ...	1		9			6			2			2	1		7			4
61-70 ...		3	21		5	6		2	9		4			1	12		1	6
71-80 ...	1	4	13		1	4		3	3		1	1	1	1	10			3
81-90 ...	1	1	5			3	1	1	1						4			3
91-100 ..		18			9	2		11			6	2		7			3	

Programmi di ristrutturazione aziendale

Sebbene una condizione fondamentale per la positiva conclusione degli accordi risiedesse nella congiunta approvazione da parte della banca e dei creditori, tale elemento non costituiva una garanzia di validità nell'elaborazione dei piani.

Accanto a programmi ben preparati e supportati da analisi economiche di fattibilità e di rischio, se ne rinvenivano altri piuttosto dubbi, quando addirittura incoerenti.

Un'informazione dettagliata sui programmi di ristrutturazione si aveva solamente nei casi in cui era stata prevista la consulenza di agenzie specializzate.

In via generale, la maggior parte dei programmi prevedeva la riduzione della forza lavoro, il congelamento dei salari, la riduzione delle funzioni socio-assistenziali e l'eliminazione degli sprechi, così come di tutte le produzioni scarsamente o per nulla redditizie. Si tratta, come è ovvio, di misure ampiamente impopolari che non potevano essere gestite dallo Stato prima della fase di privatizzazione, dal momento che non poteva assumere il duplice ruolo del licenziante e del pacere.

Dall'indagine condotta sulle aziende selezionate risulta inoltre che i creditori — proprietari delle *joint-stock companies* — non erano intenzionati a farsi coinvolgere profondamente nel processo di ristrutturazione aziendale. L'obiettivo palesato era principalmente quello di assicurarsi che le quote di azioni possedute raggiungessero i massimi livelli al minor costo possibile.

Prima della realizzazione dell'ACB non erano molti i creditori che avevano manifestato uno specifico interesse per le aziende in quanto tali. Si può ragionevolmente supporre, quindi, che una sostanziale ristrutturazione delle aziende selezionate sia stata posticipata dopo qualche tempo dal completamento degli accordi. Non va comunque dimenticato che la possibilità di un'effettiva ristrutturazione dipende in modo determinante dalla presenza di un *management* creativo ed efficiente, dalla capacità di controllare le resistenze degli impiegati, e della forza lavoro in generale, all'introduzione di nuovi metodi, strutture e abitudini lavorative ecc.

Alcuni ACB prevedevano espliciti accordi per la concessione di crediti a lungo termine da effettuarsi ad opera delle banche e/o dei creditori coinvolti a risanamento avvenuto. Sull'altro fronte si richiedeva l'impegno, da parte della *joint-stock company* interessata, ad accettare le condizioni di credito poste dalla stessa banca che aveva precedentemente condotto la procedura di conciliazione. Questo elemento testimonia un orientamento delle banche allo sviluppo degli investimenti produttivi e una maggiore sicurezza e nella loro capacità di controllo e supervisione.

L'analisi delle nuove strutture proprietarie, scaturite dopo i *debt/equity swaps*, indica che il processo di conversione ha portato ad un deciso predominio, in tema di partecipazione azionaria, di pochi soggetti rispetto alla presenza di un largo numero di azionisti. Su 55 *joint-stock companies* analizzate, solamente 17 non hanno una figura di riferimento

dominante, mentre per 18 di esse la posizione di potere rimane in mano al Tesoro.

Il processo di *debt/equity swap* nelle *joint-stock companies* acquistate dai creditori ha condotto alle emersione di quattro tipologie proprietarie:

- 1) *joint-stock companies* aventi una banca come azionista di maggioranza;
- 2) *joint-stock companies* con un azionista strategico;
- 3) *joint-stock companies* con maggioranza azionaria costituita dal Tesoro unitamente ai gruppi di creditori;
- 4) *joint-stock companies* il cui possesso azionario apparteneva una miriade di creditori (solitamente rappresentati da cooperative);

Dati gli obiettivi attribuiti al *debt/equity swap* dal legislatore — la ristrutturazione, la privatizzazione, e lo sviluppo dell'*investment banking* — non vi è dubbio che le forme proprietarie più desiderabili tra le strutture presentate siano quelle caratterizzate da pochi grandi investitori strategici o dalle banche, non fosse altro che per una migliore gestibilità.

Circa il 36% delle compagnie osservate si presentano in questo modo.

L'assenza di un proprietario dominante si ha prevalentemente in alcune *joint-stock companies*, caratterizzate da un grado di coinvolgimento della banca (solitamente il creditore principale) del tutto paritario rispetto al Tesoro. Ciò significa che il processo di creazione di investitori strategici è stato in alcuni casi lasciato alla successiva attività di *trading* delle quote azionarie.

Alcune banche, detentrici di elevati ammontari partecipativi, hanno cercato soluzioni diverse al problema della gestione azionaria da parte di manager specializzati, attraverso il reclutamento di esperti esterni. L'informazione ottenuta dalle banche in questione indica un loro crescente coinvolgimento nel processo di ristrutturazione delle aziende per incrementare il valore delle azioni possedute, allo scopo per nulla nascosto di poterle rivendere dopo due o tre anni dalla conclusione dell'ACB. Come investitore strategico la banca ha inteso fornire, in molti casi, assistenza nel finanziare le sole misure di ristrutturazione strettamente indispensabili. In questo modo si assicurava che la liquidità finanziaria fosse ripristinata e mantenuta dalla *joint-stock company* per il periodo di durata degli accordi, allo scopo di renderla appetibile ad investitori futuri.

A loro sarebbe spettato il compito di adottare quell'ampio spettro di ristrutturazione e di modernizzazione delle attività che avrebbe completato definitivamente il processo in parola.

Operazioni di controllo e supervisione delle aziende sottoposte ad ACB

Il tema della supervisione e del controllo, da parte di un'autorità esterna durante tutte le fasi del processo, assume un'importanza cruciale per la positiva conclusione dei programmi in essere.

All'interno degli ACB è possibile distinguere, si è detto, tra ACB regolari e ACB che prevedevano la conversione in azioni di una parte (anche rilevante) del debito residuo, dopo le revisioni dei termini di pagamento.

Una rapida osservazione di queste due tipologie potrebbe condurre inizialmente a supporre che la seconda forma sia caratterizzata da un grado di maggiore controllo da parte della banca e dei creditori principali sull'intero processo di ristrutturazione.

Va tuttavia precisato che ogni ACB è strettamente connesso a cambiamenti nella struttura e nei contenuti della società partecipante. Una condizione fondamentale per la partecipazione all'ACB è la trasformazione dell'azienda in una *joint-stock company* di proprietà del Tesoro, caratterizzata da una nuova struttura nel *management* e da nuove forme di supervisione esterna.

Alcuni elementi tipici dell'organizzazione del lavoro, quali forme di autogestione da parte dei lavoratori o diritti di associazione e di sciopero, venivano pesantemente limitati per le aziende partecipanti a questi programmi, con l'effetto di aumentare il potere reale della classe dirigente e dare maggiore stabilità alle decisioni di ristrutturazione aziendale che dovevano essere prese in seguito.

La costituzione di nuovi soggetti economici, nella forma di *joint-stock companies* di proprietà del Tesoro, era subordinata ad una serie di cambiamenti istituzionali nelle modalità di supervisione e di controllo esterno dell'intero processo. Il Ministero per le Privatizzazioni ha avvocato a sé il compito di nominare nuovi comitati di supervisione, generalmente composti da consigli in cui partecipavano i principali creditori coinvolti nel processo.

Tali consigli, una volta costituiti, risultavano essere abbastanza indipendenti dall'influenza statale.

Alle banche veniva invece concessa la facoltà di agire indipendentemente dai consigli, ai quali peraltro non partecipava, potendo anche intervenire su base giornaliera per garantire la piena e rispondente attuazione del piano.

Tutti i membri dei comitati di supervisione, generalmente scelti tra coloro che avevano dimostrato competenze di alto livello in materie economico-finanziarie, hanno dovuto superare alcuni esami specifici che garantissero loro una preparazione minima per far fronte ai nuovi compiti.

Le analisi dei risultati mostrano come tali cambiamenti abbiano portato ad una nuova classe dirigente più determinata e volitiva nell'apprendere e nel mettere in pratica le tecniche di gestione, con grande beneficio per i programmi di ristrutturazione successivi all'estinzione dei debiti.

Va comunque ribadito che l'obiettivo prioritario, per molte banche partecipanti alla ristrutturazione, consisteva fondamentalmente in un risanamento delle aziende affidate con il preciso scopo di venderle in un futuro abbastanza imminente. Tale approccio era sicuramente dovuto alle generali condizioni finanziarie e di mercato che gravavano attorno a tutte le aziende; non solamente a quelle partecipanti all'ACB.

Negli ultimi due anni, un deciso miglioramento nelle condizioni e nell'operatività generale dei mercati dei capitali locali ha condotto ad un rafforzamento di alcune *joint-stock companies*, che hanno potuto usufruire di nuovi capitali, e ad una parziale inversione di tendenza nell'atteggiamento delle banche che ora sono divenute più propense a considerare la possibilità di accordi e legami più duraturi con le aziende affidate.

Queste forme di supervisione valevano per entrambe le tipologie di ACB. L'unica differenza di rilievo, laddove venivano previste operazioni di conversione azionaria, si rinviene in un più stretto legame tra la classe dirigente ed i comitati in parola, con una conseguente riduzione delle asimmetrie informative e lo sviluppo di più efficaci forme di collaborazione.

Un bilancio dei programmi di ristrutturazione

Nel tentativo di trarre alcune conclusioni sull'efficacia degli ACB in essere, pare opportuno richiamare brevemente alcuni degli obiettivi principali relativi ai programmi di ristrutturazione bancaria ed aziendale.

Tra questi vanno sicuramente evidenziati:

1) la creazione di opportunità per le aziende di assolvere alle obbligazioni contratte e di portare avanti un processo di ristrutturazione, tale da consentire la loro successiva collocazione sul mercato;

2) l'eliminazione dal mercato di aziende giudicate inefficienti o scarsamente redditizie;

3) la ristrutturazione del portafoglio crediti delle banche polacche;

Il quadro normativo in cui si inserivano gli ACB poneva come momento ultimo per la conclusione degli accordi il 18 marzo 1996, concedendo un periodo di alcuni anni per i programmi siglati a ridosso di quella data.

I risultati ottenuti dalle indagini condotte per tutto il 1997 e il 1998 consentono di tracciare alcune considerazioni iniziali sugli effetti provocati dagli ACB nell'economia delle aziende selezionate.

Dei tre obiettivi citati quello che ha avuto il maggior grado di raggiungimento stato il terzo. L'opera di parziale ristrutturazione del portafoglio bancario è stata agevolata dalla concessione da parte del Ministero del Tesoro di fondi addizionali per il miglioramento della posizione finanziaria delle banche statali partecipanti.

In questo modo veniva assicurata loro la possibilità di portare avanti i programmi di ridefinizione delle condizioni di debito senza timore di perdere liquidità.

Deve essere sottolineata l'efficacia delle pressioni esercitate dai vari consigli nonché dalle banche durante l'esercizio della loro funzione di supervisione e controllo. Grazie ad essa sono state sollecitate forme di cambiamento e ristrutturazione delle attività ma soprattutto dei comportamenti da parte del nuovo *management* desideroso di ben figurare.

In alcuni casi le pressioni esercitate sono state tali da portare alla parziale sostituzione della classe dirigente nelle aziende partecipanti.

Le operazioni di *debt/equity swap* hanno determinato un maggior slancio nella modernizzazione interna delle banche stesse e hanno contribuito alla nascita dell'attività di *investment banking*. Tutto ciò in conseguenza del fatto che le aziende di credito si trovavano ad operare su più fronti, che andavano dalla gestione e massimizzazione del loro investimento, alla ricerca di nuovo capitale da convogliare verso le predette imprese.

Con specifico riferimento al primo obiettivo non è possibile, allo stato attuale, valutare con esattezza il grado di soddisfacimento raggiunto anche perché mancano alla conclusione ancora molti ACB. Si calcola che per la fine dell'anno in corso anche le ultime aziende partecipanti avranno definitivamente portato a termine i programmi di eliminazione del debito e potranno dedicarsi alla successiva ristrutturazione delle loro attività.

Solo allora sarà possibile tracciare una prima analisi delle successive prospettive di sviluppo per queste ultime e si potrà iniziare a valutare con maggior precisione le *performances* delle aziende che, avendo concluso il loro percorso di risanamento, hanno iniziato da qualche anno la loro effettiva campagna di ristrutturazione.

Quanto al secondo degli obiettivi sopra indicati, va sottolineato come inizialmente l'adozione degli ACB abbia sicuramente fornito ad alcune aziende una protezione dal rischio di fallimento. Nel 1993, solamente il 19,2% delle aziende coperte da ACB, che prevedevano operazioni di conversione azionaria, ha registrato un effetto finanziario netto positivo, mentre nel 1994 la successiva riduzione del debito e la conseguente ridefinizione delle condizioni di pagamento ha portato a profitti netti per il 56% dei casi.

Per le aziende coperte da ACB regolari la stessa percentuale, riferita al 1993, si attestava attorno al 12,7% con un ulteriore incremento di 50,9 punti percentuali nell'anno seguente.

Tali risultati, sicuramente positivi, devono tuttavia essere presi con cautela a causa della presenza di alcune distorsioni.

Le aziende coperte dalle procedure di conciliazione hanno incluso l'ammontare del debito annullato tra i profitti straordinari, cosa che ha condotto ad un apparente incremento dei loro risultati finanziari. Rimane tuttavia ovvio che una valutazione più adeguata del reale sforzo di ristrutturazione possa essere compiuta solamente attraverso l'analisi del risultato operativo.

Ricerche condotte dalla Banca Mondiale in tal senso mostrano che gli accordi di conciliazione siglati non hanno portato nei primi anni a sostanziali miglioramenti dei redditi operativi.

Su 62 aziende esaminate tra il 1994 ed il 1995 si registra una diminuzione del numero di compagnie con profitti netti positivi superiori al 5%. In alcuni casi gli ACB si sono concretizzati solamente in consistenti *write-off* (in media attorno al 54% del debito totale) con conseguente peggioramento della situazione finanziaria di alcuni creditori.

Tra le motivazioni a spiegazione della scarsa efficacia ottenuta dagli accordi di conciliazione vengono citati soprattutto:

1) l'assenza di strumenti legali in grado di indurre i creditori a prendere parte attiva nei processi di ristrutturazione;

2) la creazione di una posizione privilegiata da parte delle banche (le quali, forti dei fondi ricevuti dal Tesoro, potevano più tranquillamente seguire le operazioni di supervisione), che ha ridotto considerevolmente il loro impegno potenziale nel sollecitare il *management* delle aziende affidate ad attuare forme di cambiamento strutturale;

3) i ritardi da parte dei comitati amministrativi centralizzati nell'attuazione delle procedure di trasformazione proprietaria;

Ulteriori elementi di debolezza nelle procedure di ristrutturazione del debito si possono ritrovare nell'insufficiente grado di protezione assicurato alle parti creditorie e nel fatto che, in alcuni casi, l'accesso a tali misure sia stato garantito ad alcune aziende a scapito di compagnie con maggiori possibilità di successo, solamente sulla base di astratti criteri di strategicità potenziale.

Generalmente le compagnie che avevano maggiori possibilità di accedere ad un ACB potevano essere suddivise in due gruppi:

1) aziende relativamente affidabili con buone prospettive di recupero;

2) aziende in pessime condizioni e prospettive future ma con alle spalle una fortissima leva politica;

I primi risultati, sulle 62 aziende selezionate, mostrano che il 20% dei partecipanti non sono stati in grado di ripagare i debiti residui, hanno generato ulteriori perdite e hanno sfiorato la bancarotta. Circa il 62% ha avuto successo nel ripagare pienamente l'ammontare debitorio, nel recuperare merito creditizio e nel riproporsi attivamente sul mercato.

Una valutazione complessiva dei dati raccolti mostra comunque un generale raggiungimento degli obiettivi prefissati — in particolare la drastica riduzione, quando non eliminazione dei *bad debts* bancari — pur con le cautele sopra esposte e nonostante l'incapacità di tali ACB di risolvere tutti i problemi finanziari in essere.

L'esperienza degli ACB si è rivelata, inoltre, particolarmente utile per la revisione della normativa in tema di bancarotta, attraverso l'introduzione di alcuni principi operativi a semplificazione degli *iter* legislativi e a miglioramento delle metriche di giudizio. Tali programmi hanno costituito un precedente importante, consentendo ad altre economie in transizione di far tesoro delle procedure adottate e dei risultati realizzati.

Va comunque detto che la combinazione dei meccanismi di ristrutturazione bancaria con i processi di ridimensionamento del debito aziendale ha costituito una soluzione univoca e non replicata da altri paesi dell'Europa centro-orientale. In Ungheria ad esempio si è preferito svendere le principali agenzie di credito a investitori stranieri mentre nella Repubblica ceca si è optato per una trasformazione dei debiti pendenti in buoni del Tesoro con un successivo trasferimento ad una Banca di Consolidamento.

Bibliografia

- AA.VV. (1998), *The New Banking Landscape in Central and Eastern Europe*, OECD Proceedings.
- AIGINGER, M. in OECD PROCEEDINGS. (1997), *The competitiveness of transition economies*.
- AIROLDI, G. BRUNETTI, G. CODA, V. (1994), *Economia Aziendale*, Ed. Mulino.
- ALLEN, F. GALE, D. (1994), *Financial Privatization and Risk Sharing*, Cambridge Massachusetts, MIT press.
- ANDERSON, R.W., KEGELS, C. (1996), *Transition Banking: financial development in central and eastern Europe*; Oxford University Press.
- BAER, H., GRAY, C. (1995), *Debt as a Control Device in Transitional Economies: The experience of Hungary and Poland*, Policy Research Working Paper n. 1480, World Bank.
- BEGG, D., PORTERS, R. (1993), *Enterprise Debt and Economic Transformation: Financial Restructuring in central and eastern Europe*, Cambridge University Press.
- BELKA, M., ESTRIN, S., SCHAFER, M.E., SINGH, I. J. (1995), *Enterprise Adjustment in Poland: Evidence from a Survey of 200 Private, Privatized and State-Owned Firms*, Center of Economic Performance Discussion Paper n. 233, April 1995.
- BELLONI, G.P., (1992), *Finanziamenti a medio-lungo termine: Problematiche Organizzative*, Rivista di Organizzazione.
- BLANCHARD, O. (1997), *The Economies of post-communism transition*, Oxford University Press.
- BONIN, J. (1995), *Banking in the Transition: Privatizing Banks in Poland, Hungary, and the Czech Republic*, all'interno di: K. MIZSEI, J. BONIN, *Creating Market-Oriented Banking Sectors for the Economies in Transition*, Institute for EastWest Studies.
- BUCH, C.M. (1997), *Creating Efficient Banking Systems. Theory and Evidence from Eastern Europe*, Kieler Studien 277, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Tübingen: Mohr.
- BUSINESS CENTRAL EUROPE (1999), May/June and July/august.
- CAPASSO, A. (1995), *Firm Internal Organizations, Stock Market Efficiency and Equity Value*, in *Economia aziendale*, Vol. XIV, 3, 1995.
- CAPRIO, G. (1994), *Banking, Finance and Reform in Transitional Economies*, World Bank.
- CAPRIO, L. (1995), *Finanza aziendale ed economia e direzione delle imprese*, in *Sinergie* (rivista di studi e ricerche), n. 38 set-dic. 1995.
- CAPRIO, G., ATIYAS, I., HANSON, J.A. (1994), *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge University Press.
- CARLES, A. (1995), *Il vincolo finanziario all'innovazione nelle PMI*, in *Sinergie* (rivista di studi e ricerche) n. 38 set-dic. 1995.
- CORBETT J., MAYER P.C. (1991), *Financial Reform in Eastern Europe: Progress with the Wrong Model*, Discussion Paper Series n. 603; Center for Economic Policy Research. London.
- CORNELLI, F., PORTES, R., SCHAFER, M. (1997), *The Capital Structure of firms in Central and Eastern Europe*, n. 1392.

- CORRIGAN, E.G. (1990), *The Role of Central Banks and the Financial System in Emerging Market Economies*, FRNBY - Quarterly Review.
- DIAMOND, D. (1991), *Monitoring and Reputation between Bank Loans and Directly Placed Debt*, in *Journal of Public Economics*, Vol. 99, n. 4.
- EASTWEST BUSINESS COLLABORATION (1994), *The challenge of Governance in post-socialist enterprises*, Ed Max Boisot. London EC4P 4EE.
- EDWARDS, J., FISCHER, K. (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- EUROPEAN COMMISSION (1995), *Preparation of the Associated Countries of the Central and Eastern Europe for Integration into the Internal Market of The Union*, Finance Committee White Paper.
- FRY, M. (1988), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press.
- GRAY, C.W. (1996), *In search of Owners: Privatization and Corporate Governance in Transition Economies*, in *The World Bank Observer*, vol. 11, n. 2 (August 1996).
- GRIFFITH-JONES, S., DRABEK, Z. (1999), *Financial Reform in Central and Eastern Europe*, World Bank.
- HIRANO, M., SUZUKY, K. (1995), *An Overview of The SME Financing System in Major OECD Countries*, OECD.
- HOLMSTRÖM, B. (1997), *Financing of Investment in Eastern Europe: a theoretical perspective*, Oxford university Press.
- ISTITUTO DI STATISTICA NAZIONALE POLACCO, (1994), *Annual Economic Review*.
- JONES, C. (1993), *Banking and financial sectors in East and Central Europe*, Financial Times management report. London University Press.
- KEASEY, K., WATSON, I. (1993), *Small Firm Management*, Oxford University.
- KESSIDES, K., KING, T., NUTI, M., SOKIL, C. (1991), *Financial Reform in Socialist Economies*, Economic Development Institute; World Bank.
- KRZYWDA, D., BAILEY, D., SCHRÖDER, M. (1994), *Financial Reporting by Polish listed Companies for 1991*, The European Accounting Review, 1994 UN - New York.
- LANDESMANN, M., SZÉKELY, I.P. (1995), *Industrial Restructuring and Trade reorientation in Eastern Europe*, Cambridge University Press.
- MAYER, C. (1998), *European Financial Integration*, Cambridge University Press.
- MCKINNON, R.I. (1992), *Taxation, Money, and Credit in a liberalizing Socialist Economy*, Blackwell.
- MCKINNON, R.I., PILL H. (1995), *Credible Liberalization and International Capital Flows: The Over-Borrowing Syndrome*, Mimeo, Stanford University.
- MCKINNON, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C., Brookings Institution.
- MICHAEL, B. (1988), *Opening Up: Liberalization with Stabilization*, in DORN-BUSH, R., HELMERS, F., LESLIE, C.H. eds., *The Open Economy*, EDI Series in *Economic Development*, Oxford University Press, London.
- MULLINEUX, A. GREEN, C. (1999), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe*, Edwar Elgar ed. Northampton MA, USA.

- NUTI, M. (1990), *Alternative Models of Development in Socialist Economies*, European University Institute, Firenze.
- OECD, (1991), *Accounting Reform in Central and Eastern Europe*, Paris, Center for Cooperation with European Economies in Transition.
- OECD, (1992), *Reform of the Banking Sector in Czechoslovakia*: dattiloscritto, 4Th May; Republic of Poland. Ministry of Finance, *Selected aspects of the financial sector in Poland* Report prepared at the request of OECD, dattiloscritto, November;
- OECD (1997), *System for Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*.
- OECD PROCEEDINGS (1997), *Entrepreneurship and SME's in Transition Economies. The Visegrad Conference*.
- PARK, Y.C. (1987), *Financial repression, Liberalization and Development in Developing Countries*, KDI Working Paper n. 8704, May.
- PETRONI, G., VERBANO, C. (1997), *Vulnerabilità e sopravvivenza delle Piccole e Medie Imprese: appunti per una metodologia di Risk Management*, in *Quaderni di scienza e Tecniche Aziendali*.
- PINTO, B., BELKA, M. e KRAJEWSKI S. (1993), *Transforming State Enterprise in Poland: Evidence on the Adjustment in Manufacturing Firms*, Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 1.
- PORTERS, R., BEGG, D. (1993), *Enterprise Debt and Economic Transformation: financial restructuring in Central and Eastern Europe* all'interno di: MAYER, C., VIVES, X., *Capital Markets and Financial Intermediation*.
- QUADERNI DI ECONOMIA AZIENDALE (16/1996), *I nuovi sistemi finanziari in Polonia, Ungheria e Repubblica ceca*, Ed. Banca di Trento e Bolzano.
- ROUBINI, N. (1998), *Current Account Sustainability in Transition Economies*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, NBER Working Paper Series 6468.
- RUFFING, L. e UN (1993), *Identification of accounting Problems arising during Privatizations and their solution*, in *The European Accounting Review*, 1993. UN - New York.
- SCHWARTZ, G. (1996), *Privatization in Eastern Europe: experience and preliminary policy lessons*, Oxford University Press.
- STARK, D. (1996), *Recombinant Property in East European Capitalism*, in FRYDMAN, R. e al.; *Corporate Governance in Central Europe and in Russia*, London, Central European University Press.
- THORNE, A. (1992), *Issues in reforming financial systems in Eastern Europe*, The case of Bulgaria. World Bank, (1993), Policy research working paper n. 882.
- THORNE, A. (1992), *Eastern Europe's experience with banking reform: Is there a role for Banks in the Transition?*, in *Journal of banking and finance*, vol. 17.
- UFFICIO NAZIONALE DI STATISTICA DELLA REPUBBLICA Ceca, (1996), *Annual Economic Review*.
- UNESCO, (1991), *Accounting Problems arising during Privatization in Poland*, Commission on Transnational Corporation, Tenth Session, E/C. 10/AC.3.

- VAN BRABANT, J. M. (1997), *On the Economics of Property Rights and Privatization in Transitional Economies*, Oxford University Press.
- VOS, E., YAP (1995), *Banking Sector Reform in LDC's*, IMF. World Development Report. World Bank.
- WEBSTER, L.M. (1995), *The emergence of private sector manufacturing in Poland*, World Bank Technical Paper n. 230-237-239.
- WORLD BANK, (1996), *World Bank Research Project on Enterprise Behavior and Economic Reform*.