

I COVENANT DI BILANCIO NEI FINANZIAMENTI A MEDIO E LUNGO

TERMINE:

ASPETTI INTRODUTTIVI, BEST PRACTICE E SPUNTI METODOLOGICI

F.Menghini

Nel mondo del corporate finance l'utilizzo di covenant, ed in particolare di covenant riferiti ad indicatori di bilancio, è una prassi che ha trovato sempre più applicazione sui mercati domestici e su controparti *mid-corporate* rispetto al primario utilizzo effettuato su *multinationals*, in particolare sui mercati anglosassoni.

Per covenant si intende infatti una speciale clausola riguardante l'impresa affidata, inserita tipicamente nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine, che riconosce il diritto alla banca o altro ente finanziatore di rinegoziare o revocare il debito qualora la condizione contenuta in tale clausola venga violata. Le diverse fattispecie che possono determinare tali violazioni variano da risultati economico-finanziari disattesi rispetto a quelli convenuti con il finanziatore ad obbligazioni *di fare*, ovvero impegni di *non fare*, anch'essi disattesi rispetto a quanto convenuto tra istituto finanziatore ed impresa finanziata.

In tale ambito i covenant di bilancio risultano quelli maggiormente utilizzati tra le diverse clausole contrattuali inserite nei contratti di finanziamento a medio-lungo termine, e si estrinsecano in una quantificazione di determinati valori-soglia di

bilancio ritenuti significativi e rappresentativi la struttura delle passività e dei costi finanziari di impresa.

La presenza di tali clausole ed il loro contenuto quantitativo rendono quindi interessante lo strumento sotto diversi profili:

- quello creditizio in primis, in quanto consente di definire nuove modalità di garanzie al credito, ridefinendo e ricomponendo la strutturazione complessiva dei *collaterals*;
- quello legale, in quanto dischiude una nutrita serie di fattispecie giuridiche che devono trovare regolamentazione nelle normative esistenti;
- quello finanziario, in quanto non esistono indicatori standard di bilancio da utilizzare quali covenants, bensì essi vengono definiti e modulati di intensità rispetto alla controparte affidata;
- quello statistico, in quanto la fissazione di uno o più parametri che debbano essere rispettati nel tempo altro non è che la fissazione ex-ante di una probabilità semplice o di una probabilità condizionata che deve mantenersi tale per tutta la durata del finanziamento;
- quello economico, in quanto la strutturazione di un sistema di covenant su porzioni omogenee di portafogli creditizi, tipicamente per caratteristiche dimensionali, può condizionare le performances aziendali ed incidere quindi sulla qualità del credito a livello aggregato di specifici cluster.

Nel presente contributo vengono raccolti i capitoli monografici dedicati ai covenant di bilancio presenti sulle varie edizioni del volume *"I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine - clausole contrattuali e parametri di*

riferimento settoriali” (Bancaria Editrice) con l’intento di rappresentare, in via sistematica, l’evoluzione dello strumento nella *best practice* italiana e di offrire alcuni interessanti spunti metodologici legati all’utilizzo operativo dei covenants.

Una più esaustiva trattazione dell’argomento ed una rappresentazione dei numerosi *benchmark* settoriali su cui calibrare i covenant è contenuta nel citato volume per le edizioni 2003, 2004 e 2005; successive edizioni dell’opera saranno sempre improntate, oltrechè a fornire aggiornamenti sui parametri statistici desunti da indicatori di bilancio, a rappresentare in specifici capitoli monografici approfondimenti metodologici utili sul piano statistico, economico e creditizio, la cui validità ed interesse supporti gli operatori di settore anche nel medio e lungo termine.

Estratto da: UniCredit Banca MedioCredito, Centrale dei Bilanci
"I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine"
Clausole contrattuali e parametri di riferimento settoriale
Manuale 2003
Bancaria Editrice, Roma

Il ruolo dei covenants creditizi nel rapporto di affidamento a medio-lungo termine

L'utilizzo di clausole contrattuali inserite nei contratti di finanziamento a medio-lungo termine, tipicamente per affidamenti concessi a scopo produttivo o commerciale, è una prassi che negli ultimi decenni ha trovato anche in Italia un più vasto utilizzo, al pari di quanto già avvenuto nell'ambito del corporate finance sui mercati di estrazione anglo-sassone.

1.1 Caratteri essenziali dei covenants di bilancio

Il covenant è una speciale pattuizione contrattuale a tutela del credito del finanziatore, il cui largo utilizzo nella contrattualistica internazionale, deriva dal non ricorso, in modo sistematico, a forme di garanzia reale; tale modalità negli ultimi anni ne ha diffuso e stimolato l'utilizzo sul mercato del credito corporate.

Il covenant è una clausola tipica dei contratti creditizi a medio e lungo termine, che generalmente riconosce il diritto all'Ente finanziatore (banca, finanziaria, altro erogatore di credito) di rinegoziare o revocare il credito, qualora le condizioni contenute in tali clausole vengano violate; ciò può manifestarsi secondo diverse fattispecie a seconda che l'impresa consegua risultati economico-finanziari non soddisfacenti rispetto alle aspettative del finanziatore, ovvero quando l'azienda

compia atti gestionali che potrebbero pregiudicare l'interesse del finanziatore, o comunque alterare il profilo di rischio rispetto all'assunzione della delibera di affidamento.

Il cardine della concessione del credito risiede nell'affidabilità e capacità creditizia dell'azienda mutuataria; ciò vale in particolare nel medio termine, laddove quasi sempre non esistono forme autoliquidanti del credito, bensì dove le fonti di rimborso debbono essere generate dalla gestione aziendale che deve produrre flussi di cassa adeguati e sufficienti nel medio periodo. Da ciò ne discende come l'interesse del finanziatore sia incentrato sul corretto andamento gestionale dell'azienda, la quale può assumere a suo carico:

- obbligazioni di fare - *Affirmative covenants*
- impegni di non fare - *Negative covenants*

Il mancato rispetto dei succitati impegni, ovvero il non raggiungimento di risultati di gestione, o ancora il mutare di condizioni di assetto societario che erano stati alla base della valutazione per la concessione del credito possono, pertanto, fare scattare meccanismi tali da costringere l'azienda al rimborso anticipato del prestito. Nella terminologia operativa, tali eventi vengono chiamati comunemente *events of default*.

In tale ambito i covenants di bilancio sono quelli più frequentemente utilizzati tra le clausole che regolano i contratti di affidamento tra banche operanti a medio e lungo termine e le controparti aziendali. Sta divenendo infatti prassi abbastanza comune tra gli operatori del comparto fissare contrattualmente clausole riferite al

bilancio dell'impresa affidata, ovvero al consolidato di gruppo, analizzando la serie storica delle principali grandezze economico-finanziarie e mettendo dei "paletti" affinché la struttura patrimoniale e quella finanziaria siano sempre compatibili con il nuovo volume di debiti assunti dell'impresa.

In questi termini giova ricordare come sia irrealistico il tentativo di costruzione di una lista esaustiva ed onnicomprensiva di covenants, bensì come occorra costruire, sulle condizioni economico-finanziarie attuali ed attese del prestatore e sulle caratteristiche del credito concesso, un sistema di indicatori di bilancio che più si adattino ai singoli casi in esame. È parimenti importante ricordare come i covenants che devono assistere e regolare un contratto possono essere sensibilmente diversi fra loro, tanto in relazione alla loro natura quanto in relazione alla loro entità, e debbono necessariamente essere negoziati di volta in volta esclusivamente mediante un approccio *su misura*.

Un corretto utilizzo dei covenants può inoltre permettere alla banca erogante di verificare nel tempo, su basi oggettive, la tenuta dei business plan aziendali, inserendo tali valori quali parametri esogeni al modello di simulazione e testando la copertura del servizio del debito per tutto il periodo di durata del finanziamento.

Nelle prassi ora sintetizzate, i soggetti finanziatori basano la fissazione dei propri covenants di bilancio sulla base della struttura economico-finanziaria dell'impresa affidata, modellando e vincolando alle strutture di bilancio dell'impresa il credito concesso, cioè individuando dei valori-soglia che esprimono le attese future

formulate dalle banche sulla base della storia passata dell'azienda; tale pregressa operatività può incorporare, oltre alle singole performances dell'impresa affidata, anche quello che in terminologia finanziaria viene definito rischio sistematico, tanto di natura operativa che finanziaria, espresso dal settore di appartenenza.

Diviene quindi fondamentale, per la banca affidante, poter conoscere i dati medi riferiti al settore merceologico di appartenenza dei vari indicatori oggetto di covenant, al fine di scorporare le specificità settoriali da quelle aziendali. Per continuare ad utilizzare una terminologia finanziaria, la conoscenza della distribuzione statistica degli indicatori di bilancio a livello settoriale e dimensionale permette al finanziatore di meglio distinguere tra rischio sistematico riferito al settore di appartenenza e rischio individuale riferito alla singola azienda affidata, costruendo opportuni covenant che, esplicitamente o implicitamente, tengano conto di tale differenza informativa.

Tanto in fase istruttoria quanto di valutazione gestionale del rischio, quindi, vengono così recuperate ed immesse nel processo di valutazione e controllo del credito delle informazioni che affiancano la soggettività del singolo bilancio aziendale all'oggettività del dato medio di settore; tali informazioni, disaggregate proprio sulle diverse specificità settoriali e dimensionali del comparto in cui l'impresa opera, incorporano quindi le diverse strutture economico-patrimoniali dei settori analizzati, la loro diversa reattività al ciclo economico, la diversa variabilità dimensionale delle grandezze osservate.

1.2 Metodologie di confronto settoriale

In termini operativi quanto espresso precedentemente si traduce nel parametrare i covenants anche al dato medio settoriale. Questo può avvenire in *forma implicita*, allorquando nella fissazione di un covenant *soggettivo* riferito alla serie storica aziendale si valuti il posizionamento di quel tale valore rispetto all'aggregato settoriale, oppure in *modo esplicito*, allorché in fase contrattuale venga posto diretto riferimento a tale parametro.

a) Utilizzo del covenant medio di settore in forma implicita

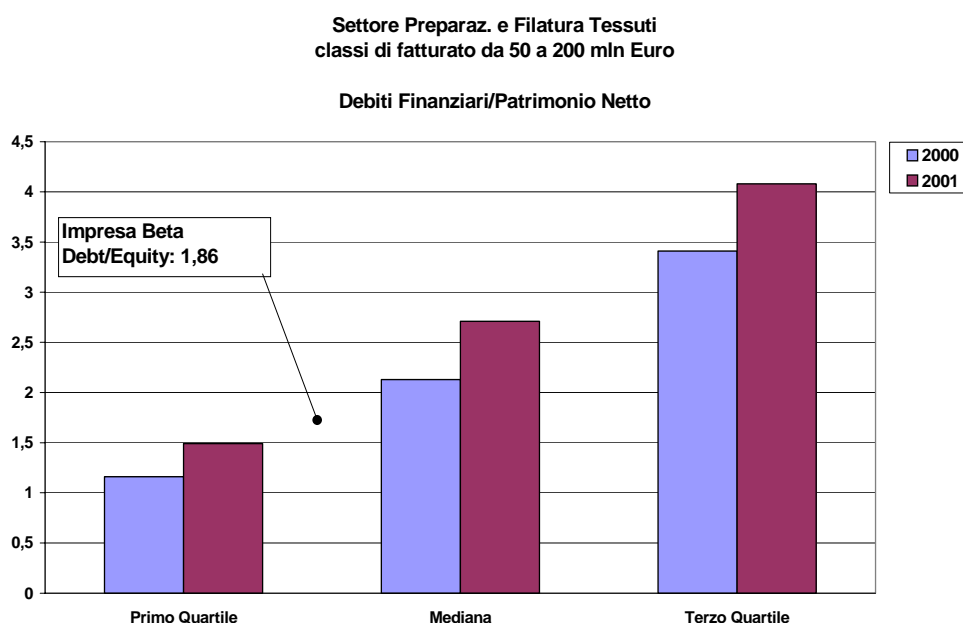
La banca affidante, in fase istruttoria, valuta la struttura patrimoniale e l'equilibrio economico-finanziario dell'azienda richiedente, con particolare riferimento alla capacità di servire il servizio del debito attraverso i flussi di cassa generati dall'investimento analizzato. Particolarmente importanti, in questa fase, si rilevano le simulazioni dinamiche del bilancio aziendale volte a verificare la tenuta del business-plan aziendale, anche alla luce di opportuni scenari "sotto stress" ipotizzati dalla banca per verificare "al limite" la copertura del servizio del debito.

In tale ambito il poter disporre di dati medi settoriali, calibrati sulla classe di fatturato dell'azienda richiedente, permetterà di effettuare sia un posizionamento istantaneo dell'impresa rispetto al proprio comparto produttivo, sia una valutazione della dinamica aziendale rispetto alla dinamica settoriale.

- La prima tipologia di confronti si rivela particolarmente utile per verificare il posizionamento aziendale storico e prospettico secondo quanto dichiarato nel business-plan rispetto alla struttura di bilancio dei competitors, nonché per cogliere quelle specificità settoriali che un mero utilizzo del ratio aziendale non

avrebbe permesso di valorizzare. La possibilità di disporre di un ricco *basket* di indicatori da utilizzare permette inoltre di approfondire la valutazione aziendale, consentendo di percepire le aree di maggiore o minore virtuosità rispetto ai dati medi di settore.

- La seconda tipologia di confronti permette di cogliere eventuali aspetti di competitività addizionali legati a performances aziendali sensibilmente migliori di quelle dell'aggregato di propria competenza, se non addirittura in controtendenza con esso; tali informazioni saranno di supporto per una più analitica e veritiera istruttoria sul merito di credito, con positivi effetti in termini di pricing e di condizioni del credito concesso
- La conoscenza di dati aggregati sul comparto produttivo del richiedente potrà inoltre servire quale base di supporto per verificare che le simulazioni dinamiche di bilancio effettuate mantengano valori congruenti con la struttura economico-finanziaria del settore di appartenenza
- Nel grafico sottostante vengono riportati mediana e quartili dell'indicatore



Debt/Equity relativi al settore della Preparazione e Filature Tessili per le imprese con fatturato tra 50 e 200 milioni di euro negli anni 2000 e 2001, nonché il valore puntuale di una generica impresa "beta".

Risulta evidente come l'impresa beta, che nel 2001 presenta debiti finanziari per 1,86 volte il proprio patrimonio netto, si collochi nell'ultimo anno tra il primo quartile e la mediana del proprio comparto produttivo, con riferimento a soglie di fatturato che delimitano le aziende di equivalente dimensione. Considerando che un posizionamento al di sotto del primo quartile denota, relativamente all'indicatore in oggetto, strutture finanziarie fortemente patrimonializzate (migliore 25% di imprese del settore), posizionandosi tra tale parametro ed il parametro mediano l'azienda risulta contraddistinta da una buona struttura finanziaria, mediamente superiore al 50% della struttura finanziaria di tutte le imprese rientranti in tale aggregato. L'affidante può quindi consapevolmente formulare un covenant riferito al valore storico dell'indicatore (1,8x), sapendo che tale quoziente riflette comunque una situazione di considerevole robustezza patrimoniale. Considerazioni analoghe potranno essere fatte per tutti gli indicatori di bilancio riportati nella ricerca.

b) Utilizzo del covenant medio di settore in forma esplicita

In questo caso il dato medio di settore viene utilizzato esplicitamente per costruire un covenant che tenga conto, oltreché delle performances aziendali, anche di quelle settoriali, al fine di tenere costantemente allineate le performance tra l'impresa ed il proprio comparto produttivo. Questo significa la creazione di un covenant *ad-hoc* che esprime il valore medio di settore e si affianca al covenant individuato sulla singola struttura di bilancio della controparte.

Proseguendo l'esemplificazione precedente, si ipotizzi di strutturare un finanziamento privo di garanzie reali ad imprese di elevato standing creditizio, con particolari clausole di postergazione delle rate in conto capitale opzionabili allorquando la controparte dimostri di mantenere l'elevato livello di standard patrimoniali e reddituali che ne avevano legittimato la delibera. Si ipotizzi altresì che l'impresa beta posseda un profilo di rischio creditizio adeguato all'operazione proposta. L'istruttoria è stata effettuata nel febbraio 2003 su dati di bilancio 2001.

Una formulazione di covenant proponibile sull'indicatore preso ad esempio, Debt/Equity, potrebbe essere:

- ...il rapporto Debt/Equity dell'azienda non dovrà superare, per l'esercizio 2002, la soglia di 1,8x... (*valutazione basata sulla serie storica aziendale*)
- ...e comunque tale indicatore dovrà mantenersi al di sotto del dato mediano del proprio comparto produttivo, così come rilevabile dalla pubblicazione annuale della Centrale dei Bilanci - Unicredit Banca Mediocredito,..... (*valutazione basata su dato settoriale esterno*).
- ...In caso contrario lo spread attualmente deliberato verrà maggiorato di una percentuale pari a x% (clausola di *step-up*). Qualora il livello di indebitamento sia tale da portare l'indicatore al di sopra del terzo quartile, lo spread attualmente deliberato verrà maggiorato di una percentuale pari a y% (clausola di *step-up* peggiorativa)
- ...Qualora l'azienda riduca il proprio livello di indebitamento in modo tale da far diminuire il summenzionato rapporto Debt/Equity al di sotto del primo quartile del valore settoriale rilevabile dalla summenzionata fonte, lo spread

attualmente deliberato verrà ridotto di una percentuale pari a $z\%$ (clausola di *step-down*).

La valenza di un sistema di covenants di bilancio basato esplicitamente sui parametri settoriali e dimensionali determina quindi un irrobustimento delle norme contrattuali a tutela del credito e, come già accennato, si rivela di notevole utilità soprattutto nell'erogazione di crediti chirografari che, non essendo assistiti da forme di garanzia reale, devono trovare in pattuizioni poste in essere tra affidato ed affidante la vera tutela per il servizio del debito.

Il mercato corporate registra infatti una crescente domanda di tal genere di affidamenti, sia da parte di aziende di primario standing creditizio, a motivo della loro solvibilità e robustezza finanziaria, sia da controparti il cui fabbisogno di finanza a medio e lungo termine risulta fortemente superiore al valore del bene reale posto a garanzia.

1.3 Ambiti di applicazione

L'utilizzo di covenants contrattuali non trova una diffusione *a tappeto* nell'attuale prassi contrattualistica, bensì in particolari e circoscritte situazioni che a puro titolo esemplificativo si possono elencare in:

- affidamenti a medio termine (durata 3/6 anni) a società di dimensione già rilevanti; probabilmente più restie (per diverse ragioni, non ultima l'immagine) a concedere garanzie reali o di firma e pertanto utilizzatrici di credito "in bianco". In tale ambito l'utilizzo di covenants può essere posto in alternativa

alla concessione di ipoteche laddove particolari configurazioni industriali, in particolare legate a rilevanti dimensioni o a specificità di uso, possono costituire una soluzione di garanzia non immediatamente realizzabile;

- affidamenti a società di standing elevato, utilizzatrici di affidamenti non garantiti in modo alcuno, per periodi di lunga durata e per importi elevati; nell'ipotesi di non concessione di garanzie l'utilizzo di covenants può essere elemento di "assistenza" nel controllo del rischio nel corso del tempo;
- affidamenti a società appartenenti a *gruppi* sia pubblici che privati; anche in questo ambito si riscontra spesso indisponibilità nella concessione di garanzie reali o di firme delle società capogruppo. L'utilizzo di covenants potrebbe quindi rappresentare elemento di tutela nel medio periodo dell'esposizione creditizia dell'istituto affidante.

Resta inteso che i covenants, in particolare quelli relativi a rapporti di bilancio, devono essere, per natura, chiaramente definiti onde non incorrere in contestazioni in fase di applicazione; presupposti sono pertanto l'esistenza di base di dati certe e di definizione chiaramente inequivocabili circa la composizione del covenants in oggetto.

Con riferimento al primo requisito, anche aziende con bilancio non certificato ma con solide basi di affidabilità nella gestione contabile ed amministrativa potranno utilizzare adeguati sistemi di covenants in fase di valutazione del processo creditizio. Relativamente al secondo requisito, dovrà sussistere la certezza di una formulazione analitica, certa e condivisa dell'indicatore utilizzato, facente

riferimento a chiare voci di bilancio o parametri presenti comunque nei dati resi pubblici dall'impresa.

Le garanzie di oggettività suddette possono arrivare, nei casi in cui la costruzione di covenants poggi su basi di dati extracontabili come, ad esempio, la previsione di cash-flow prospettici, alla richiesta di una conferma scritta, da parte della controparte, a fornire le suddette informazioni in tempi certi e predeterminati.

1.4 Motivazioni per l'utilizzo

Come già richiamato in premessa i covenants hanno, per ora, un ambito applicativo nella realtà italiana assai ristretto a seguito di mancata sensibilizzazione al problema indotta da una tipologia di comportamenti che non ne hanno favorito l'introduzione.

Si assiste comunque, in particolar modo, nei rapporti con aziende di grande dimensione ed elevato standing e pertanto in alcuni casi utilizzatrici di prestiti internazionali, ad una buona predisposizione nell'utilizzo di tali forme contrattuali. In tale ottica le banche che per prime hanno saputo utilizzare in modo corretto le formulazioni suddette, hanno di fatto goduto di un vantaggio competitivo nell'approccio a determinate fasce di clientela come più sopra delineate.

Si renderebbero infatti accettabili determinate connotazioni di rischio che nella normale operatività unicamente legata ad assunti garantistici, non consentirebbero di operare nel medio e lungo termine.

Si potrebbero inoltre preconstituire "offerte di affidamento" accompagnate da ipotesi di covenants da utilizzare anche in fase di contatto iniziale allo scopo di stimolarne l'aggiustamento negoziale successivo onde pervenire alla concretizzazione di un rapporto.

In fase di rapporto già avviato risulta chiaro che il covenant non deve costituire il limite invalicabile ed inamovibile oltre il quale “scatta” la risoluzione del contratto, bensì deve essere la base di discussione e conseguente azione per la tutela e salvaguardia dell’impiego dell’Istituto mutuatario. Ciò presuppone il controllo dell’andamento aziendale durante tutta la durata del finanziamento ed un costante interessamento del responsabile del rapporto con il cliente allo svolgersi dell’andamento societario.

Ancora deve essere fondamentale la tempestività di verifica per poter controproporre adeguate soluzioni in casi di necessità (ricapitalizzazioni; coperture perdite; ecc.) o intraprendere le opportune azioni di tutela del credito prima che possano sorgere patologie degenerative dello stato di salute aziendale.

1.4.1 Esempificazioni

Per meglio calibrare la loro portata e distinguere i loro ambiti di applicazione e verifica si possono effettuare le seguenti suddivisioni per categorie omogenee:

- a) Covenants relativi al rispetto di dati e rapporti di bilancio (da verificare con cadenza periodica entro 15/30 gg. dalla data di pubblicazione del bilancio);
- b) Covenants relativi ad impegni di comportamento attivi da parte dell’azienda;
- c) Covenants relativi a limitazioni nella capacità di agire dell’azienda;
- d) Covenants relativi ad impegni da concordare e/o da assumere anche da terzi rispetto alla società (es.: azionisti).

Possono esservi inoltre eventi che non influiscono in modo diretto sugli impegni presi a fronte del finanziamento in questione ma determinano il *default* a motivo di impegni presi su altri finanziamenti. Tali eventi, denominati *cross default*, cioè eventi di risoluzione incrociati, determinano la perdita di beneficio del termine rendendo immediatamente esigibile il credito qualora si verifichi, ad esempio, un default per covenants o *negative pledges* più impegnativi su un altro finanziamento. Ciò naturalmente determina una correlazione fra gli andamenti dei diversi finanziamenti, nonché la necessità di una costante informativa sugli stessi e sugli andamenti relativi.

Relativamente al punto a) si forniscono una serie, assolutamente non esaustiva, dei più tipici ed usuali covenants oggetto di quotidiana operatività:

- impegno a mantenere, per tutta la durata del finanziamento, un importo di capitale netto contabile (devono essere chiaramente indicate le componenti di formazione) non inferiore ad un minimo stabilito, in genere in relazione ad una data di riferimento iniziale ma anche in dipendenza del risultato di eventuali operazioni di capitalizzazione poste in essere in concomitanza alla concessione dell'affidamento;
- impegno a mantenere l'indebitamento totale (debiti a breve e medio-lungo termine) entro un determinato limite rispetto al capitale netto. Anche in questo caso occorre una chiara definizione degli aggregati con riferimento alla struttura di bilancio dell'azienda cliente (si tratta nella sostanza di porre attenzione a poste del tipo: "anticipi da clientela" che possono essere escluse dall'indebitamento totale, ovvero allocazione di fondi che possono trovare la loro collocazione fra le poste del capitale netto).

- impegno al mantenimento dell'indicatore di "liquidità corrente" (capitale circolante in rapporto all'indebitamento a breve termine) non inferiore ad un minimo stabilito. Con lo stesso significato è l'impegno a mantenere il livello del capitale circolante netto al di sopra di un limite prefissato.
- impegno a mantenere gli oneri finanziari entro una percentuale del Fatturato, oppure più specificamente e con maggior valenza segnaletica, del Margine Operativo Lordo.
- possibilità di default in concomitanza del verificarsi di una perdita di esercizio, ovvero al di sopra di un certo ammontare di perdita di esercizio;
- possibilità di default al verificarsi di componenti straordinarie di reddito, tipicamente rivalutazioni nell'attivo, superiori al risultato di esercizio o in rapporto allo stesso.

Come è possibile rilevare, tali covenants sono relativi a macro-aggregati di bilancio e, per ovvie ragioni, non sarebbe utile né conveniente scendere in maggiori specifici dettagli.

Ancora l'applicazione degli stessi può trovare riferimento sia nel bilancio della finanziaria, sia nel bilancio consolidato di gruppo, nel caso in cui ne ricorra l'applicabilità.

Relativamente al punto b) i covenants più frequenti risultano essere:

- impegno al pagamento regolare di interessi e quote di rimborso capitale sul prestito in oggetto e sugli altri prestiti (ad evidenza sono i primi e più comuni *events of default* o *cross default*).
- impegno al pagamento regolare di ogni onere tributario di qualsiasi natura.

- impegno al mantenimento di corrette e congrue assicurazioni dei beni aziendali.
- impegno a fornire preventive comunicazioni di decisioni di modifica societaria (fusioni, concentrazioni, ecc.).

Trattasi di impegni già presenti in gran parte nei capitolati di banche operanti nel medio-lungo termine, ma ai quali occorre dare specifica rilevanza nei casi di utilizzo quali covenants, trasportandoli dal generico impegno del capitolato a espresso articolo contrattuale a motivo della loro più marcata rilevanza.

Con riferimento al punto c) i covenants più frequenti sono:

- impegni a non alienare in tutto o in parte il patrimonio aziendale (intendendosi sia immobilizzazioni tecniche sia partecipazioni).
- impegni a non concedere ad altri garanzie su altri finanziamenti senza l'autorizzazione della banca richiedente per prima tale covenant (*negative pledge*).
- impegni a concedere la stessa garanzia eventualmente fornita ad altri (*pari passu*).
- impegni a rilasciare simultaneamente il covenant di *negative pledge* e *pari passu*
- impegni a non garantire obbligazioni di terzi oltre certi ammontari, ovvero a non concedere prestiti oltre determinati importi.
- impegni a non effettuare acquisti di azioni proprie (totali o sopra determinati ammontare).
- impegni a non acquistare ulteriori partecipazioni per ammontare superiore a determinati importi.

- impegni a non effettuare investimenti tecnici per ammontare superiore all'ammontare stanziato nell'esercizio precedente (a titolo puramente esemplificativo).
- impegni a non acquisire macchinari ed impianti in *leasing* che determinino globalmente canoni in ragione d'anno superiori a prefissati importi.

Relativamente agli impegni da assumere da terzi rispetto alla società, di cui al punto d) i più frequenti risultano:

- impegni relativi alla limitazione nella distribuzione di dividendi per:
 - importi inferiori a determinati ammontari o
 - importi parametrati agli utili conseguiti e per
 - prefissato numero di esercizi futuri.
- impegni relativi a limitazioni nel rimborso di obbligazioni, convertibili e non, con riferimento a:
 - importi
 - durata dell'impegno.
- impegni relativi alla totale ed immediata copertura di eventuali perdite di esercizio.
- impegni relativi all'immediata immissione di mezzi freschi in azienda, a titolo di conti di capitale, qualora i flussi di cassa prospettici previsti non si realizzino secondo le ipotesi prefissate in sede di concessione dell'affidamento; tale immissione dovrà essere direttamente correlata al differenziale dei risultati ottenuti rispetto a quelli previsti.

Ad ulteriore chiarimento occorre rilevare come la predisposizione di determinati covenants debba comunque essere congruente con la tipologia e costruzione delle

operazioni di finanziamento con riferimento agli investimenti in corso di realizzazione, agli impegni di piano finanziario, alle scelte di copertura, ecc.

Anche se non strettamente qualificabile quale covenant è utile prendere in considerazione l'ipotesi comportamentale da assumere di fronte a variazioni di compagine azionaria. Occorrerà in tale ambito negoziare un espresso impegno contrattuale che, prevedendo l'impegno di preventiva comunicazione di modifiche nell'azionariato, consenta:

- la risoluzione contrattuale, ovvero
- l'ottenimento di prefissate garanzie, già stabilite in sede di concessione dell'affidamento.

Appartengono a tale famiglia di covenants anche talune clausole da inserire nei contratti qualora si verificano cambiamenti nella compagine sociale che comportino, in sequenza di importanza crescente,:

- la variazione dei rapporti percentuali di controllo all'interno della stessa compagine sociale;
- la perdita del controllo assoluto o relativo da parte di un gruppo di azionisti o di un azionista di riferimento in base al cui controllo della società era stato concesso l'affidamento;
- il totale cambiamento dell'azionariato.

1.5 Conclusioni

Vari e differenziati possono essere gli utilizzi e le applicazioni dei parametri statistici riportati in questo volume, dalla semplice consultazione effettuata per posizionare correttamente l'azienda nel proprio comparto produttivo alla

determinazione di un covenant aziendale il cui valore incorpori l'andamento medio del settore e della classe di fatturato, sino alla fissazione di un veri e propri covenant settoriali che si vanno ad affiancare ai precedenti covenant parametrati sui bilanci aziendali.

Comune denominatore di tali utilizzi risiede nella volontà, da parte delle banche che operano nel corporate finance, di affinare e migliorare costantemente i metodi di valutazione e controllo del processo creditizio, sia al fine di conseguire incrementi di efficienza ed efficacia all'interno del *credit management*, sia al fine di instaurare un corretto rapporto banca-impresa basato sulla massima trasparenza e veridicità. E' questa una finalità che il sistema bancario da tempo persegue, convinto che lo scambio totale di informazioni tra l'emittente e il destinatario del flusso creditizio non possa che fluidificare i meccanismi suddetti. Seppur indicativi, i parametri medi di comparto produttivo pubblicati in questo volume ne sono l'esempio più calzante.

Estratto da: UniCredit Banca MedioCredito, Centrale dei Bilanci
"I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine"
Clausole contrattuali e parametri di riferimento settoriale
Manuale 2004
Bancaria Editrice, Roma

Probabilità di violazione dei covenant di bilancio: valutazioni empiriche su dati della Centrale dei Bilanci

Obiettivo di questa analisi è quello di misurare, sulla base di estesi campioni di bilanci di aziende disaggregati per comparto di attività economica, le condizioni di probabilità di violazione di un covenant di bilancio osservando empiricamente l'evoluzione nel tempo, a livello individuale di impresa, di alcuni indicatori economico-finanziari utilizzati nella pratica bancaria.

In generale la sequenza temporale delle probabilità di rispettare la condizione posta dal covenant può essere visualizzata graficamente attraverso la figura 2.

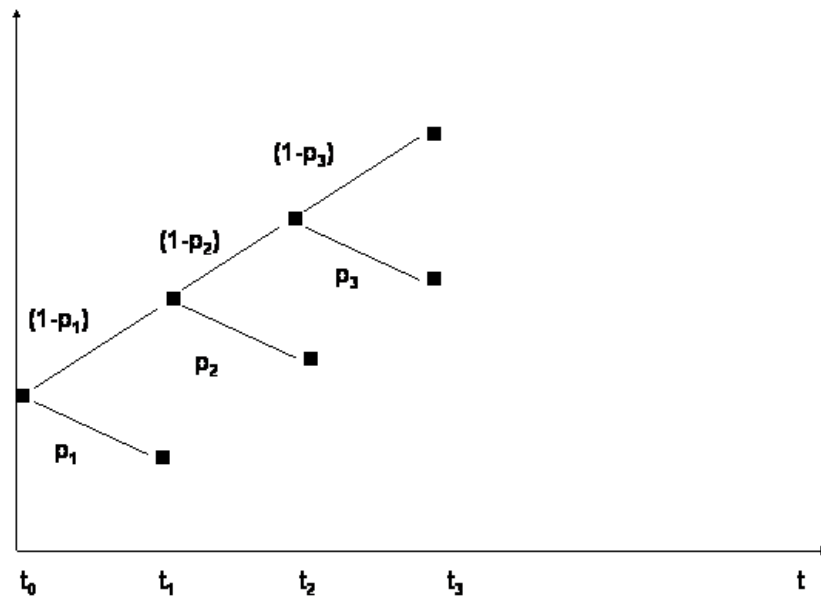


Figura 2 - Grafico delle probabilità di violazione/rispetto covenant.

Sull'ascissa è posta la scala di tempi a cui corrisponde un'osservazione annuale sulla base del bilancio pubblicato; definiamo p_t la probabilità di superare la soglia del/dei covenant nell'anno t e $(1 - p_t)$ la probabilità di rispettare il vincolo. Se ragioniamo su un solo indicatore, la sua evoluzione nel tempo può essere semplicemente illustrata come segue (figura 3):

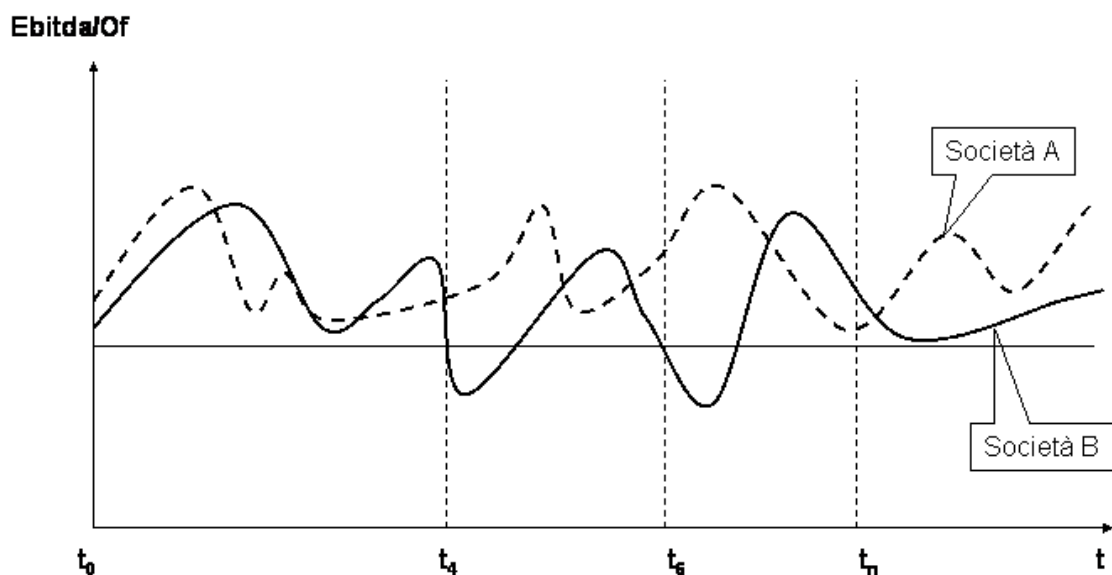


Figura 3 - Serie storica di un indicatore per due società ("A" e "B").

Sull'asse delle ascisse è rappresentato il tempo (in anni), mentre su quello delle ordinate il valore di un indicatore (in questo esempio immaginario l'"Ebitda / Oneri finanziari" per due società, "A" e "B"). La retta parallela all'asse delle x rappresenta il valore del covenant: la curva dell'andamento storico dell'indicatore sfiora il covenant quando interseca tale retta.

Nel caso in esame, ad esempio, B sfiora due volte, nel quarto anno e nel sesto anno, la soglia prefissata, mentre A la rispetta in tutto il periodo.

Immaginando invece l'andamento congiunto di due covenant, la curva del grafico precedente assume tre dimensioni e la retta che indica la soglia del covenant si trasforma in un solido, qui rappresentato per semplicità da un cilindro, entro cui la

curva dell'andamento congiunto dei due indicatori deve trovarsi (affinchè non si verifichi l'evento "violazione del covenant").

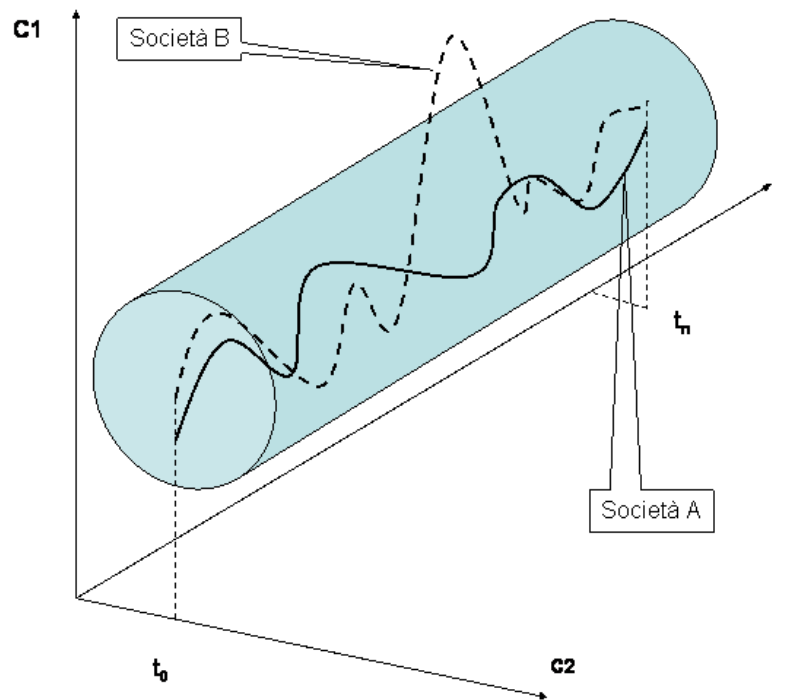


Figura 4 - Serie storica di due indicatori esaminati congiuntamente.

In termini grafici, è stata illustrata la probabilità che un'impresa ha di "fuoriuscire" dallo spazio delimitato dalla retta (figura 3, violazione di un covenant semplice) o dal solido (figura 4, violazione di covenant congiunti): queste due probabilità sono state misurate, date le condizioni economico-finanziarie di partenza, analizzando l'andamento storico delle imprese italiane.

Il campione analizzato è stato estratto dagli archivi della Centrale dei Bilanci sul periodo 1993-2002 e comprende poco meno di 80 mila società non finanziarie per un totale di oltre 464000 bilanci. Il grafico 1 mostra la composizione del campione

per attività economica: poco meno della metà è rappresentata da aziende appartenenti alla trasformazione industriale (47.10%), seguite dal commercio (33.04%), dall' edilizia (9.14%), dai servizi (6.22%) e dai trasporti (4.49%).

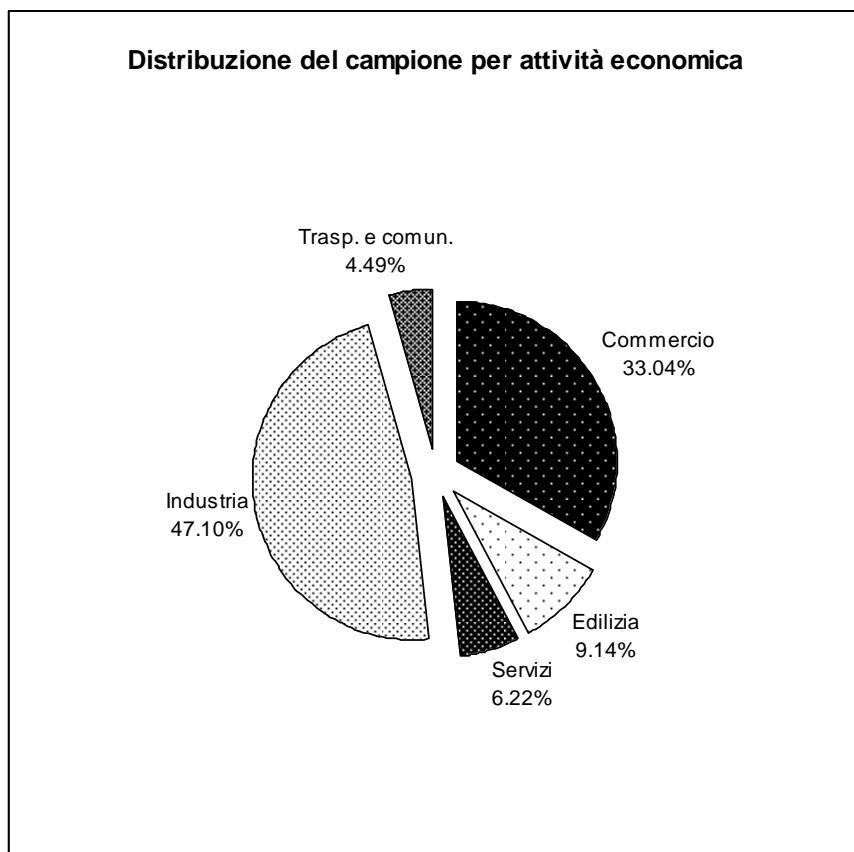


Grafico 1 - Composizione per comparti del campione

Le elaborazioni sono state condotte sulla base di "generazioni" annuali di imprese (coorti), segmentate per attività economica e per livello di partenza dell' indicatore economico finanziario, osservate nei 5 esercizi successivi verificando, caso per caso, la condizione di rispetto o meno del covenant.

I valori soglia dei covenant sono stati fatti corrispondere alla mediana della distribuzione nell'anno base. Sono stati così ottenuti parametri specifici che descrivono empiricamente le probabilità semplici (un indicatore preso

singolarmente) e congiunte (coppie di indicatori) di rispettare o meno un covenant, dati il comparto produttivo ed il profilo economico-finanziario di partenza.

Il campione di imprese è stato suddiviso in coorti secondo i seguenti criteri: ciascun insieme è composto dalle aziende aventi il primo bilancio della propria serie storica nell'anno iniziale, l'azienda inserita in una coorte non è più inserita nelle successive (campione senza ripetizione).

La coorte del 1993 è dunque la più numerosa, in quanto comprende anche le aziende nate prima del 1993; dalla coorte del 1994 la numerosità diminuisce in quanto ciascuna comprende le sole aziende osservate per la prima volta in quell'anno.

Come illustrato dalla figura 5, le coorti dal 1993 al 1998 sono complete in quanto la serie dei bilanci è presente per i 5 anni successivi, mentre sono parziali quelle dal 1999 al 2001.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Coorte 1993	1	2	3	4	5					
Coorte 1994		1	2	3	4	5				
Coorte 1995			1	2	3	4	5			
Coorte 1996				1	2	3	4	5		
Coorte 1997					1	2	3	4	5	
Coorte 1998						1	2	3	4	5
Coorte 1999							1	2	3	4
Coorte 2000								1	2	3
Coorte 2001									1	2

Figura 5 - Esempificazione della costruzione delle coorti.

Per ciascuna coorte è stata esaminata la distribuzione per decili, ed in base a questa sono stati identificati quattro sottocampioni di partenza nella parte “buona” della distribuzione (al di sotto della mediana).

Più in dettaglio i quattro sottoinsiemi sono stati così determinati:

1. dal valore minimo al primo decile
2. dal primo decile al secondo
3. dal secondo decile al terzo
4. dal terzo decile al quarto

per quegli indicatori, come per esempio “Debiti finanziari / Patrimonio netto”, in cui un valore minimo corrisponde alla condizione migliore, mentre nel caso opposto, ad esempio “Ebitda / Oneri finanziari”, i quattro gruppi sono così stati creati:

1. dal nono decile al valore massimo
2. dall’ottavo al nono decile
3. dal settimo all’ottavo decile
4. dal sesto al settimo decile.

In questo modo sono stati definiti 4 raggruppamenti di società con situazioni economico-finanziarie di partenza positive ma che tendono ad indebolirsi passando dalla classe 1 alla classe 4.

Le 9 coorti sono state quindi stratificate andando a cumulare le osservazioni per collocazione temporale relativa rispetto all’anno di partenza (ad esempio: il t_1 è l’osservazione nel 1994 per la prima coorte, il 1995 per la seconda, e così via); in questo modo i risultati delle stime sono più robusti e soprattutto meno condizionati da una specifica fase del ciclo economico.

Per ognuno dei 5 anni successivi è stato calcolato il numero di aziende che risultano aver superato il valore soglia, cioè la mediana della distribuzione nell'anno base. La scelta di ancorare il covenant alla mediana si fonda sulla volontà di correlare i risultati delle elaborazioni al profilo economico-finanziario tipico del comparto di appartenenza che può risultare anche significativamente diverso tra comparto e comparto come verrà illustrato tra breve.

La probabilità di violare il covenant all'anno t è stata definita come:

$$p_t = \frac{\text{N. aziende sopra la soglia}_t}{\text{N. aziende presenti all'anno}_t}, t = 1 \dots 5$$

L'evento "violazione del covenant" è stato considerato come un evento assorbente: in altri termini, le aziende che hanno violato il covenant sono state eliminate dalla popolazione di potenza negli anni successivi a quello in cui si è verificato l'evento.

Su questa base si è inoltre proceduto al calcolo della probabilità cumulata di rispettare la soglia-limite per n anni che viene definita

$$\prod_{t=1}^j (1 - p_t), j = 1 \dots 5$$

Gli indicatori sono stati scelti selezionando un sottoinsieme tra quelli esaminati nelle tavole statistiche pubblicate nel Manuale, la cui definizione e criteri di calcolo sono dettagliatamente illustrati nella Nota Metodologica:

1. Debiti finanziari totali/ Patrimonio netto
2. MOL rett. ricavi - oneri diversi (EBITDA)/ Oneri finanziari
3. Cash-flow / Attivo Netto

4. MOL rett. ricavi - oneri diversi (EBITDA)/ Ricavi
5. Capitali permanenti / Attivo immobilizzato
6. Debiti finanziari totali - liquidità/ MOL rett. ricavi-oneri diversi (EBITDA)

Di questi è stata calcolata la probabilità di rispetto del covenant per 5 anni a livello individuale e congiuntamente per le seguenti coppie di indicatori (la numerazione fa riferimento all'elenco precedente):

- ✓ 5 e 4 - EBITDA/Ricavi con Cap.Perman./Att.Immobilizzato
- ✓ 3 e 1 - Cash-flow/attivo con Deb.fin./Patrimonio netto
- ✓ 1 e 2 - Deb.fin./Patr.netto con EBITDA/Oneri finanziari
- ✓ 4 e 6 - EBITDA/Ricavi con Deb.fin.-Liquidità/EBITDA

cercando così di combinare valutazioni relative alla struttura ed all'equilibrio finanziario, in termini di consistenze patrimoniali, con indicatori di redditività e di capacità di assorbimento dei debiti finanziari degli oneri ad essi connessi.

Mentre la probabilità sul singolo covenant è stata calcolata per i cinque comparti separatamente, quella *congiunta* viene presentata esclusivamente per il totale del campione al fine di dare maggiore robustezza alle stime e per ovviare ai problemi di micronumerosità dei campioni di società costruiti col vincolo posto su due indicatori contemporaneamente.

Prima di procedere alle misurazioni della probabilità i campioni sono stati "filtrati" in modo da eliminare le società che presentavano situazioni economico-finanziarie estremamente anomale (ad esempio un patrimonio netto negativo).

Nella tabella 1 sono riportate le distribuzioni per decili dei vari indicatori per comparto negli ultimi anni del campione. Tali informazioni sono equivalenti a quelle presentate nella seconda parte del volume, anche se presentano una segmentazione di maggiore dettaglio (i decili rispetto ai quartili) e consentono di meglio qualificare le soglie di classi adottate per segmentare il campione nei sottoinsiemi di partenza.

Tabella 1 - Distribuzioni (decili) degli indicatori per comparto.

Nella figura 6 sono stati riportati i valori mediani nel 2002 di ciascuno dei sei indicatori. Esaminando i sei grafici si osserva come non esista un comparto la cui mediana sia sistematicamente migliore alle altre. Sotto l'aspetto della redditività (per competenza economica, "Ebitda/Ricavi", o finanziaria, "Cash flow/Attivo netto") sono i servizi non finanziari e l'industria a distinguersi positivamente. In relazione al grado di indipendenza finanziaria ("Debiti finanziari totali / Patrimonio netto") sono invece i settori commerciale e delle costruzioni a presentare il maggior grado di leverage mentre i trasporti, i servizi non finanziari e soprattutto l'industria, si caratterizzano mediamente per una maggiore patrimonializzazione. Per contro, i trasporti risultano più fragili in termini di equilibri finanziari anche se su valori mediani nell'insieme adeguati ("Capitali permanenti / attivo immobilizzato"). Infine industria, servizi e trasporti mettono in luce una maggiore capacità di assorbimento dell'indebitamento finanziario ed oneri connessi in relazione ai margini operativi realizzati.

Figura 6 - Mediane 2002 dei sei indicatori per comparto.

Probabilità semplici

Le tabelle dalla 2 alla 7 illustrano i principali risultati ottenuti applicando le metodologie descritte. Esse sono composte da due sezioni: la probabilità semplice di violare il valore mediano degli indicatori (che nella nostra ipotesi rappresenta il covenant contrattuale) condizionate nei 5 anni successivi alla situazione economico-finanziaria di partenza e la probabilità cumulata di rispettare, sempre per lo stesso periodo, il covenant.

I valori di probabilità, coerentemente con quanto ci si attende, sono monotoni decrescenti in "verticale" (sempre nei primi anni della serie, con qualche eccezione negli ultimi), spostandosi cioè dal sottoinsieme di aziende con migliori condizioni di partenza a quello delle imprese che presentano condizioni iniziali prossime alla mediana. Si osservi inoltre come la forbice tra la probabilità di rispettare il covenant per le imprese nella migliore situazione di partenza (entro il primo range) e quelle in condizioni più fragili (quarto range) tenda ad aumentare con il passare degli anni (T+1, T+2, fino a T+5) per tutti gli indicatori.

Le informazioni della tabella 1 combinate con le tabelle di probabilità possono fornire un utile riferimento statistico per verificare la rischiosità implicita nel contratto con clausole riguardanti covenant di bilancio. Supponiamo di prendere in esame due diverse imprese edilizie ("A" e "B") che presentano nell'anno 2002 rispettivamente un rapporto tra "Debiti finanziari totali - liquidità" e "Ebitda" di 0.42 e di 1.15. Se confrontiamo questi due valori con le distribuzioni del comparto "Edilizia" per l'anno 2002 possiamo collocare l'azienda "A" tra il secondo ed il

terzo decile (rispettivamente -0.12 e 0.74), e "B" tra il terzo ed il quarto (che hanno valore 0.74 e 2.06). Il valore mediano (D5) è di 3.31: questa è la soglia di cui la tavola 2 ci da la probabilità empirica di violazione o rispetto per 5 anni consecutivi. La società "A", partendo da un valore di "Debiti finanziari totali - liquidità / Ebitda" iniziale di 0.42 ha l'82.2% di probabilità di rimanere dentro la soglia di 3.31 entro un anno, mentre per "B", che parte da una situazione peggiore (1.15) la probabilità scende al 74.91%. Scorrendo la riga verso sinistra vediamo che la probabilità di non superare mai la soglia di 3.31 nei 5 anni, è pari al 40.28% per la società "A" e solo al 28.04% per la società "B".

Trasformazione industriale

Tabella 2 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, trasformazione industriale.

Edilizia

Tabella 3 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, edilizia.

Commercio

Tabella 4 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, commercio.

Trasporti e comunicazioni

Tabella 5 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, trasporti e comunicazioni.

Servizi

Tabella 6 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, servizi.

Totale comparti

Tabella 7 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, totale comparti non finanziari.

La tabella 8 propone un confronto tra settori per i vari indicatori. Per semplificare la lettura dei dati sono visualizzate solamente le due classi estreme dei 4 range di partenza cioè la più lontana dalla mediana (1) e la più vicina (4).

E' l'indicatore "Ebitda / Ricavi" a presentare le minori probabilità di rispetto del covenant: più in generale gli indicatori di redditività presentano un andamento meno omogeneo nel tempo rispetto a quelli di struttura finanziaria. Tale fenomeno è evidente pensando alla natura delle poste di bilancio che compongono tali indici: il margine operativo lordo è infatti maggiormente soggetto ad eventi congiunturali ed ha quindi un andamento, nel tempo, più volatile, rispetto, ad esempio, ad indicatori quali i "Debiti finanziari / Patrimonio netto": il quale presenta sia al numeratore sia al denominatore dati di consistenze che, per natura, sono più stabili nel tempo.

Tabella 8 - Confronto tra comparti

La figura 7 illustra graficamente le probabilità di rispetto per 5 anni del covenant dei sei indicatori per i vari comparti e confronta questi con l'insieme delle società

non finanziarie (per il sotto-campione di aziende con la situazione economico-finanziaria di partenza più vicina alla mediana, range 4, ma le considerazioni rimangono valide anche per gli altri sotto-campioni).

In generale si osserva che l'andamento della probabilità dell'insieme dei comparti tende a seguire quello dei comparti industriale e commerciale (maggiormente popolati rispetto agli altri). Spicca come settore generalmente più rischioso l'edilizia, la quale si pone sistematicamente (con l'eccezione dei "Capitali permanenti / Attivo immobilizzato") al di sotto degli altri comparti in termini di probabilità di rispetto del covenant per effetto di una maggiore volatilità dei margini lordi (Ebitda) e con una forbice che tende ad amplificarsi col passare degli anni. Il comparto dei trasporti mostra comportamenti meno omogenei tra indicatori: da un lato rappresenta il settore più stabile in termini di capacità di generare livelli predefiniti di "Ebitda/Ricavi" e "Debiti finanziari totali/Patrimonio netto" dall'altro il più debole in termini di equilibri finanziari ("Capitali permanenti/Attivo immobilizzato"). I grafici consentono di apprezzare visivamente la forte difformità in termini di volatilità tra il comparto più virtuoso e quello con minori probabilità di rispetto del covenant: mentre i livelli di "Cash flow / Attivo" e "Debiti finanziari totali / Patrimonio netto" sono alquanto omogenei, per l'"Ebitda/Oneri finanziari" e l'"Ebitda/Ricavi" le differenze tra il comparto migliore ed il peggiore aumentano notevolmente.

Figura 7 - Probabilità cumulate di rispetto dei covenant (solo quarto range di partenza).

Probabilità congiunte

Una seconda analisi condotta è stata quella di misurare la probabilità congiunta di rispettare contemporaneamente due indicatori assegnati.

Come già accennato in precedenza, per ovviare a problemi di scarsa rappresentatività dei campioni di aziende raggruppate per comparti, si è deciso di operare sul totale dei comparti non finanziari anziché sui singoli macro-aggregati esaminati per i singoli indicatori. Ponendo infatti un vincolo congiunto su due indicatori di bilancio, i gruppi di partenza risultano essere composti da un numero di aziende sensibilmente inferiori; tale numero, già esiguo, tende poi a diminuire drasticamente non appena si passa alla valutazione dei periodi successivi (in questo caso, ad esempio, la popolazione di partenza al tempo t_2 è rappresentata dalle aziende che al tempo t_1 hanno rispettato entrambe le soglie).

Esaminando la tabella 9 appare evidente come le coppie "Cash-flow/Attivo Netto" con "Deb. Finanz. Totali/Patrimonio netto" e "Deb. Finanz. Totali/Patrimonio netto" con "Ebitda/Oneri Finanziari" siano caratterizzate da probabilità di rispetto della soglia sensibilmente superiori (sull'insieme più virtuoso rispettivamente 96.01% e 96.46% per il primo anno) rispetto alle combinazioni "Capitali perman./Attivo immob." con "Ebitda/Ricavi" e "Ebitda/Ricavi" con "Deb. Fin. Tot. - Liq./Ebitda" (per i quali le probabilità scendono a 87.10% e 86.05%).

Confrontando questi risultati con quelli proposti precedentemente (tabella 7), si possono trarre alcune interessanti osservazioni sull'effetto dell'imposizione di due vincoli congiunti sulla *performance* dell'impresa: le coppie "Capitali permanenti/Attivo immobilizzato" con "Ebitda/Ricavi" e "Ebitda/Ricavi" con "Debiti Finanziari Totali - Liquidità/Ebitda" mostrano sin dal primo anno una

probabilità congiunta sensibilmente inferiore rispetto alle probabilità singole, divario che diventa sempre più pronunciato passando dal campione di aziende con una eccellente situazione di partenza a quello delle aziende meno forti. Alla fine dei cinque anni tale divario può essere molto profondo: ad esempio, per il range di partenza meno virtuoso, la probabilità di rispetto congiunto di “Capitali permanenti/Attivo immobilizzato” e “Ebitda/Ricavi” è di 24.71% a fronte delle probabilità semplici dei singoli indicatori entrambe superiori al 50%. Diverso comportamento dimostrano invece le coppie “Cash-flow/Attivo Netto” con “Debiti Finanziari Totali/Patrimonio netto” e “Debiti Finanziari Totali/Patrimonio netto” con “Ebitda/Oneri Finanziari”: si parte infatti per entrambe le coppie da una probabilità congiunta prossima alle probabilità individuali, per approdare ad un divario più pronunciato, ma tuttavia minore rispetto alle altre due coppie. La figura 8 offre un rappresentazione grafica di queste considerazioni per ciascuna coppia di indicatori presa in esame relativamente al sotto-campione di imprese con situazione economico-finanziaria di partenza prossima alla mediana.

Tabella 9 - Probabilità congiunte di sforo e rispetto di due covenant (su totale comparti)¹.

Figura 8 - Probabilità congiunta e semplice di rispetto del covenant di bilancio (per il quarto range di partenza).

I risultati delle analisi condotte hanno consentito di misurare probabilisticamente, su base sperimentale, gli effetti dell'imposizione di uno o più vincoli di bilancio sui contratti di finanziamento a medio-lungo termine. Sono emerse con evidenza le

¹ Nella colonna “Range di partenza” non vi sono le solite etichette viste per le tabelle dei singoli indicatori (tabelle 2 - 7), ma soltanto un valore da 1 a 4 che indica situazioni di partenza più lontane dalla mediana (1) e via via più vicine, che combina i range di partenza dei due indicatori.

specificità connesse al diverso indicatore utilizzato ed al settore di appartenenza nel determinare la probabilità di rispettare o meno un covenant, nonché l'influenza che l'imposizione di più di un vincolo può avere sulla probabilità che tale condizione possa essere di fatto rispettata.

Le risultanze empiriche indicano quindi come l'applicazione pratica di un sistema di covenant di bilancio debba essere compiuta con un'approfondita conoscenza dell'impresa e del suo contesto settoriale, al fine di rendere efficace la funzione e l'utilizzo del covenant stesso.

Tabella 1 - Distribuzioni (decili) degli indicatori per comparto

Indicatore	Anno	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9
1) Industria										
Capitali perman. / Attivo immob. (%)	2001	66,35	87,86	105,36	123,56	145,96	173,41	212,69	281,20	450,00
	2002	67,71	89,75	108,33	127,09	150,10	179,43	221,90	293,91	475,29
Cash-flow / Ricavi (%)	2001	0,76	2,19	3,28	4,35	5,52	6,94	8,68	11,08	15,36
	2002	0,62	2,20	3,34	4,44	5,67	7,05	8,83	11,38	15,81
Deb. Fin. Tot. - Liq. / Ebitda	2001	-0,85	-0,09	0,51	1,42	2,39	3,51	4,90	7,07	14,04
	2002	-0,86	-0,02	0,75	1,60	2,61	3,75	5,23	7,54	15,00
Deb. Finanz. Totali / Patrim. Netto	2001	0,00	0,11	0,37	0,71	1,16	1,74	2,57	3,94	7,40
	2002	0,00	0,17	0,43	0,77	1,20	1,77	2,55	3,94	7,67
Ebitda / Oneri Finanziari	2001	0,78	1,73	2,38	3,14	4,19	5,80	8,65	14,80	36,19
	2002	0,68	1,81	2,54	3,40	4,57	6,37	9,63	16,60	40,07
Ebitda / Ricavi (%)	2001	1,65	3,85	5,29	6,62	7,99	9,57	11,51	14,25	18,94
	2002	1,38	3,70	5,17	6,51	7,87	9,37	11,30	14,04	18,80
2) Edilizia										
Capitali perman. / Attivo immob. (%)	2001	42,99	74,54	100,08	124,61	157,96	200,46	258,44	392,29	782,32
	2002	51,63	82,88	105,93	130,17	161,54	201,64	265,63	390,26	715,51
Cash-flow / Ricavi (%)	2001	0,29	1,41	2,17	2,95	3,72	4,82	6,28	8,41	13,14
	2002	0,06	1,29	2,23	3,01	3,91	4,97	6,56	8,97	14,82
Deb. Fin. Tot. - Liq. / Ebitda	2001	-1,62	-0,40	0,00	1,23	2,56	4,03	5,72	8,46	15,00
	2002	-1,37	-0,12	0,74	2,06	3,31	4,85	6,96	10,42	15,00
Deb. Finanz. Totali / Patrim. Netto	2001	0,00	0,01	0,36	0,95	1,71	2,71	4,42	8,25	20,00
	2002	0,00	0,23	0,60	1,19	1,95	2,95	4,67	7,87	20,00
Ebitda / Oneri Finanziari	2001	0,49	1,28	1,77	2,27	2,94	4,03	5,92	10,77	28,60
	2002	0,37	1,27	1,81	2,38	3,07	4,30	6,24	11,03	30,55
Ebitda / Ricavi (%)	2001	0,93	3,32	4,56	5,77	6,96	8,32	10,10	13,16	19,56
	2002	0,77	2,94	4,34	5,54	6,79	8,19	9,87	12,60	19,36
3) Commercio										
Capitali perman. / Attivo immob. (%)	2001	46,96	75,28	97,64	123,87	159,51	212,19	297,61	455,98	903,05
	2002	49,08	77,96	101,60	128,35	166,48	222,14	312,69	484,96	957,54
Cash-flow / Ricavi (%)	2001	0,07	0,64	1,03	1,46	1,92	2,53	3,39	4,70	7,58
	2002	-0,03	0,57	0,99	1,43	1,96	2,59	3,55	4,99	8,19
Deb. Fin. Tot. - Liq. / Ebitda	2001	-1,72	-0,53	-0,05	0,85	2,03	3,45	5,12	7,47	14,06
	2002	-1,40	-0,25	0,55	1,63	2,81	4,22	6,00	8,72	15,00
Deb. Finanz. Totali / Patrim. Netto	2001	0,00	0,00	0,17	0,66	1,29	2,08	3,25	5,37	11,59
	2002	0,00	0,12	0,50	0,97	1,58	2,40	3,68	6,12	13,67
Ebitda / Oneri Finanziari	2001	0,44	1,33	1,78	2,29	3,00	4,13	6,05	10,58	26,74
	2002	0,35	1,33	1,83	2,40	3,18	4,38	6,63	11,29	27,75
Ebitda / Ricavi (%)	2001	0,37	1,43	2,09	2,79	3,51	4,38	5,53	7,21	10,71
	2002	0,30	1,37	2,06	2,72	3,46	4,36	5,43	7,15	10,66
4) Trasporti e comunicazioni										
Capitali perman. / Attivo immob. (%)	2001	39,68	64,32	80,33	94,33	110,37	134,65	173,99	261,03	515,38
	2002	41,21	66,69	81,96	95,80	111,71	137,70	182,08	267,47	586,38
Cash-flow / Ricavi (%)	2001	0,04	0,73	1,37	2,36	3,39	4,76	6,91	11,45	23,81
	2002	-0,01	0,67	1,44	2,35	3,46	4,92	7,17	11,77	23,34
Deb. Fin. Tot. - Liq. / Ebitda	2001	-2,67	-1,02	-0,27	0,07	1,01	2,05	3,61	5,85	15,00
	2002	-2,56	-0,98	-0,16	0,33	1,24	2,36	3,89	6,41	15,00
Deb. Finanz. Totali / Patrim. Netto	2001	0,00	0,00	0,08	0,34	0,76	1,42	2,60	4,69	11,81
	2002	0,00	0,01	0,19	0,51	0,96	1,65	2,79	4,99	14,58
Ebitda / Oneri Finanziari	2001	-0,22	1,40	2,28	3,46	4,82	7,11	11,38	21,22	61,00
	2002	-0,31	1,52	2,37	3,64	5,29	7,82	13,62	25,82	70,93
Ebitda / Ricavi (%)	2001	-0,04	1,06	2,00	3,16	4,40	6,02	8,25	12,65	24,22
	2002	-0,20	1,05	2,08	3,16	4,36	5,81	8,18	12,68	25,25
5) Servizi										
Capitali perman. / Attivo immob. (%)	2001	45,65	73,64	95,72	117,40	145,68	189,34	260,38	385,19	705,13
	2002	46,92	73,63	94,58	115,44	144,09	189,93	255,00	403,46	728,52
Cash-flow / Ricavi (%)	2001	-0,13	1,26	3,11	4,90	6,63	8,37	11,04	14,28	21,56
	2002	-0,99	1,02	2,92	4,75	6,33	8,28	10,81	14,72	23,23
Deb. Fin. Tot. - Liq. / Ebitda	2001	-2,01	-0,72	-0,16	0,25	0,97	1,91	3,27	5,62	15,00
	2002	-1,93	-0,65	-0,06	0,57	1,47	2,48	3,97	7,50	15,00
Deb. Finanz. Totali / Patrim. Netto	2001	0,00	0,00	0,11	0,39	0,84	1,51	2,77	5,04	13,88
	2002	0,00	0,02	0,22	0,59	1,04	1,82	3,10	5,55	19,17
Ebitda / Oneri Finanziari	2001	-0,67	1,58	2,99	4,61	6,90	10,97	19,55	42,99	90,00
	2002	-1,30	1,37	2,80	4,31	6,46	10,29	17,47	39,00	90,00
Ebitda / Ricavi (%)	2001	-0,46	1,84	4,28	6,52	8,63	11,22	13,96	18,37	27,33
	2002	-1,69	1,44	3,78	6,03	8,38	10,63	13,69	17,88	26,36

Tabella 2 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, trasformazione industriale.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del					Probabilità cumulata di rispettare il				
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	6,15	6,01	4,27	3,92	4,14	93,85	88,21	84,44	81,14	77,78
Ottavo - nono decile	7,17	6,41	6,42	5,35	4,80	92,83	86,88	81,30	76,95	73,26
Settimo - ottavo decile	9,16	9,35	7,09	7,02	6,56	90,84	82,35	76,51	71,14	66,47
Sesto - Settimo decile	15,47	15,37	11,44	9,15	10,16	84,53	71,54	63,36	57,56	51,71
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	5,99	4,32	6,42	6,91	6,89	94,01	89,95	84,17	78,36	72,96
Ottavo - nono decile	7,62	8,54	8,79	9,04	8,70	92,38	84,49	77,06	70,10	64,00
Settimo - ottavo decile	12,32	11,85	10,62	12,12	11,34	87,68	77,29	69,08	60,71	53,82
Sesto - Settimo decile	20,45	15,56	16,41	15,12	13,44	79,55	67,18	56,15	47,66	41,25
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	2,77	3,67	3,99	4,15	2,90	97,23	93,66	89,92	86,19	83,69
Primo - secondo decile	3,78	5,31	5,61	4,74	5,17	96,22	91,10	85,99	81,92	77,68
Secondo - terzo decile	7,94	8,47	8,07	6,73	6,33	92,06	84,26	77,46	72,25	67,68
Terzo - quarto decile	15,02	14,33	11,46	12,23	11,55	84,98	72,81	64,47	56,58	50,05
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	8,65	9,52	9,25	8,76	6,44	91,35	82,66	75,02	68,45	64,04
Primo - secondo decile	10,23	10,89	9,88	10,07	6,68	89,77	80,00	72,10	64,84	60,51
Secondo - terzo decile	13,20	13,85	14,91	13,90	12,37	86,80	74,78	63,63	54,79	48,01
Terzo - quarto decile	18,90	18,63	19,48	14,79	15,39	81,10	65,99	53,14	45,28	38,31
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	3,70	4,96	4,21	3,92	3,55	96,30	91,52	87,67	84,23	81,24
Ottavo - nono decile	6,31	7,51	7,31	4,83	3,78	93,69	86,65	80,32	76,44	73,55
Settimo - ottavo decile	9,70	10,93	10,52	5,88	3,71	90,30	80,43	71,97	67,74	65,23
Sesto - Settimo decile	15,93	15,21	11,35	8,91	5,79	84,07	71,28	63,19	57,56	54,22
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	7,15	5,63	7,53	6,28	4,48	92,85	87,62	81,02	75,93	72,53
Ottavo - nono decile	10,03	9,20	11,87	9,36	8,80	89,97	81,69	72,00	65,26	59,52
Settimo - ottavo decile	17,18	14,74	15,91	13,61	10,61	82,82	70,61	59,38	51,30	45,85
Sesto - Settimo decile	27,25	22,88	18,98	18,19	15,01	72,75	56,11	45,46	37,19	31,61

Tabella 3 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, edilizia.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del					Probabilità cumulata di rispettare il				
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	6,81	5,76	12,40	5,33	6,00	93,19	87,82	76,93	72,83	68,46
Ottavo - nono decile	7,98	11,41	9,88	6,61	6,45	92,02	81,52	73,46	68,60	64,18
Settimo - ottavo decile	10,29	12,03	10,62	9,43	8,13	89,71	78,92	70,54	63,88	58,69
Sesto -Settimo decile	17,62	20,97	14,16	10,78	15,27	82,38	65,10	55,88	49,86	42,25
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	9,83	7,37	11,67	7,58	6,79	90,17	83,53	73,78	68,19	63,56
Ottavo - nono decile	13,62	13,45	8,66	7,37	8,99	86,38	74,77	68,29	63,26	57,57
Settimo - ottavo decile	17,62	15,41	15,48	11,70	9,42	82,38	69,69	58,90	52,01	47,11
Sesto -Settimo decile	22,68	24,41	13,64	12,77	12,50	77,32	58,45	50,48	44,03	38,53
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	2,12	2,16	2,75	3,41	6,67	97,88	95,77	93,13	89,96	83,96
Primo - secondo decile	4,11	5,97	7,79	5,56	6,67	95,89	90,17	83,14	78,52	73,29
Secondo - terzo decile	7,17	10,95	6,21	8,77	6,59	92,83	82,67	77,54	70,74	66,08
Terzo - quarto decile	17,33	15,72	21,78	13,11	13,04	82,67	69,67	54,49	47,35	41,17
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	12,33	12,59	17,83	9,28	12,50	87,67	76,64	62,97	57,13	49,99
Primo - secondo decile	13,87	12,55	16,55	13,04	16,92	86,13	75,33	62,86	54,66	45,41
Secondo - terzo decile	17,80	17,76	19,38	11,54	16,46	82,20	67,60	54,50	48,21	40,28
Terzo - quarto decile	25,09	24,07	25,68	17,98	19,12	74,91	56,87	42,27	34,67	28,04
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	12,23	13,73	11,44	6,53	4,71	87,77	75,73	67,06	62,68	59,73
Ottavo - nono decile	15,08	11,81	11,84	8,33	3,66	84,92	74,89	66,02	60,52	58,30
Settimo - ottavo decile	19,50	16,80	15,83	14,43	5,06	80,50	66,97	56,37	48,24	45,80
Sesto -Settimo decile	27,08	21,83	17,48	14,00	13,27	72,92	57,00	47,04	40,46	35,09
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	20,35	15,91	16,22	13,51	5,77	79,65	66,98	56,11	48,53	45,73
Ottavo - nono decile	20,48	17,65	16,56	13,27	9,20	79,52	65,48	54,64	47,38	43,03
Settimo - ottavo decile	22,94	21,60	21,43	12,00	13,51	77,06	60,42	47,47	41,77	36,13
Sesto -Settimo decile	32,49	24,00	19,59	30,00	22,95	67,51	51,31	41,25	28,88	22,25

Tabella 4 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, commercio.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del					Probabilità cumulata di rispettare il				
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	6,09	5,92	4,52	5,07	4,82	93,91	88,35	84,36	80,09	76,23
Ottavo - nono decile	8,36	6,56	6,01	5,04	5,47	91,64	85,63	80,48	76,42	72,24
Settimo - ottavo decile	11,81	9,27	7,35	5,66	7,11	88,19	80,02	74,14	69,94	64,97
Sesto -Settimo decile	17,40	14,74	11,71	9,13	9,12	82,60	70,42	62,17	56,50	51,34
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	7,11	6,67	5,97	5,71	7,21	92,89	86,70	81,53	76,87	71,33
Ottavo - nono decile	8,55	8,81	9,09	8,03	7,23	91,45	83,40	75,82	69,73	64,69
Settimo - ottavo decile	12,34	12,06	12,94	9,14	10,08	87,66	77,09	67,11	60,98	54,84
Sesto -Settimo decile	19,37	16,50	16,58	13,84	14,11	80,63	67,32	56,16	48,39	41,56
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	5,19	4,93	4,11	4,91	6,19	94,81	90,14	86,44	82,19	77,10
Primo - secondo decile	6,47	5,15	5,03	4,83	4,29	93,53	88,71	84,25	80,18	76,75
Secondo - terzo decile	9,31	10,07	8,52	10,32	8,96	90,69	81,56	74,61	66,92	60,92
Terzo - quarto decile	15,73	16,03	12,12	10,91	12,40	84,27	70,76	62,18	55,40	48,53
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	9,74	10,30	11,46	10,05	9,28	90,26	80,96	71,68	64,48	58,50
Primo - secondo decile	11,82	13,89	14,39	10,99	10,87	88,18	75,93	65,01	57,86	51,58
Secondo - terzo decile	16,88	13,90	15,84	14,71	13,15	83,12	71,56	60,23	51,37	44,61
Terzo - quarto decile	20,13	20,22	20,79	14,21	15,09	79,87	63,72	50,47	43,30	36,77
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	5,83	6,78	5,30	5,89	5,17	94,17	87,78	83,13	78,24	74,19
Ottavo - nono decile	9,25	9,96	9,39	6,62	5,73	90,75	81,71	74,04	69,14	65,18
Settimo - ottavo decile	13,72	14,86	11,44	6,92	6,62	86,28	73,46	65,06	60,55	56,54
Sesto -Settimo decile	20,10	16,84	15,35	10,48	6,95	79,90	66,45	56,25	50,35	46,86
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	6,70	5,54	4,50	4,29	4,59	93,30	88,13	84,16	80,55	76,86
Ottavo - nono decile	8,51	8,51	7,43	7,57	7,21	91,49	83,70	77,49	71,62	66,46
Settimo - ottavo decile	14,20	11,43	11,76	12,36	10,97	85,80	75,99	67,05	58,76	52,32
Sesto -Settimo decile	23,53	17,26	17,32	15,96	13,91	76,47	63,27	52,31	43,97	37,85

Tabella 5 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, trasporti e comunicazioni.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del					Probabilità cumulata di rispettare il				
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	8,06	4,57	7,28	3,31	6,00	91,94	87,74	81,35	78,66	73,94
Ottavo - nono decile	11,40	8,41	4,32	8,89	6,48	88,60	81,15	77,64	70,74	66,15
Settimo - ottavo decile	12,99	9,82	14,04	6,57	7,55	87,01	78,47	67,45	63,02	58,26
Sesto -Settimo decile	22,77	15,84	18,24	8,93	8,89	77,23	65,00	53,14	48,39	44,09
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	6,73	7,05	5,95	6,88	4,65	93,27	86,69	81,54	75,93	72,40
Ottavo - nono decile	6,96	7,75	7,87	7,95	9,35	93,04	85,83	79,08	72,79	65,98
Settimo - ottavo decile	10,47	15,89	13,83	9,93	15,65	89,53	75,31	64,89	58,45	49,30
Sesto -Settimo decile	21,24	19,64	18,35	13,04	12,50	78,76	63,29	51,67	44,93	39,32
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	7,41	5,80	9,43	10,53	12,90	92,59	87,22	79,00	70,68	61,56
Primo - secondo decile	9,86	10,71	4,92	6,00	7,32	90,14	80,48	76,52	71,93	66,67
Secondo - terzo decile	14,07	11,11	8,20	14,29	11,11	85,93	76,38	70,12	60,10	53,42
Terzo - quarto decile	15,22	8,70	14,49	11,54	18,18	84,78	77,41	66,19	58,55	47,91
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	5,83	10,34	13,93	9,09	3,57	94,17	84,43	72,66	66,06	63,70
Primo - secondo decile	10,04	8,43	13,85	12,12	7,14	89,96	82,38	70,97	62,37	57,92
Secondo - terzo decile	14,29	16,18	22,41	13,89	8,51	85,71	71,84	55,74	48,00	43,91
Terzo - quarto decile	20,65	20,93	16,35	19,18	11,90	79,35	62,74	52,48	42,42	37,37
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	6,44	7,83	5,42	10,24	9,62	93,56	86,23	81,55	73,21	66,17
Ottavo - nono decile	8,75	11,02	9,14	8,18	7,26	91,25	81,19	73,77	67,74	62,82
Settimo - ottavo decile	16,56	11,96	8,75	6,72	4,67	83,44	73,46	67,03	62,53	59,61
Sesto -Settimo decile	22,91	19,72	12,33	11,97	3,23	77,09	61,89	54,26	47,77	46,23
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	6,39	7,79	2,29	2,82	4,27	93,61	86,32	84,35	81,97	78,47
Ottavo - nono decile	9,15	9,38	4,14	10,14	0,88	90,85	82,33	78,92	70,93	70,30
Settimo - ottavo decile	10,70	11,69	10,73	9,42	5,66	89,30	78,86	70,39	63,76	60,15
Sesto -Settimo decile	20,48	15,14	15,29	12,90	9,38	79,52	67,48	57,17	49,79	45,12

Tabella 6 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, servizi.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	Probabilità cumulata di rispettare il				
	Probabilità di superare la soglia del					T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	7,56	8,89	4,21	4,05	5,13	92,44	84,23	80,68	77,41	73,44
Ottavo - nono decile	10,26	9,68	5,93	7,96	4,94	89,74	81,06	76,25	70,18	66,72
Settimo - ottavo decile	11,60	9,63	8,82	7,69	7,14	88,40	79,89	72,84	67,24	62,44
Sesto -Settimo decile	19,11	12,17	9,95	8,28	7,38	80,89	71,05	63,98	58,68	54,35
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	5,64	7,45	5,42	6,02	6,02	94,36	87,33	82,60	77,62	72,95
Ottavo - nono decile	7,76	9,29	9,66	11,96	10,00	92,24	83,67	75,58	66,55	59,89
Settimo - ottavo decile	12,36	12,70	13,55	13,13	9,01	87,64	76,51	66,14	57,46	52,28
Sesto -Settimo decile	22,47	17,79	11,40	13,38	12,73	77,53	63,74	56,47	48,92	42,69
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	5,97	5,71	10,64	0,00	12,50	94,03	88,66	79,23	79,23	69,32
Primo - secondo decile	6,36	9,86	8,89	7,69	2,00	93,64	84,40	76,90	70,99	69,57
Secondo - terzo decile	9,41	13,28	14,29	5,26	6,82	90,59	78,56	67,34	63,79	59,45
Terzo - quarto decile	16,02	16,91	8,99	15,63	7,69	83,98	69,78	63,51	53,58	49,46
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	11,33	11,56	10,16	10,11	5,17	88,67	78,42	70,46	63,33	60,06
Primo - secondo decile	13,33	13,78	11,05	13,60	8,79	86,67	74,72	66,47	57,43	52,38
Secondo - terzo decile	19,24	17,33	21,13	10,34	17,39	80,76	66,76	52,66	47,21	39,00
Terzo - quarto decile	21,58	24,36	18,18	10,31	11,11	78,42	59,32	48,53	43,53	38,69
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	4,60	8,55	7,87	4,00	5,95	95,40	87,24	80,37	77,16	72,56
Ottavo - nono decile	8,88	7,96	11,34	6,98	5,67	91,12	83,87	74,35	69,16	65,24
Settimo - ottavo decile	13,53	10,00	14,04	8,05	3,40	86,47	77,82	66,89	61,51	59,42
Sesto -Settimo decile	19,45	15,81	9,38	7,95	8,26	80,55	67,82	61,46	56,57	51,90
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	9,38	6,47	6,01	2,04	3,94	90,62	84,75	79,66	78,03	74,96
Ottavo - nono decile	10,67	9,45	7,02	5,46	9,21	89,33	80,89	75,21	71,10	64,55
Settimo - ottavo decile	15,02	11,73	13,72	10,53	5,51	84,98	75,01	64,72	57,91	54,72
Sesto -Settimo decile	21,03	17,54	17,33	10,49	6,54	78,97	65,12	53,83	48,19	45,03

Tabella 7 - Probabilità di violazione e di rispetto del covenant, totale comparti non finanziari.

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del					Probabilità cumulata di rispettare il				
Capitali perman. / Attivo immob.										
Nono decile - Massimo	6,42	6,56	5,03	4,82	4,10	93,58	87,44	83,04	79,04	75,79
Ottavo - nono decile	8,71	7,43	6,13	5,29	5,27	91,29	84,51	79,33	75,13	71,18
Settimo - ottavo decile	10,31	9,18	8,43	6,99	7,49	89,69	81,46	74,59	69,38	64,18
Sesto -Settimo decile	16,35	15,52	11,26	8,99	9,11	83,65	70,67	62,71	57,07	51,88
Cash-flow / Attivo Netto										
Nono decile - Massimo	5,19	4,34	5,62	5,00	5,27	94,81	90,69	85,59	81,31	77,02
Ottavo - nono decile	6,89	8,02	7,72	7,72	8,40	93,11	85,64	79,03	72,93	66,81
Settimo - ottavo decile	12,14	11,34	11,30	11,19	10,17	87,86	77,90	69,09	61,36	55,12
Sesto -Settimo decile	19,50	16,97	15,63	13,74	14,69	80,50	66,84	56,39	48,65	41,50
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto										
Minimo - primo decile	3,47	5,22	4,81	3,94	4,08	96,53	91,50	87,09	83,67	80,25
Primo - secondo decile	4,97	4,56	5,83	6,00	6,26	95,03	90,70	85,41	80,28	75,26
Secondo - terzo decile	8,30	7,87	7,11	7,32	6,62	91,70	84,48	78,47	72,73	67,91
Terzo - quarto decile	15,06	14,54	12,58	11,34	9,51	84,94	72,59	63,46	56,26	50,91
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)										
Minimo - primo decile	9,77	9,92	11,18	9,06	7,89	90,23	81,28	72,20	65,66	60,47
Primo - secondo decile	11,42	12,48	12,47	10,43	9,35	88,58	77,52	67,86	60,78	55,09
Secondo - terzo decile	15,73	13,98	15,41	12,86	11,95	84,27	72,48	61,31	53,43	47,05
Terzo - quarto decile	20,60	19,87	20,40	15,46	15,48	79,40	63,62	50,64	42,81	36,19
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari										
Nono decile - Massimo	4,87	6,33	5,38	5,05	4,17	95,13	89,11	84,31	80,05	76,71
Ottavo - nono decile	8,18	8,55	8,37	5,27	4,62	91,82	83,97	76,94	72,89	69,52
Settimo - ottavo decile	11,25	11,77	11,24	7,21	4,47	88,75	78,30	69,50	64,49	61,61
Sesto -Settimo decile	18,74	16,38	13,20	8,51	7,20	81,26	67,95	58,98	53,96	50,07
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi										
Nono decile - Massimo	7,88	5,98	5,83	5,54	4,27	92,12	86,61	81,56	77,05	73,75
Ottavo - nono decile	8,28	8,53	9,22	7,21	6,63	91,72	83,89	76,16	70,67	65,98
Settimo - ottavo decile	13,38	13,28	12,18	11,92	10,45	86,62	75,11	65,97	58,10	52,03
Sesto -Settimo decile	24,91	18,18	16,62	16,05	13,17	75,09	61,44	51,23	43,01	37,34

Tabella 8 - Confronto tra comparti

Comparto	Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Capitali perman. / Attivo immob.						
Trasformazione industriale	1	93,85	88,21	84,44	81,14	77,78
	4	84,53	71,54	63,36	57,56	51,71
Commercio	1	93,91	88,35	84,36	80,09	76,23
	4	82,60	70,42	62,17	56,50	51,34
Edilizia	1	93,19	87,82	76,93	72,83	68,46
	4	82,38	65,10	55,88	49,86	42,25
Trasporti e comunicazioni	1	91,94	87,74	81,35	78,66	73,94
	4	77,23	65,00	53,14	48,39	44,09
Servizi	1	92,44	84,23	80,68	77,41	73,44
	4	80,89	71,05	63,98	58,68	54,35
Tot comparti	1	93,58	87,44	83,04	79,04	75,79
	4	83,65	70,67	62,71	57,07	51,88
Cash-flow / Attivo Netto						
Trasformazione industriale	1	94,01	89,95	84,17	78,36	72,96
	4	79,55	67,18	56,15	47,66	41,25
Commercio	1	92,89	86,70	81,53	76,87	71,33
	4	80,63	67,32	56,16	48,39	41,56
Edilizia	1	90,17	83,53	73,78	68,19	63,56
	4	77,32	58,45	50,48	44,03	38,53
Trasporti e comunicazioni	1	93,27	86,69	81,54	75,93	72,40
	4	78,76	63,29	51,67	44,93	39,32
Servizi	1	94,36	87,33	82,60	77,62	72,95
	4	77,53	63,74	56,47	48,92	42,69
Tot comparti	1	94,81	90,69	85,59	81,31	77,02
	4	80,50	66,84	56,39	48,65	41,50
Deb. Finanz. Totali/ Patrim. Netto						
Trasformazione industriale	1	97,23	93,66	89,92	86,19	83,69
	4	84,98	72,81	64,47	56,58	50,05
Commercio	1	94,81	90,14	86,44	82,19	77,10
	4	84,27	70,76	62,18	55,40	48,53
Edilizia	1	97,88	95,77	93,13	89,96	83,96
	4	82,67	69,67	54,49	47,35	41,17
Trasporti e comunicazioni	1	92,59	87,22	79,00	70,68	61,56
	4	84,78	77,41	66,19	58,55	47,91
Servizi	1	94,03	88,66	79,23	79,23	69,32
	4	83,98	69,78	63,51	53,58	49,46
Tot comparti	1	96,53	91,50	87,09	83,67	80,25
	4	84,94	72,59	63,46	56,26	50,91
Deb. Fin. Tot. - Liq./ MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)						
Trasformazione industriale	1	91,35	82,66	75,02	68,45	64,04
	4	81,10	65,99	53,14	45,28	38,31
Commercio	1	90,26	80,96	71,68	64,48	58,50
	4	79,87	63,72	50,47	43,30	36,77
Edilizia	1	87,67	76,64	62,97	57,13	49,99
	4	74,91	56,87	42,27	34,67	28,04
Trasporti e comunicazioni	1	94,17	84,43	72,66	66,06	63,70
	4	79,35	62,74	52,48	42,42	37,37
Servizi	1	88,67	78,42	70,46	63,33	60,06
	4	78,42	59,32	48,53	43,53	38,69
Tot comparti	1	90,23	81,28	72,20	65,66	60,47
	4	79,40	63,62	50,64	42,81	36,19
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Oneri Finanziari						
Trasformazione industriale	1	96,30	91,52	87,67	84,23	81,24
	4	81,10	65,99	53,14	45,28	38,31
Commercio	1	94,17	87,78	83,13	78,24	74,19
	4	79,87	63,72	50,47	43,30	36,77
Edilizia	1	87,77	75,73	67,06	62,68	59,73
	4	74,91	56,87	42,27	34,67	28,04
Trasporti e comunicazioni	1	93,56	86,23	81,55	73,21	66,17
	4	79,35	62,74	52,48	42,42	37,37
Servizi	1	95,40	87,24	80,37	77,16	72,56
	4	78,42	59,32	48,53	43,53	38,69
Tot comparti	1	95,13	89,11	84,31	80,05	76,71
	4	81,26	67,95	58,98	53,96	50,07
MOL rett. ricavi-oneri div. (EBITDA)/ Ricavi						
Trasformazione industriale	1	92,85	87,62	81,02	75,93	72,53
	4	72,75	56,11	45,46	37,19	31,61
Commercio	1	93,30	88,13	84,16	80,55	76,86
	4	76,47	63,27	52,31	43,97	37,85
Edilizia	1	79,65	66,98	56,11	48,53	45,73
	4	67,51	51,31	41,25	28,88	22,25
Trasporti e comunicazioni	1	93,61	86,32	84,35	81,97	78,47
	4	79,52	67,48	57,17	49,79	45,12
Servizi	1	90,62	84,75	79,66	78,03	74,96
	4	78,97	65,12	53,83	48,19	45,03
Tot comparti	1	92,12	86,61	81,56	77,05	73,75
	4	75,09	61,44	51,23	43,01	37,34

Tabella 9 - Probabilità congiunte di sforo e rispetto di due covenant (su totale comparti)².

Range di partenza	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
	Probabilità di superare la soglia del covenant (%)					Probabilità cumulata di rispettare il covenant (%)				
Capitali perman./Attivo immob. con Ebitda/Ricavi										
1	12,90	13,52	9,43	13,79	8,99	87,10	75,32	68,21	58,80	53,52
2	16,58	13,32	14,39	15,28	9,94	83,42	72,32	61,91	52,45	47,24
3	18,98	19,81	20,13	16,00	12,05	81,02	64,97	51,89	43,59	38,34
4	33,33	28,53	21,63	20,57	16,67	66,67	47,64	37,34	29,66	24,71
Cash-flow/Attivo Netto con Deb. Finanz. Totali/Patrimonio netto										
1	3,99	5,55	6,56	7,05	6,54	96,01	90,69	84,74	78,76	73,61
2	6,97	6,53	8,44	7,49	11,35	93,03	86,96	79,62	73,66	65,30
3	14,23	14,67	13,10	9,05	10,15	85,77	73,18	63,60	57,84	51,97
4	23,68	20,00	20,78	16,67	11,90	76,32	61,05	48,37	40,31	35,51
Deb. Finanz. Totali/Patrimonio netto con Ebitda/Oneri Finanziari										
1	3,54	5,67	6,91	4,92	5,05	96,46	90,99	84,70	80,54	76,47
2	6,91	8,29	9,24	6,05	7,09	93,09	85,38	77,48	72,80	67,63
3	13,30	12,78	10,94	6,56	7,61	86,70	75,62	67,34	62,92	58,14
4	24,05	17,34	12,45	20,60	11,41	75,95	62,78	54,96	43,64	38,66
Ebitda/Ricavi con Deb. Fin. Tot. - Liq./Ebitda										
1	13,95	13,13	9,24	7,45	6,41	86,05	74,75	67,84	62,79	58,77
2	14,49	13,02	19,94	10,09	8,38	85,51	74,37	59,55	53,54	49,05
3	23,63	21,43	22,10	19,49	18,80	76,37	60,00	46,74	37,63	30,56
4	37,45	35,01	29,90	23,31	18,09	62,55	40,65	28,49	21,85	17,90

² Nella colonna "Range di partenza" non vi sono le solite etichette viste per le tabelle dei singoli indicatori (tabelle 2 - 7), ma soltanto un valore da 1 a 4 che indica situazioni di partenza più lontane dalla mediana (1) e via via più vicine, che combina i range di partenza dei due indicatori.

Figura 6 - Mediane 2002 dei sei indicatori per comparto.

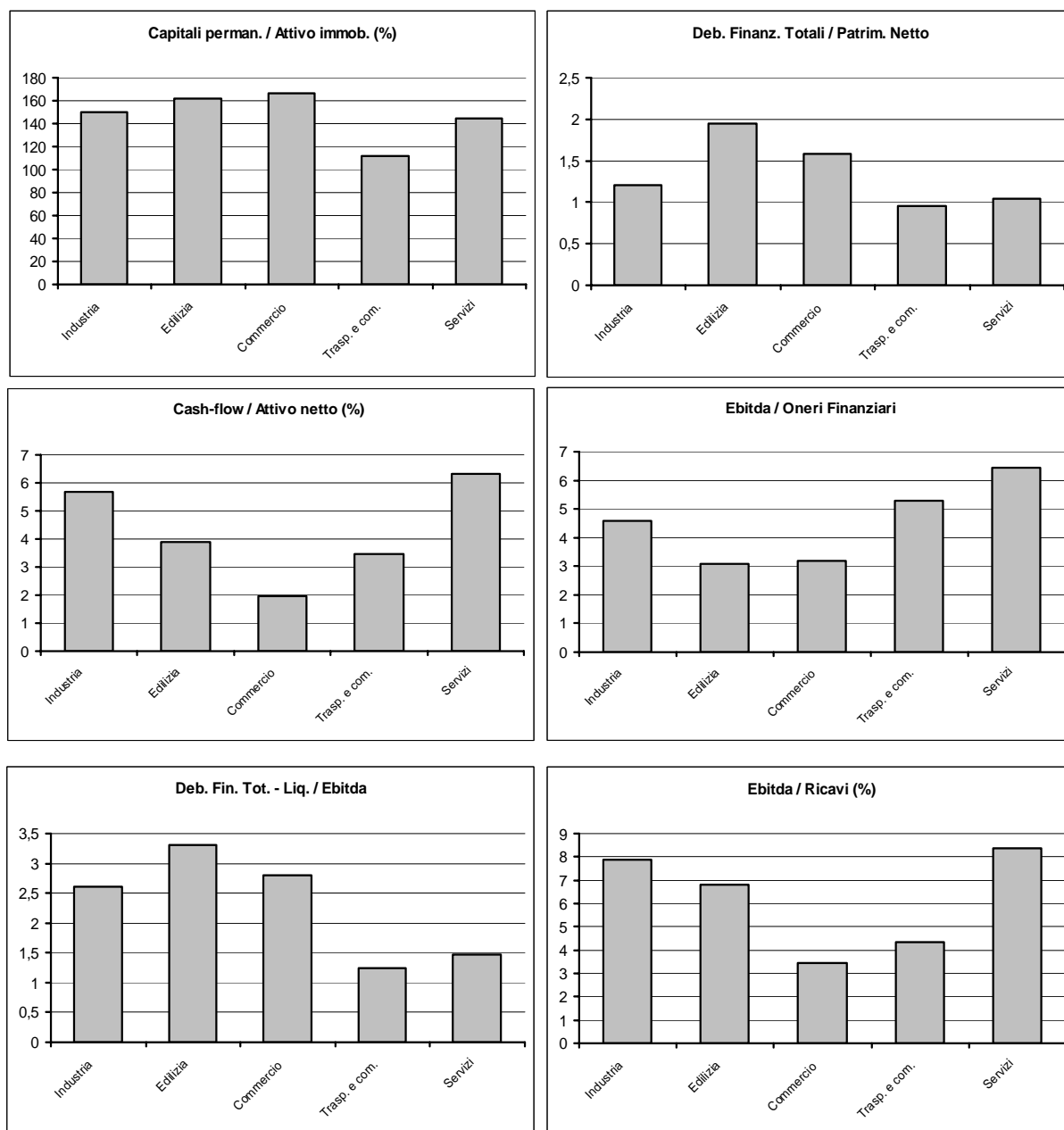


Figura 7 - Probabilità cumulate di rispetto dei covenant (solo quarto range di partenza).

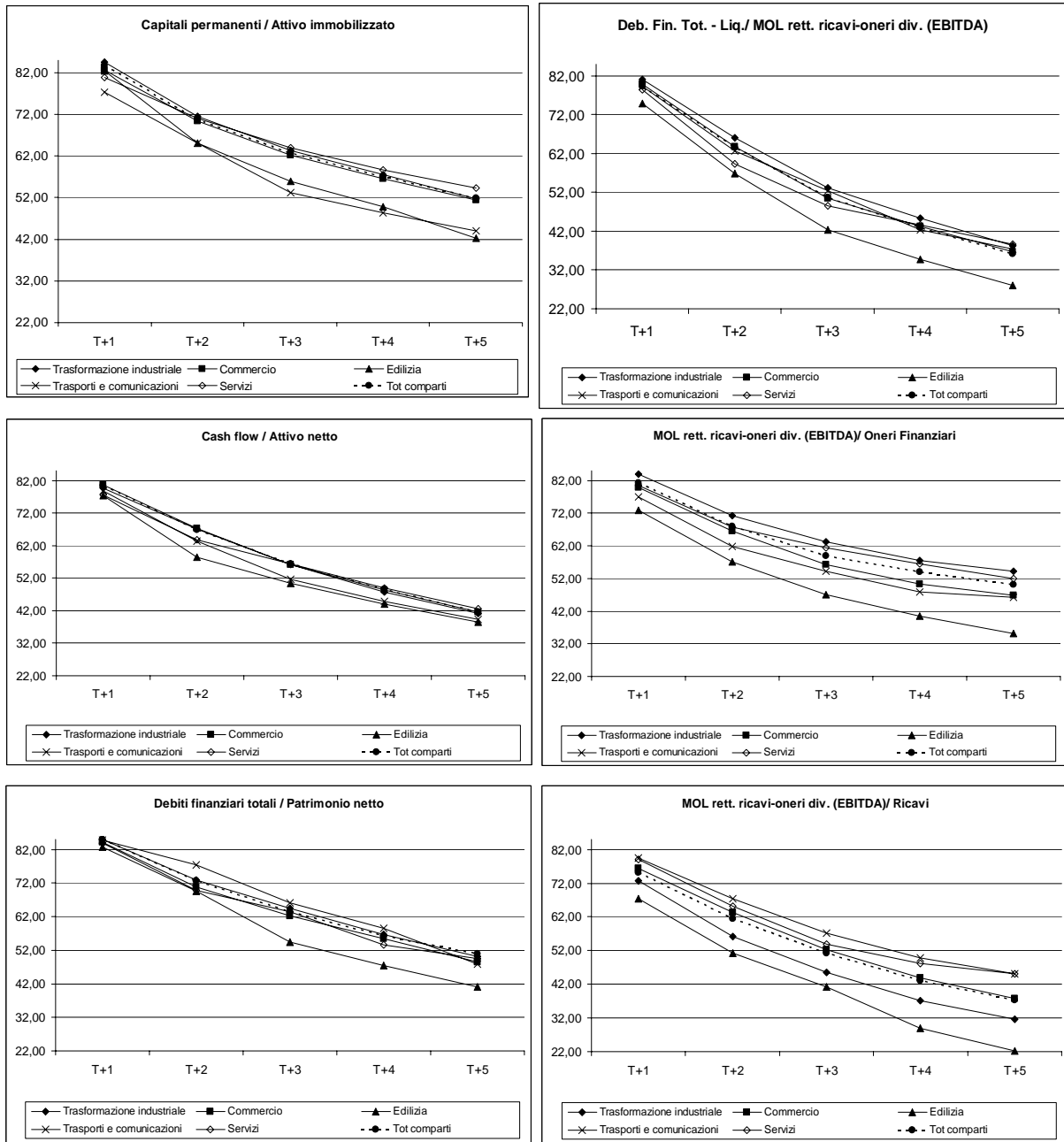
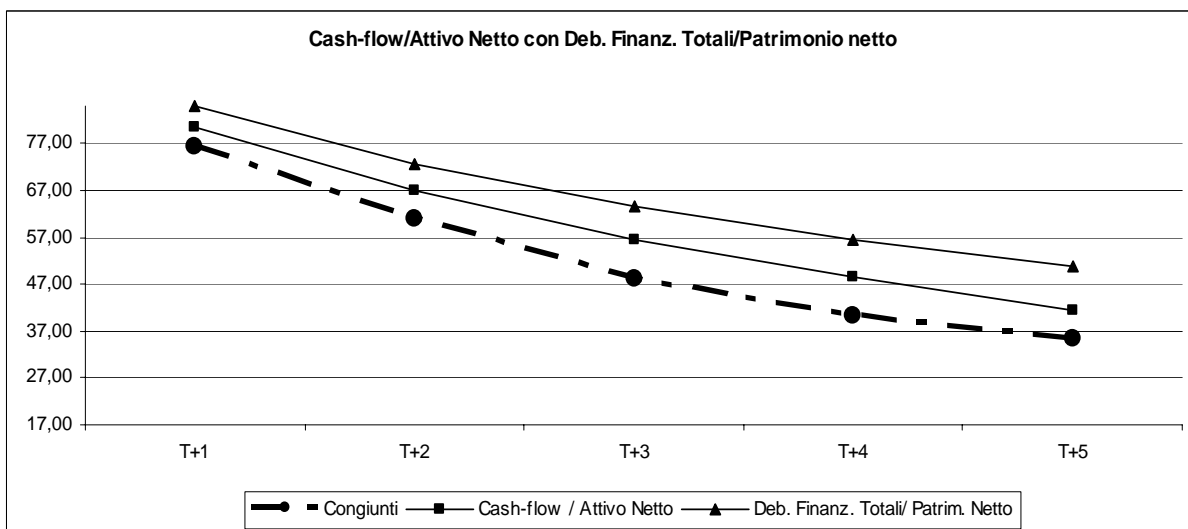
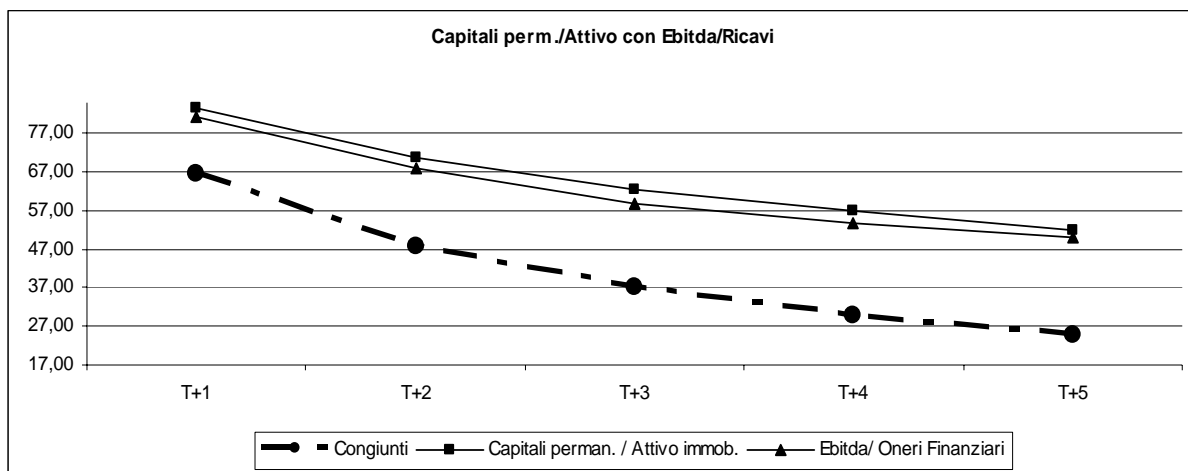


Figura 8 - Probabilità congiunta e semplice di rispetto del covenant di bilancio (per il quarto range di partenza).



Estratto da: UniCredit Banca MedioCredito, Centrale dei Bilanci
“I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine”
Clausole contrattuali e parametri di riferimento settoriale
Manuale 2005
Bancaria Editrice, Roma

I finanziamenti a medio lungo termine alle imprese in Italia: cenni storici e linee evolutive⁽³⁾

In quanto segue proponiamo un'analisi critica sull'evoluzione del credito a medio lungo termine in Italia. Come noto, questa forma di finanziamento nel nostro paese risulta meno sviluppata che nel resto d'Europa: nel 2004, ad esempio, la quota del credito bancario a medio lungo termine alle imprese si attesta intorno al 56% dell'indebitamento totale contro il 69% nell'area dell'euro. Ciò risiede sia in elementi di carattere storico, sia in motivazioni più specifiche al mondo delle imprese.

Nella prima parte del capitolo verrà inquadrata, in una semplificata prospettiva storica, la struttura dei finanziamenti per scadenze delle imprese italiane: quest'ultima è, in larga misura, il riflesso del sistema di relazioni tra banche ed imprese così come si è storicamente determinato in Italia a partire dagli anni trenta. In particolare, la disciplina restrittiva che ha caratterizzato l'offerta di credito a prorata scadenza fino alla liberalizzazione del settore bancario dei primi anni novanta trova origine nella legge bancaria del 1936 e nei provvedimenti ad essa collegati, che sanciscono di fatto la separazione tra credito a breve e a medio lungo, assegnando la funzione di erogazione in esclusiva ad operatori altamente specializzati, con una presenza del settore pubblico estremamente

³ Il capitolo è stato curato da Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa.

rilevante. La profonda innovazione normativa ed istituzionale del mercato del credito, avvenuta nei primi anni novanta ha determinato una progressiva despecializzazione bancaria, con un correlato ridimensionamento del ruolo degli Istituti di Credito Speciale come interlocutori privilegiati nell'erogazione di credito a medio lungo termine al settore produttivo. A tale ridimensionamento non ha sempre corrisposto una maggiore libertà operativa, invece caratterizzante le banche universali. La recente evoluzione del mercato creditizio ed i progressi sul fronte dell'innovazione di prodotto hanno recentemente evidenziato l'importanza di recuperare conoscenze e professionalità specifiche degli operatori specializzati nell'erogazione di credito a prorata scadenza, e di crearne di nuove.

Nella seconda parte del capitolo, ai fini di individuare le ragioni specifiche dello scarso sviluppo del credito a medio lungo termine imputabili alla struttura industriale italiana, verranno analizzate le dinamiche di questo tipo di finanziamenti sia a livello di confronti internazionali, sia nell'evoluzione temporale, avvalendoci di dati e riscontri empirici. Si confermano alcuni fatti noti sulla struttura finanziaria delle imprese italiane: queste risultano mediamente meno capitalizzate e più indebitate, soprattutto nella componente bancaria, rispetto ai principali concorrenti europei; la quota di indebitamento a medio lungo termine risulta, invece, relativamente scarsa. Focalizzandosi sulla dinamica del credito, peraltro, si è registrata negli ultimi anni una crescita significativa degli impieghi bancari a prorata scadenza, che sta portando l'Italia a convergere progressivamente verso valori in linea con quelli europei. L'analisi econometrica che segue permette di tener conto della relativa importanza e dell'effetto congiunto di diversi fattori nella determinazione delle fonti di finanziamento esterno; in particolare, si nota che a parità di altre condizioni, la quota di

indebitamento finanziario a medio lungo sul totale dell'attivo cresce all'aumentare della dimensione d'impresa, dell'attivo fisso utilizzabile come garanzia, del *deficit* finanziario dovuto ad un ammontare insufficiente di autofinanziamento rispetto al piano di investimenti, nonché in presenza di un disallineamento delle scadenze tra attivo e passivo. Le difficoltà di approvvigionamento di fondi a medio lungo termine ed i conseguenti squilibri finanziari delle imprese appaiono, inoltre, legati a sistemi di *governance* caratterizzati da regole non codificate, da una limitata apertura a soci esterni, da meccanismi di controllo scarsamente vincolanti e non sanzionatori, come emerge da un'indagine sulla *corporate governance* condotta presso un campione di 834 imprese clienti di UniCredit Banca d'Impresa.

Nella terza parte del lavoro proponiamo alcune riflessioni conclusive circa l'andamento del credito a medio lungo termine in Italia e la progressiva convergenza verso livelli più vicini agli altri paesi europei. L'evoluzione nell'offerta di finanziamenti a prorata scadenza e le loro modalità di erogazione hanno determinato, almeno all'interno dei gruppi bancari di maggiori dimensioni, una valorizzazione di conoscenze e strutture organizzative, in parte perse e da ricostruire, in parte da sviluppare *ex-novo*. In tale contesto evolutivo sono stati sviluppati alcuni nuovi strumenti finanziari per le PMI come, ad esempio, i c.d. *bond di distretto* realizzati dal gruppo UniCredit nel recente passato.

Come dettagliato meglio nella sezione finale del capitolo, si tratta di operazioni ancora territorialmente circoscritte a poche regioni e, per molti versi, ancora in fase di studio, ma importanti in quanto introducono un elemento di raccordo tra mercato del credito e mercato dei capitali; ciò anche in assenza, per il momento, di un mercato secondario del credito, il cui sviluppo appare difficoltoso proprio per la frammentazione dei rapporti creditizi e per la pervasiva presenza di garanzie

non legate all'attività caratteristica. Secondo un'interpretazione meno favorevole - e questa è la possibile nota critica - il recente incremento nel ricorso al medio lungo termine potrebbe essere il riflesso di una crescente pressione competitiva tra le banche, che spingerebbe ad erogare credito in abbondanza, a tassi relativamente contenuti e senza che sia premiata l'innovazione nelle forme e modalità di erogazione. Ciò potrebbe esporre il settore bancario ad una maggiore vulnerabilità, e le stesse innovazioni finanziarie potrebbero risultare più effimere, qualora l'attuale fase creditizia espansiva a livello internazionale si esaurisse. Gli investimenti informatici ed organizzativi imposti da Basilea II, l'introduzione di nuovi *standard* contabili, il lavoro di monitoraggio degli organi di Vigilanza dovrebbero tuttavia limitare i rischi menzionati, facendo prevalere, alla prova dei fatti, l'interpretazione più ottimista della recente evoluzione dei finanziamenti a medio lungo e dei prodotti innovativi ad essi connessi.

1. Cenni storici

Se lo si guarda da una prospettiva storica, il credito a medio lungo termine ha assunto un ruolo particolare nel quadro legislativo ed economico italiano. Fino alla liberalizzazione del settore bancario, avvenuta in via definitiva nei primi anni novanta con il recepimento della seconda direttiva CEE di coordinamento bancario, il credito a medio lungo termine è stato soggetto ad una disciplina restrittiva, peculiare all'Italia. L'offerta di credito a prorata scadenza era separata da quella di credito ordinario, a breve termine; la funzione di erogazione, a sua volta, era ristretta ad un numero limitato di operatori specializzati. Il medio lungo termine vedeva inoltre una rilevante presenza pubblica. Questa - portatrice, per sua natura, di istanze di politica economica - ha progressivamente condotto verso una

commistione tra l'attività di erogazione creditizia vera e propria e quella di distribuzione di forme di agevolazione pubblica alle imprese. Ripercorriamo in quanto segue alcuni tratti salienti del credito a medio lungo termine in Italia, allo scopo di ricostruirne l'attuale posizione e proporre alcune possibili future evoluzioni.

La separazione tra credito a breve ed a medio lungo è stata per oltre un cinquantennio alla base del sistema bancario italiano; ciò a partire dalla legislazione degli anni trenta che, sia pur non prevedendola esplicitamente, ha di fatto imposto tale separazione. La normativa nasceva dall'esigenza di limitare la commistione tra grandi banche ed industrie: la crisi degli anni trenta originava appunto dalle rilevanti esposizioni delle banche miste nei confronti del sistema industriale, spesso con partecipazioni dirette al capitale delle imprese. Data l'entità della crisi, gli estensori della legge furono portati ad identificare non solo le partecipazioni azionarie, ma anche il credito mobiliare, come forma di immobilizzazione inadatta a istituti di credito che accedevano in modo prevalente al risparmio attraverso i depositi. La visione è efficacemente riassunta nelle parole di uno degli ispiratori della legge bancaria del 1936 - nonché futuro governatore della Banca d'Italia nel secondo dopoguerra - Donato Menichella. Egli argomenta che, se si dovessero autorizzare le banche a concedere crediti a medio lungo termine, *«tanto varrebbe non fermarsi alla forma ed autorizzare non soltanto la concessione di crediti, bensì guardare le cose nella sostanza ed autorizzare addirittura le assunzioni di azioni industriali»*⁴. Alla base della segmentazione per scadenze sta dunque il timore che l'erogazione a medio lungo termine contenga sempre il rischio di trasformarsi in una immobilizzazione e sia quindi da destinarsi

⁴ Menichella, *Documenti*, vol. 1, pag 139.

in via esclusiva ad operatori specializzati, che accedono a forme di finanziamento specifiche, ed in nessun caso si avvalgono dei depositi bancari. Semplificando, la conseguenza di un tale approccio, specialmente in assenza di un mercato dei capitali di dimensioni sufficienti, è duplice.

- a) Innanzitutto, si sviluppa una caratteristica, che resterà tipica dell'Italia, per cui una parte importante del credito a breve termine finisce per rappresentare di fatto un credito a prorata scadenza 'mascherato': ciò attraverso la prassi dei ripetuti e taciti accordi di rinnovo. In alcuni casi, tale sistema viene anche utilizzato per il finanziamento di investimenti con periodi di ammortamento prolungati. Ne parla, per esempio, Mattioli in una relazione della Banca Commerciale degli anni cinquanta: *«Ci siamo trovati di fronte ad interrogativi che riguardano, in definitiva, un imprecisato, ma certo notevolissimo fabbisogno di capitali che, però, le banche di credito ordinario non possono servire. Anzi, esse debbono garantirsi che questo fabbisogno non assorba, nel processo di riattrezzamento delle industrie, anche i fondi erogati, in origine, per effettive necessità commerciali. E compito precipuo ed assiduo delle banche è di vigilare che questo non avvenga, in quanto l'imprenditore può essere portato a procedere a nuovi immobilizzi senza preoccuparsi di rispettare discriminazioni tra le sue fonti di finanziamento, commerciali e finanziarie. Dobbiamo aggiungere che se la fonte di rifornimento è solo quella bancaria ordinaria (o, se non la sola, quella più facilmente accessibile) l'imprenditore può finire con il trovarsi di*

fronte all'alternativa, o di fare con danaro ottenuto per altro scopo, o di non fare...»⁵.

b) L'altro aspetto peculiare del sistema creditizio italiano fino ad anni recenti è la rilevante presenza del comparto pubblico nell'erogazione di finanziamenti a medio lungo termine. Il sistema pubblico è stato nel passato articolato sulla base di Istituti di Credito Speciale - a volte legati alle banche appartenenti al segmento del credito ordinario, altre volte indipendenti - organizzati in ambito settoriale o regionale. In assenza di un mercato dei capitali sufficientemente sviluppato, il sistema dei Mediocrediti e degli Istituti di Credito Speciale viene costruito in modo da riprodurre, secondo una visione centralizzata, i vari ambiti settoriali dell'economia; si intende così garantire che vengano veicolati fondi in maniera efficiente, tali da assicurare ad ogni settore un equilibrato sviluppo economico. A partire dagli anni sessanta, la funzione dei Mediocrediti diventa più complessa: accanto all'erogazione di crediti a medio lungo termine, si accompagna il ruolo di gestione delle agevolazioni pubbliche, connotando quindi i Mediocrediti di una notevole rilevanza sotto l'aspetto di indirizzo nella politica economica, ed in particolare in quella industriale. Si apre la stagione delle grandi agevolazioni che accompagneranno buona parte dello sviluppo economico italiano. Sono gli anni della legge 1329 del 1965, meglio nota come legge Sabatini, dei Fondi Rotativi per la Ricerca e l'Innovazione Tecnologica disciplinati dalla legge 1089 del 1968, dei provvedimenti di riconversione e ristrutturazione industriali culminati nell'articolata legge 675 del 1977. Accanto agli studi sul merito creditizio del prestatore i Mediocrediti

⁵ Citato in Rodano G. (1983), *Il credito all'economia: Raffaele Mattioli alla Banca Commerciale*, R. Ricciardi Editore.

regionali e gli Istituti a medio lungo termine sviluppano forme complementari di analisi basate sulla eligibilità dell'affidato rispetto ai criteri propri dei vari provvedimenti agevolativi, affiancando competenze tecnologiche ed economiche a quelle più propriamente finanziarie. In generale il sistema dei Mediocrediti diviene sempre più strumento di indirizzo del credito da parte del *policy maker* e la componente agevolata cresce, fino a rappresentare oltre la metà del credito erogato senza agevolazioni: a fine degli anni settanta, il credito erogato dagli Istituti di Credito Speciale ammonta al 60% di quello erogato dalle aziende di credito ordinario, per un totale di oltre 60mila miliardi di Lire. Di queste, oltre 20mila miliardi riguardano crediti agevolati⁶. Durante gli anni settanta, peraltro, di fronte alla turbolenza economica che caratterizza il periodo, il sistema manifesta la sua debolezza e gli Istituti di Credito Speciale, sovente chiamati in via diretta a dare supporto a settori industriali in difficoltà, sono soggetti a notevoli pressioni. Non a caso, come si vedrà, la loro capacità di erogazione diminuisce significativamente durante gli anni ottanta, contribuendo ad aumentare la quota di finanziamenti a breve termine nei bilanci delle imprese.

Infine va menzionato l'effetto che tale sistema ha esercitato sulle banche facenti parte del segmento del credito ordinario. Innanzitutto va rilevato che, sia pure in maniera indiretta, le banche ordinarie partecipano all'erogazione di medio lungo termine attraverso il cosiddetto sistema della doppia intermediazione⁷, attraverso

⁶ Pontolillo V. (1980), *Il sistema di credito speciale in Italia*, Il Mulino.

⁷ L'apporto di fondi di aziende di credito agli istituti di credito mobiliare, in prima battuta limitato, cresce significativamente durante gli anni settanta, anche grazie alle limitazioni amministrative imposte dalla

cui divengono una delle principali fonti di finanziamento per i Mediocrediti acquistandone le obbligazioni emesse.

Allo stesso tempo, ed è questa forse una delle eredità storiche più pesanti, le banche specializzate nel credito ordinario non sviluppano in casa sistemi di analisi creditizia utili per l'erogazione di credito a medio lungo termine basati sulle prospettive d'impresa nel periodo lungo, sui suoi piani di sviluppo, sulle dinamiche settoriali e su aspetti qualitativi quali la struttura organizzativa o le capacità del *management*. L'effetto combinato della mancanza di una strumentazione basata sui sopraccitati elementi e la tradizionale opacità dei bilanci societari ha fatto sì che le forme di erogazione di credito ordinario venute a prevalere sono quelle di carattere patrimoniale ed assicurativo: *patrimoniale* nel senso che la capacità di rimborso è commisurata in larga parte agli *asset* disponibili da parte dell'affidato, con un ampio ricorso a forme di garanzie reali o personali; *assicurativo* nel senso che, attraverso il c.d. multiaffidamento, le banche tendono a ripartire il rischio tra loro con ridotte esposizioni verso un ampio numero di controparti. Questi due fattori costituiscono la peculiarità del sistema creditizio italiano, che non trova utili riferimenti né in un sistema "alla tedesca", dove le banche servono le imprese a tutto campo, con un forte coinvolgimento nella *governance* e nelle partecipazioni societarie, né in un sistema anglosassone, in cui l'erogazione di finanziamenti a medio lungo termine viene condotta, in larga parte, senza l'intermediazione bancaria, bensì attraverso il mercato finanziario.

Nei primi anni novanta si conclude un profondo processo di innovazione istituzionale del mercato del credito avvenuto a partire dal decennio precedente.

Banca d'Italia, quali il vincolo di portafoglio, salendo tra il 1972 ed il 1979 dal 39% degli impieghi degli istituti all'80%. Pontolillo, cit., pag. 43.

Le riforme - tra le quali spicca naturalmente il Testo Unico bancario del 1993 - implicano numerose modifiche del sistema precedente: despecializzazione bancaria, inclusa un'evoluzione normativa che elimina la separazione tra credito a lungo ed a breve termine. Sulla scia delle indicazioni che provengono dalla normativa europea, si introduce la banca universale: la distinzione tra banca di credito ordinario e Istituti di Credito Speciale viene a scomparire; ogni banca che osservi le regolamentazioni dell'Autorità di Vigilanza può operare liberamente lungo tutte le scadenze. Ai progressi normativi, si associa poi un rapido processo di consolidamento che spinge verso la formazione di istituti di credito di maggiore dimensione. Si conferma in questo periodo la progressiva perdita di ruolo degli Istituti di Credito Speciale come interlocutori privilegiati nell'erogazione di credito a medio lungo termine alle imprese; ne diminuisce significativamente il numero e molti di essi saranno assorbiti da banche di credito ordinario di maggiori dimensioni. Il numero di Istituti di Credito Speciale inclusi i Mediocrediti che risultavano circa 45 nel 1950, raggiungevano gli 85 a fine anni settanta ed i 90 alla fine degli anni novanta. Solo pochi anni dopo, nel 1995, il numero si riduceva a 36, di cui 18 appartenenti a gruppi creditizi che fanno capo ad una banca con raccolta a breve termine⁸. Ad oggi il numero di ex Istituti di Credito Speciale e Mediocrediti ancora operanti autonomamente, ancorchè appartenenti a gruppi bancari, non raggiunge la decina.

Alla base della c.d. despecializzazione bancaria vi è quindi l'idea di un sistema creditizio basato sulla concorrenza, in cui le scelte strategiche di operare su determinate linee creditizie vengono demandate alle singole banche, che le

⁸ Desario V. (1995), *Dalla legge bancaria del 1936 al testo unico: profili operativi*, in Atti del Convegno: Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: esperienze e prospettive, ABI, Roma.

attuano sulla base di criteri di efficienza ed efficacia. Lungo questa linea interpretativa, il processo di riforma sposa l'idea che la relazione tra banca ed impresa possa essere allargata ad una gamma più ampia di servizi: oltre al credito - inteso ormai in tutta la sua valenza temporale - anche servizi non direttamente bancari quali il *factoring* ed il *leasing* o servizi di supporto all'accesso al mercato dei capitali, arrivando fino alla possibilità di assumere partecipazioni nel capitale delle imprese. Sulle cause e conseguenze della riforma, ed in particolare della eliminazione della specializzazione per scadenze, possono dunque essere fatte varie considerazioni:

- a) L'evoluzione della vigilanza, l'imposizione di criteri minimi di capitalizzazione, la creazione di un mercato efficiente di obbligazioni bancarie rappresentano innovazioni, a fronte delle quali dovrebbe venire meno la necessità di imporre restrizioni operative così stringenti; l'accesso a fonti esterne, attraverso un mercato obbligazionario efficiente, permette alle banche di rispettare efficacemente le regole e le limitazioni sulla trasformazione delle scadenze.
- b) La crescente sofisticazione dei sistemi di gestione ed analisi dei dati dovrebbe aver migliorato la capacità delle banche di misurare accuratamente il merito creditizio: ciò dovrebbe permettere di impostare l'erogazione di credito su una valutazione prospettica del *pledgeable income*, cioè sulle prospettive reddituali dell'impresa, data la dimensione, il settore di appartenenza, la sua storia e le sue opzioni strategiche; dovrebbe via via diminuire perciò la necessità di un ricorso a garanzie reali o personali a supporto del credito. In particolare dovrebbe venire meno il ricorso diffuso alle garanzie personali che, per loro natura, nella maggior parte dei casi, si

associano al credito a breve termine. Della necessità da parte delle banche di dotarsi di strutture organizzative e professionalità coerenti con l'evoluzione del sistema ne parlava già dieci anni fa il direttore generale della Banca d'Italia Desario: «la banca universale pone l'esigenza di un affinamento delle procedure di concessione delle diverse forme di credito e richiede qualificate professionalità per una valutazione prospettica degli investimenti di lungo periodo e quindi per sviluppare un approccio efficace e integrato alla finanza d'impresa. Gli schemi d'analisi dovranno maggiormente fondarsi su fattori di natura qualitativa individuabili nelle capacità del management, nel posizionamento strategico, nell'assetto proprietario, nelle prospettive dei mercati di fornitura e sbocco, nella corretta valutazione degli effetti derivanti dai mutamenti del quadro macroeconomico ovvero dall'andamento di singoli settori economici. E' una esigenza particolarmente avvertita»⁹.

- c) Le riforme del sistema creditizio avvengono in parallelo con il rafforzamento del mercato finanziario, a seguito di interventi legislativi quali la legge cosiddetta Eurosim e, nel 1998, il Testo Unico della Finanza. La connessione è chiara: un sistema bancario più aperto dovrebbe subire pressioni competitive non solo da altre banche, ma anche dalla finanza, assecondando l'ormai consolidata evoluzione verso la minore intermediazione dei flussi finanziari. Il ricorso al mercato - sia in via diretta, attraverso emissioni obbligazionarie da parte delle imprese, sia in via indiretta, attraverso la cartolarizzazione, o lo sviluppo di un mercato secondario degli attivi bancari

⁹ Desario, cit., pag. 36.

- dovrebbe nel contempo condurre ad una maggiore efficienza allocativa e dare maggiore flessibilità di gestione alle banche.

In realtà, quanto preventivato dai promotori delle riforme avviene solo in parte. L'impressione, dopo le riforme istituzionali dei primi anni novanta ed il profondo processo di ristrutturazione bancaria, è che gli Istituti di Credito Speciale - come si è detto in larga parte riassorbiti dalle banche ordinarie - perdono almeno in parte la loro peculiarità. Il tema di quanto segue è proprio quello di porre l'attenzione sulla necessità, invece, di una valorizzazione delle conoscenze e professionalità proprie dell'erogazione di credito a prorata scadenza. Ciò alla luce, si vedrà, sia del fatto che le imprese italiane sono, da questo punto di vista, deficitarie rispetto ai principali paesi europei, sia perché il credito a medio lungo termine è cresciuto in maniera significativa negli ultimi anni. E' importante che tale crescita sia accompagnata da una maturazione nella modalità di erogazione.

Dal punto di vista dell'offerta, va aggiunto che la risposta a tali esigenze non può prescindere da una rimodulazione del rapporto banca-impresa. In particolare, prerequisiti essenziali sono una maggiore trasparenza nella comunicazione al mercato delle informazioni di bilancio ed il conseguente rafforzamento del contenuto transazionale, basato cioè su informazioni pubbliche e codificate, nella relazione banca-impresa. La presenza di informazioni codificate risulta, infatti, indispensabile per la realizzazione e per un corretto utilizzo dei sistemi di *rating*, nonché per implementare meccanismi trasparenti di monitoraggio e gestione dell'affidamento ai fini della tutela del finanziatore, soprattutto in presenza di impegni finanziari protratti nel tempo. Alla luce di queste nuove esigenze, domanda e offerta si possono, dunque, utilmente incontrare solo se vi sono

sufficienti elementi di trasparenza: si pensi, tra l'altro, alla necessità di essere dotati di sistemi di *rating* in ottica Basilea II, di poter efficacemente utilizzare *covenants* opportunamente disegnati e monitorati, all'importanza di un generalizzato rafforzamento delle regole di *corporate governance*. Va in questa direzione anche il recepimento delle regole contabili definite dagli *standard IAS*, che dovrebbero permettere una più corretta valorizzazione degli attivi aziendali.

2. La struttura dell'indebitamento per scadenze delle imprese italiane

2.1 Il confronto internazionale

Alcuni tratti distintivi della struttura finanziaria delle imprese italiane emergono chiaramente confrontando i dati d'impresa dei principali paesi europei. Tali elementi sono in larga misura il riflesso del sistema di relazioni tra banche e imprese così come si è sviluppato nel nostro paese.

In sintesi, le imprese italiane, rispetto ai principali paesi europei, sono caratterizzate da:

- ✓ un eccesso di indebitamento rispetto al patrimonio;
- ✓ una quota elevata di indebitamento di natura bancaria rispetto ad altre forme di indebitamento;
- ✓ una relativa scarsità di indebitamento a medio lungo termine (sia per la totalità del debito, sia per quello specificamente bancario).

Nel proseguo di questo capitolo ci concentriamo soprattutto sul terzo elemento, ovvero sull'evoluzione e sulle determinanti dell'indebitamento a medio lungo termine nel settore *corporate* in Italia.

Come si evince dal confronto internazionale su dati di bilancio aggregati per il settore manifatturiero¹⁰ (si veda tabella 1), la quota di debiti finanziari a medio lungo termine sul totale dei debiti è significativamente più bassa per l'Italia: nel 2002 si attesta intorno ad un terzo nel nostro paese contro ben oltre la metà per gli altri paesi considerati (con una punta del 75% per la Francia). Risultati analoghi si osservano limitando l'analisi ai soli debiti bancari.

¹⁰ I dati utilizzati sono di fonte BACH – *Bank for the Accounts of Companies Harmonised*. La banca dati BACH fornisce informazioni confrontabili sui bilanci delle imprese non finanziarie relativi a 13 nazioni (Germania, Finlandia, Francia, Italia, Spagna, Belgio, Olanda, Portogallo, Austria, Danimarca, Svezia, Stati Uniti e Giappone). L'archivio BACH è frutto di una stretta collaborazione tra la Commissione Europea (Direzione Generale degli Affari Economici e Finanziari - DGII) e i membri del Comitato Europeo delle Centrali dei Bilanci (ECCB) che fornisce alla commissione i dati aggregati. I dati sono aggregati secondo l'attività economica (classificazione NACE) e la dimensione di impresa (fatturato) sulla base di uno schema contabile omogeneo ispirato alla IV direttiva CEE.

Tabella 1: Struttura dello stato patrimoniale e profittabilità delle imprese manifatturiere in Italia, Francia, Germania e Spagna

Italia				
	1987	1992	1997	2002
<i>In % del totale attivo</i>				
Attivo corrente	70.3	64.0	65.0	62.4
Attivo immobilizzato	28.5	34.8	34.2	36.8
Debiti finanziari totali	29.5	33.6	30.8	29.7
Debiti a ml termine totali	18.3	18.2	16.6	15.4
- di cui bancari	7.9	8.1	6.9	6.6
Patrimonio netto	29.0	26.5	27.9	30.2
Debiti fin. a ml termine/debiti finanziari	39.6	35.4	33.8	35.0
Debiti bancari a ml termine/debiti bancari	34.1	32.0	32.4	34.1
Francia				
	1987	1992	1997	2002
<i>In % del totale attivo</i>				
Attivo corrente	68.3	60.4	62.1	61.9
Attivo immobilizzato	30.4	38.8	36.9	37.0
Debiti finanziari totali	27.4	24.5	21.5	18.8
Debiti a ml termine totali	21.3	19.7	17.2	15.0
- di cui bancari	9.0	5.9	4.2	4.8
Patrimonio netto	25.8	34.9	37.9	35.9
Debiti fin. a ml termine/debiti finanziari	73.7	76.1	75.7	74.5
Debiti bancari a ml termine/debiti bancari	58.2	55.5	54.1	61.2
Spagna				
	1987	1992	1997	2002
<i>In % del totale attivo</i>				
Attivo corrente	58.1	52.3	52.8	48.1
Attivo immobilizzato	40.2	47.3	46.9	51.7
Debiti finanziari totali	30.7	30.5	18.9	27.3
Debiti a ml termine totali	14.8	17.5	10.9	16.2
- di cui bancari	8.4	7.9	4.8	5.5
Patrimonio netto	38.5	36.3	45.4	42.0
Debiti fin. a ml termine/debiti finanziari	47.9	42.5	41.0	56.1
Debiti bancari a ml termine/debiti bancari	35.8	36.6	41.2	45.9
Germania				
	1987	1992	1997	2001
<i>In % del totale attivo</i>				
Attivo corrente	63.0	57.1	56.4	50.3
Attivo immobilizzato	36.7	42.6	43.3	49.3
Debiti finanziari totali	7.9	8.8	6.8	6.9
Debiti a ml termine totali	23.1	21.8	20.9	19.6
- di cui bancari	4.2	3.8	2.7	2.6
Patrimonio netto	30.2	29.7	32.2	32.6
Debiti fin. a ml termine/debiti finanziari	56.1	45.9	42.8	55.9
Debiti bancari a ml termine/debiti bancari	54.7	44.2	41.3	45.9

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Commissione Europea - BACH

Se si guarda allo stato patrimoniale, la prevalenza di debiti a breve termine nel caso italiano riflette la struttura dell'attivo, ovvero non sembra esserci uno squilibrio nella struttura dell'indebitamento per scadenze delle imprese: un livello relativamente basso di attivo immobilizzato viene finanziato, infatti, con una quota limitata di capitale permanente (indebitamento a medio lungo termine e patrimonio). Nel 2002, ad esempio, a fronte di immobilizzazioni sul totale attivo pari al 36,8%, i finanziamenti a medio lungo termine (incluso il patrimonio) si attestano al 45,6%.

Negli altri paesi le imprese sono in media caratterizzate, almeno nel manifatturiero, da maggior patrimonializzazione ed esposizione a medio lungo termine: a ciò si associa, generalmente, una struttura dell'attivo relativamente più rigida, ovvero con un grado di attivo immobilizzato relativamente più elevato. Sempre a titolo di esempio e per confronto, nel 2002 in Spagna la quota sul totale attivo del capitale permanente (circa 58,2%, di cui il 42% di patrimonio) copre un livello di attivo immobilizzato pari a 51,7%, quasi 15 punti percentuali in più rispetto all'Italia.

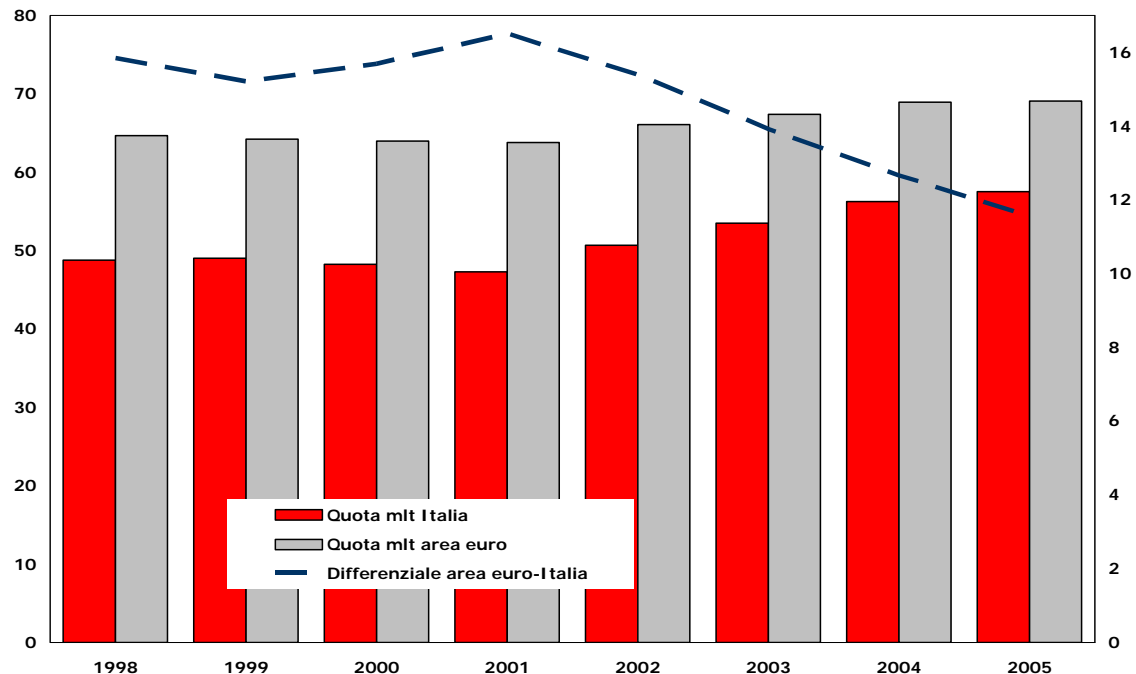
Considerando un orizzonte temporale più ampio e guardando solo all'Italia, per cui abbiamo a disposizione serie storiche più lunghe, vale la pena osservare che la quota di debiti finanziari a medio lungo termine era all'inizio degli anni ottanta decisamente più elevata: sempre sulla base dei dati di bilancio delle imprese manifatturiere, si attestava infatti intorno al 47,2% nel 1982. Il livello di indebitamento a prorata scadenza è progressivamente sceso fino a metà del decennio scorso (nel 1993 si colloca intorno al 30%), per poi riprendere gradualmente a salire.

Tale tendenza si è decisamente accentuata negli ultimi tre anni, grazie, in particolare, ad una crescita significativa degli impieghi bancari a medio lungo termine, che sta portando l'Italia a convergere progressivamente verso valori in linea con quelli europei. Per evidenziare tale fenomeno è necessario fare riferimento alle statistiche aggregate raccolte dalla Banca d'Italia e dalla Banca Centrale Europea sui conti delle società non finanziarie¹¹: il differenziale tra la quota di indebitamento a medio lungo termine nell'area dell'euro ed in Italia si è

¹¹ Tali statistiche di carattere macroeconomico e non basate sui bilanci delle imprese consentono un confronto internazionale con riferimento a periodi molto recenti.

progressivamente ristretto, passando dal 16,5% in media d'anno nel 2001 all'11,6% del primo trimestre 2005 (si veda grafico 1).

Grafico 1: Quote finanziamenti a medio lungo termine: Italia vs area dell'euro (medie annue)



Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Banca d'Italia e BCE

Nota: per il 2005 è riportato il dato del primo trimestre

2.2 Un'analisi sui dati di bilancio

Dal confronto internazionale emerge quindi che le imprese italiane risultano mediamente più indebitate di quelle degli altri paesi europei e fanno un minor ricorso al debito a medio lungo termine. In questa sezione cerchiamo di indagare se alcune caratteristiche tipiche delle imprese italiane (limitata dimensione, grado di rischiosità associato anche al prevalente sistema di relazioni tra banca e impresa, specializzazione settoriale ecc.) possono, almeno in parte, spiegarne le scelte di finanziamento. Alcune indicazioni possono essere tratte da un'analisi di dati di bilancio individuali. Il campione d'impresе utilizzato è estratto dalla Centrale dei

Bilanci (inclusa la base dati Cerved) con riferimento all'anno 2003; in particolare, si considerano, tra gli altri criteri di selezione¹², solo le imprese appartenenti al settore delle società non finanziarie con debiti finanziari e valore della produzione positivi. L'aggregato risultante è composto da 217.651 società non finanziarie¹³. Di queste l'85% circa sono piccole imprese (fatturato inferiore a 5 milioni di euro)¹⁴.

Da una prima analisi sulla generalità delle imprese, si confermano anche per il 2003 alcuni dei fatti stilizzati emersi su un orizzonte temporale più ampio e nel confronto internazionale (si veda tabella 2).

Tabella 2: Distribuzione di alcuni indicatori di indebitamento

Valori %	Media	Mediana	Deviazione standard	Primo quartile	Terzo quartile
Debiti totali/Totale attivo	88.49	88.97	118.25	75.40	96.26
Debiti finanziari/Totale Attivo	35.25	29.49	92.80	13.40	48.60
Deb. totali a ml termine/Debiti totali	20.35	11.67	23.29	2.20	30.53
Deb. fin. a ml termine/Debiti totali	12.89	0.00	21.31	0.00	17.95
Deb. fin. a ml termine/Deb. fin. totali	27.58	0.00	36.41	0.00	54.32
Deb. bancari a ml termine/Deb. fin. totali	16.35	0.00	29.14	0.00	21.82
Deb. bancari a ml termine/Deb. bancari totali	22.14	0.00	34.15	0.00	38.78

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Centrale dei Bilanci

¹² Il campione è stato estratto utilizzando i seguenti criteri di selezione: 1) solo bilanci IV Direttiva CEE ordinari; 2) bilanci su cui sono stati fatti controlli di quadratura ed in fase di riclassificazione; 3) bilanci 'verificati' in cui sono presenti eventualmente solo marginali errori di riclassificazione; 4) bilanci di esercizio e di fonte Cerved; 5) struttura di bilancio: sono escluse immobiliari, finanziarie, *factoring*, *holding*, *leasing*; 6) debiti finanziari maggiori di zero; 7) valore della produzione maggiore di zero.

¹³ Sono escluse le imprese appartenenti ai settori ATECO J-K (attività finanziarie, immobiliari, noleggio, informatica, ricerca servizi alle imprese) e L-Q (amministrazione pubblica, istruzione, sanità, altri servizi pubblici).

¹⁴ Dal punto di vista della distribuzione settoriale, l'industria comprende il 33,4% del campione, le costruzioni il 15,1%, i servizi destinabili alla vendita (commercio, riparazioni, alberghi, pubblici esercizi, trasporti e telecomunicazioni) il 41,2%, l'agricoltura il 2,2%; per circa il 10% delle imprese campionate manca l'informazione settoriale.

In particolare, il totale attivo delle imprese risulta, in media, finanziato quasi per il 90% dal totale dei debiti (da quelli commerciali, ai finanziari, al fondo trattamento fine rapporto - TFR - fino ai debiti diversi); solo poco più del 35% è coperto da debiti di natura finanziaria.

Relativamente alla struttura per scadenze - tema di nostro interesse:

- a) su debiti totali, l'indebitamento a medio lungo termine è pari al 20%.
Risultano rilevanti anche forme di finanziamento a medio lungo termine alternative quali ad esempio il TFR, pari circa al 4,2% del totale dei debiti;
- b) sul totale dei debiti finanziari, il 28% circa sono a medio lungo termine di cui poco più della metà di natura bancaria;
- c) sui soli debiti bancari, infine, il medio lungo termine rappresenta circa un quinto.

Guardare solo ai dati medi può però condurre a conclusioni fuorvianti: gli indicatori che misurano la quota di debiti finanziari a medio lungo termine sui debiti totali o sui debiti finanziari evidenziano, infatti, una forte differenza tra media e mediana, il che è indicativo di una distribuzione asimmetrica¹⁵. Ciò risulta particolarmente rilevante, ad esempio, se si considera il rapporto tra le scadenze dell'attivo e del passivo. Per provare a misurare l'eventuale grado di sbilanciamento tra attivo e passivo, abbiamo costruito un indicatore pari alla differenza tra capitali permanenti e attivo immobilizzato, rapportata al totale attivo per tener conto della dimensione¹⁶. In effetti, il valore medio dell'indicatore risulta positivo e pari a circa l'1,3% (addirittura il 9% se non si considerano le imprese più piccole -

¹⁵ La presenza di una percentuale consistente di imprese con una quota di debiti finanziari a medio lungo termine pari a zero (circa il 50% del campione) rafforza l'evidenza sopra riportata.

¹⁶ Un valore negativo di tale indicatore segnala un pesante squilibrio nella struttura per scadenze dell'attivo e del passivo, ovvero che le attività immobilizzate vengono finanziate con passività a breve termine. Un valore uguale a zero o positivo indica una struttura bilanciata; laddove tuttavia l'indicatore risultasse molto positivo potrebbe comunque emergere un elemento di rigidità della struttura per scadenze.

fatturato inferiore a 5 mln di euro), a riflesso di una struttura per scadenze apparentemente bilanciata. Tuttavia, anche in questo caso la distribuzione appare fortemente asimmetrica, con ben il 40,2% delle imprese che presentano un valore negativo dell'indicatore (ovvero che finanziano attività immobilizzate con passività a breve termine)¹⁷. Una lettura al di là dei valori medi ci fornisce dunque un'impressione ben diversa sul grado di bilanciamento tra attivo e passivo e suggerisce che l'incremento di impieghi a medio lungo termine verificatosi negli ultimi due anni possa essere dovuto anche alle necessità di riequilibrio della struttura di bilancio da parte delle imprese italiane.

Al di là delle considerazioni sulla generalità del campione, disaggregando i dati per dimensione (si veda tabella 3) e per classi di rischiosità (si veda tabella 4) emerge che:

- a) le imprese di più piccola dimensione sono maggiormente indebitate rispetto a quelle più grandi;
- b) esiste una correlazione positiva tra indebitamento a medio lungo termine e dimensione di impresa;
- c) le imprese più rischiose risultano mediamente più indebitate, ma relativamente meno esposte a medio lungo termine.

¹⁷ Solo per il 9,2% del campione, inoltre, l'indicatore si attesta tra zero (perfetto equilibrio) e la mediana del campione, a riflesso di una situazione veramente equilibrata e flessibile (si veda nota precedente).

Tabella 3: Distribuzione di alcuni indicatori di indebitamento per dimensione

Valori %	Fatturato (€mln)	Media	Mediana	Deviazione standard	Primo quartile	Terzo quartile
Debiti totali/Totale attivo	<5	89.93	89.93	126.17	76.40	96.71
	5-25	81.21	84.40	63.07	71.99	92.94
	25-50	78.55	82.63	17.22	69.58	91.17
	50-200	77.64	81.43	18.00	68.77	90.40
	>200	75.11	77.62	18.28	63.56	89.65
Deb. totali a ml termine /Debiti totali	<5	20.76	11.11	24.34	1.68	31.87
	5-25	17.68	13.44	15.90	5.33	25.75
	25-50	18.98	14.99	16.41	6.27	27.46
	50-200	20.02	15.63	17.50	6.32	28.62
	>200	23.55	17.76	19.88	8.54	33.95
Deb. fin. a ml termine/Deb. fin. totali	<5	27.80	0.00	37.36	0.00	56.96
	5-25	26.16	13.71	30.81	0.00	45.03
	25-50	26.65	16.83	29.79	0.00	44.01
	50-200	27.28	16.81	30.14	0.00	47.92
	>200	30.47	18.84	33.14	0.00	56.89
Deb. bancari a ml termine/Deb. bancari totali	<5	22.11	0.00	34.99	0.00	39.16
	5-25	21.66	4.32	29.42	0.00	36.50
	25-50	23.15	10.55	28.67	0.00	38.40
	50-200	25.77	13.81	30.00	0.00	45.24
	>200	32.44	21.53	33.11	0.00	60.61

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Centrale dei Bilanci

A fine 2003, il rapporto tra debiti totali sul totale attivo risulta mediamente pari a circa il 90% per le imprese con fatturato fino a 5 milioni di euro contro l'81,2% per quelle con fatturato compreso tra 5 e 25 milioni di euro. Tale rapporto scende sotto l'80% per le imprese con fatturati superiori, attestandosi intorno al 75% per le aziende grandissime (più di 200 milioni di euro).

Le imprese più piccole sono, tuttavia, generalmente caratterizzate da una quota più bassa di debito a medio lungo termine, come si evince dalle mediane delle varie distribuzioni¹⁸. Si noti, infine, che la correlazione positiva tra scadenze del debito e dimensione di impresa risulta molto significativa per il sottoinsieme dei debiti bancari: la quota a medio lungo termine di questi ultimi si attesta, in media, intorno al 32% per le imprese grandissime, dieci punti percentuali in più rispetto

¹⁸ Tale evidenza è confermata anche dalle medie degli indicatori, se si esclude la fascia delle imprese piccolissime. Per le imprese sotto i 5 mln di euro la quota media di indebitamento a medio lungo è simile o addirittura leggermente superiore a quella delle fasce di fatturato maggiori. Va detto, però, che è più difficile trarre delle evidenze conclusive in relazione alle imprese piccolissime: in particolare sono molte numerose le aziende che non presentano debiti finanziari e bancari a medio lungo termine (rispettivamente il 53% ed il 63%). Ciò rende la distribuzione decisamente asimmetrica con valori del primo quartile e della mediana pari a zero.

alle imprese al di sotto dei 25 milioni di euro di fatturato. A parità di altre condizioni, ciò potrebbe suggerire anche che vi sia una maggiore difficoltà di accesso all'indebitamento bancario a medio lungo per le imprese di dimensione più limitata: ciò potrebbe dipendere, per esempio, dal fatto che queste sono meno in grado di fornire garanzie circa la capacità di restituzione del debito a prorata scadenza.

Esplorando i dati di bilancio secondo criteri basati sulla rischiosità delle imprese¹⁹ (si veda tabella 4), il livello di debito finanziario rapportato al totale dell'attivo cresce dal 15-17% circa per le imprese ampiamente solvibili fino al 38-44% per le imprese più vulnerabili (con punte del 74,5% per la classe di rating Ce.Bi. 9, la più rischiosa). Il rapporto tra debiti finanziari a medio lungo termine e debiti finanziari totali, invece, tende a diminuire all'aumentare della rischiosità percepita²⁰. In sostanza, al deteriorarsi del merito di credito delle imprese, il livello di indebitamento a prorata scadenza tende a ridursi se confrontato con il totale dei debiti finanziari. Tale relazione sembra anche più significativa se si guarda il sottoinsieme dei soli debiti bancari. Da questi dati emergerebbe quindi una preoccupazione sul profilo di liquidità delle imprese più rischiose. Infatti, in teoria, un maggior *stock* di debito dovrebbe essere accompagnato da un relativo aumento della durata media della scadenza del debito stesso in modo da ridurre quanto più possibile i rischi di rifinanziamento.

19 A tal fine si è fatto ricorso al sistema di diagnosi delle insolvenze aziendali della Centrale dei Bilanci, che consente di classificare in nove classi di rischiosità crescente le imprese, sulla base della prossimità del loro profilo economico-finanziario a quello delle imprese insolventi (CB-Score).

²⁰ Rimane, naturalmente, positiva la correlazione tra la quota di debiti finanziari a medio lungo sul totale attivo e le classi di *rating*.

Tabella 4: Media di alcuni indicatori di indebitamento per rischiosità (valori %)

Rating CB-Score		Deb. fin. totali/Totale attivo	Deb. fin. ml termine/Totale attivo	Deb. fin. ml termine/Deb. fin. totali	Deb banc. ml termine/Deb. fin. totali	Deb banc. ml termine/Deb. banc. totali
n.d.		44.23	16.99	30.95	17.25	27.50
1	ampia solvibilità	15.28	5.55	30.16	15.85	24.43
2		17.79	6.51	31.39	17.69	25.48
3	solvibilità	20.82	7.41	30.42	17.41	24.21
4		25.67	9.17	29.84	17.25	23.42
5	vulnerabilità	31.43	10.59	27.87	16.47	22.04
6		38.33	13.60	28.55	18.09	23.17
7		39.29	11.26	24.30	15.71	20.07
8	rischio	44.01	13.69	24.44	13.81	18.81
9		74.46	18.51	20.85	11.19	15.24
Totale		35.25	11.47	27.58	16.35	22.14

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Centrale dei Bilanci

2.3 Le determinanti dei finanziamenti a medio lungo termine

Differenze nella dimensione delle imprese e/o nella loro rischiosità contribuiscono a spiegare la struttura di indebitamento a protratta scadenza delle imprese italiane. Tali elementi potrebbero, tuttavia, non essere sufficienti, di per sé, a definire le scelte tra fonti alternative di finanziamento. Vi è, infatti, un'ampia letteratura che discute le possibili determinanti della struttura finanziaria delle imprese, del loro grado di indebitamento e delle scadenze dello stesso. In estrema sintesi, oltre alle caratteristiche anagrafiche delle imprese²¹, tra i principali fattori sottostanti le scelte di finanziamento ed, in particolare, il ricorso al medio lungo termine si possono individuare²²:

1) I costi-opportunità tra diverse fonti di finanziamento. La presenza di asimmetrie informative tra imprenditori, *manager* e finanziatori esterni implica una gerarchia

²¹ Oltre alla dimensione ed al grado di rischiosità, contribuiscono a spiegare la struttura finanziaria anche altre caratteristiche anagrafiche delle imprese, tra cui il settore di appartenenza, l'area geografica di residenza, l'età dell'impresa stessa ecc. In relazione a questi elementi, pur importanti, le statistiche descrittive sul campione selezionato evidenziano però correlazioni più deboli con la struttura per scadenze del debito, rispetto alla dimensione e al *rating*.

²² Per una discussione più approfondita sul tema si rimanda all'approfondimento *La struttura finanziaria delle imprese: fatti stilizzati e determinanti* in Scenari Economici I/2004 a cura di Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa.

tra le fonti di finanziamento, legata a diversi costi di accesso alle stesse a seconda del grado di asimmetria presente. Al fine di minimizzare tali costi, in linea di massima alle imprese dovrebbe convenire ricorrere in primo luogo all'autofinanziamento, quindi al debito e per ultimo al capitale di rischio²³. D'altra parte, l'esistenza di asimmetrie informative, insieme ad altri fattori, quali ad esempio il rischio di fallimento e le connesse problematicità del processo di liquidazione, contribuiscono a definire e mantenere una struttura finanziaria ritenuta ottimale, con la presenza di un *mix* di fonti di finanziamento alternative²⁴.

2) Trattamento fiscale delle diverse fonti di finanziamento: la deducibilità o meno degli interessi passivi contribuisce a rendere più o meno conveniente il ricorso all'indebitamento, rispetto ad altre forme di finanziamento²⁵.

3) Fattori di carattere reale: le decisioni circa il piano di investimenti da parte delle imprese e le relative scelte di finanziamento sono strettamente connessi. Un'attività che richiede investimenti a medio lungo termine potrebbe spingere l'impresa a prediligere forme di finanziamento a prorata scadenza; d'altra parte, eventuali restrizioni dal lato dell'offerta possono influire sulle scelte di allocazione delle risorse da parte delle imprese²⁶. Per completezza va detto che, in alcuni casi, anche in assenza di elementi di razionamento del credito, alcune imprese (soprattutto se caratterizzate da merito di credito migliore) potrebbero scegliere di finanziare con passività a breve investimenti a lungo termine, scommettendo sul

²³ L'ipotesi che esista una gerarchia di questo tipo tra fonti di finanziamento diverse costituisce l'elemento centrale della cosiddetta *pecking order theory*, uno dei modelli teorici di riferimento per la spiegazione della struttura finanziaria delle imprese.

²⁴ L'esistenza di una struttura finanziaria ottimale è, invece, il presupposto centrale della cosiddetta *trade-off theory*. In questo caso, e differentemente dalla *pecking-order theory*, possono coesistere fonti alternative di finanziamento, in un *mix* che può variare a seconda di diversi fattori. In altre parole, a seconda delle caratteristiche anagrafiche dell'impresa, dell'intensità di asimmetria informativa, e degli altri fattori citati, può mutare la struttura finanziaria ottimale.

²⁵ Anche questo fattore è coerente con la citata *trade-off theory*.

²⁶ Sul legame tra le caratteristiche della struttura finanziaria e i possibili vincoli alla crescita delle imprese si veda l'approfondimento *I riflessi della struttura finanziaria su crescita e performance delle imprese italiane* in Scenari Economici I/2004 a cura di Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa.

fatto che future buone notizie sull'andamento aziendale potrebbero tradursi in un ulteriore miglioramento del *rating* e quindi in una riduzione di costi sugli oneri finanziari, rendendo di fatto più vantaggioso un indebitamento a breve da rinegoziare frequentemente²⁷.

4) Elementi caratterizzanti il sistema di relazioni tra banca ed impresa, così come si è storicamente determinato in Italia: il riferimento è, tra gli altri fattori, alla diffusa presenza del multiaffidamento, al pervasivo ricorso a garanzie (soprattutto personali) a sostegno dei finanziamenti accordati, alle caratteristiche dei sistemi di *governance* delle imprese. Tra queste ultime, la tipologia di assetti proprietari, le modalità ed i meccanismi di controllo, la presenza o meno di regole di governo dell'impresa codificate e controllabili sembrerebbero giocare un ruolo rilevante nell'approvvigionamento di fondi e nella possibilità di accesso alla finanza esterna e al capitale di rischio²⁸.

Diversi fattori possono dunque contribuire a spiegare il livello delle fonti di finanziamento esterno delle imprese²⁹. Per valutare la relativa importanza e l'effetto congiunto di tali variabili è utile prendere in considerazione un'analisi multivariata. A questo scopo abbiamo condotto un esercizio econometrico,

²⁷ Si veda Diamond D. W. (1991), *Debt Maturity Structure and Liquidity Risk*, Quarterly Journal of Economics, n°106, pagg. 710-737.

²⁸ Si veda per questa discussione gli approfondimenti *Modelli di governance e struttura finanziaria delle imprese* e *L'indagine di UniCredit Banca d'Impresa sulla corporate governance: i principali risultati* in Scenari Economici II/2004 a cura di Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa.

²⁹ Per inciso i vari modelli teorici (in particolare la *pecking-order* e la *trade-off theory*) sono stati verificati a livello empirico con risultati alterni. E' ampiamente probabile che elementi di entrambe le teorie coesistano nello spiegare l'eventuale struttura finanziaria ottimale (cioè la scelta tra debito e patrimonio e tra le diverse scadenze dell'indebitamento). Il fatto che nel comportamento delle imprese si rintraccino elementi di entrambe le teorie sembra essere particolarmente vero nel caso italiano (si vedano risultati dell'esercizio econometrico seguente). Per approfondimenti si veda Mayers S.C (2001), "Capital structure", Journal of Economics Perspectives, volume 15 n°2, pagg. 81-102.

stimando un modello *panel* con effetti fissi³⁰, su un campione chiuso di 20.925 imprese i cui bilanci sono sempre presenti nel periodo che va dal 1996 al 2003³¹.

La variabile dipendente è costituita dal rapporto tra i debiti finanziari a medio lungo termine e il totale attivo. Le variabili d'impresa prese in considerazione come esplicative sono: a) la dimensione (misurata dal logaritmo naturale del totale attivo); b) l'attivo fisso utilizzabile come garanzia (immobilizzazioni materiali e finanziarie collateralizzabili); c) un indicatore di disallineamento delle scadenze tra attivo e passivo (pari alla differenza tra capitali permanenti e attivo immobilizzato, rapportata al totale attivo, ritardata di un periodo); d) il *deficit* finanziario dovuto ad un ammontare di autofinanziamento insufficiente rispetto al piano di investimenti (si tratta di una *dummy* pari a 1 se gli investimenti sono maggiori dei flussi di cassa operativi); e) un insieme di *dummy* settoriali (per l'industria in senso stretto, i servizi destinabili alla vendita e le costruzioni) e di rischio (merito di credito ampiamente solvibile, solvibile, vulnerabile e rischioso), che fungono da variabili di controllo.

Tabella 5: Determinanti del debito a medio lungo sul totale attivo (1)

	Effetto sulla variabile debiti finanziari a medio lungo termine su totale attivo	Coefficiente (2)
Dimensione: log totale attivo	+	0.014*
Attivo collateralizzabile	+	0.198*
Disallineamento scadenze: <i>dummy</i> squilibrio finanziario a t-1	+	0.006*
<i>Deficit</i> finanziario: <i>dummy</i> (<i>cash-flow</i> - investimenti) < 0	+	0.004*

³⁰ Il modello panel con effetti fissi è di tipo statico. Gli effetti fissi rappresentano gli elementi tipici e specifici delle singole imprese. Tuttavia le medesime stime effettuate con un modello di tipo dinamico portano a conclusioni in larga misura simili. Un ulteriore approfondimento riguardo sia la specificazione dell'equazione sia la natura dinamica del modello possono costituire naturalmente i prossimi passi dell'analisi.

³¹ Il campione chiuso è stato selezionato dalla base dati Ce.bi.-Cerved, utilizzando gli stessi criteri adoperati per la selezione del campione aperto descritto nel paragrafo precedente, con l'aggiunta naturalmente del fatto che le imprese campionate devono avere sempre bilancio negli anni 1996-2003. Le imprese oggetto di analisi sono indubbiamente caratterizzate da un *survival bias* e hanno una distribuzione più sbilanciata verso le dimensioni maggiori.

Note:

(1) Il *panel* statico ad effetti fissi è stimato su un sottoinsieme del campione chiuso disponibile, ad esclusione del primo anno (quindi sugli anni 1997-2003) e considerando le imprese con fatturato superiore a 5 milioni di euro (escludendo dunque le piccolissime). Le variabili prese in considerazione, oltre a quelle descritte nel testo e riportate in tabella sono: tre *dummy* rischiose (imprese solvibili: rating Ce.Bi 3 e 4; imprese vulnerabili: rating Ce.Bi 5, 6 e 7; imprese rischiose: rating Ce.Bi. 8 e 9).; due *dummy* settoriali (industria in senso stretto e servizi destinabili alla vendita).

La stima viene effettuata su 114.449 osservazioni e R2-overall risulta pari a: 0,1616.

(2) * = il coefficiente risulta statisticamente significativo all'1%.

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi di UniCredit Banca d'Impresa su dati Centrale dei Bilanci

Come si può osservare dalla tabella 5, le variabili indipendenti proposte risultano tutte altamente significative nello spiegare il ricorso a forme di finanziamento a medio lungo. Il segno di tali variabili può essere interpretato alla luce di alcune delle indicazioni fornite da diversi modelli teorici sulla struttura finanziaria dell'impresa.

Il coefficiente della variabile logaritmo del totale attivo risulta positivo, confermando l'analisi del paragrafo precedente sulla dimensione aziendale: la storia creditizia delle imprese più grandi è di solito più lunga, meno opaca e più conosciuta al finanziatore esterno; inoltre, nella generalità dei casi, esse hanno *business* diversificati e, per questo, meno rischiosi. Non solo: la scala permette tipicamente un accesso più facilitato al mercato dei capitali, consentendo alle imprese più grandi di ottenere finanziamenti a medio lungo termine in ammontare maggiore.

Risulta significativa - e sempre positiva - anche la relazione tra il debito a medio lungo termine e l'attivo immobilizzato tangibile. In primo luogo ciò conferma la scelta delle imprese di finanziare (almeno in media) le immobilizzazioni con capitale permanente e in secondo luogo fornisce evidenza di come i diversi costi connessi all'utilizzo dell'indebitamento (costi di agenzia, di liquidazione ecc.)

possano ridursi in presenza di un elevato livello di beni potenzialmente collateralizzabili, favorendo di fatto la concessione di finanziamenti a prorata scadenza.

Dalla stima risulta, inoltre, che le imprese con una crescita degli investimenti superiore ai flussi di cassa generati internamente ricorrono al debito a medio lungo termine per finanziare tale *deficit* di cassa³². La rapida crescita degli investimenti delle aziende esaurisce, quindi, i flussi di cassa operativi e questo determina un incremento del debito, di per sé una fonte di finanziamento più costosa³³.

Per ultimo, ed in linea con l'idea che esista una struttura finanziaria ottimale, l'indebitamento a medio lungo termine (misurato al periodo t) aumenta se le imprese presentano una struttura finanziaria sbilanciata per scadenze al periodo $t-1$, cioè tendono a finanziare le immobilizzazioni con debito a breve. In altre parole le imprese ricorrerebbero a finanziamenti a medio lungo termine anche con l'obiettivo di riequilibrare il rapporto tra le scadenze dell'attivo e del passivo.

2.4 *Governance* ed accesso alle forme di finanziamento a medio lungo termine

Nell'analizzare la struttura finanziaria delle imprese e le determinanti dei finanziamenti a medio lungo termine può essere interessante indagare non solamente sulle relazioni esistenti tra indicatori di bilancio, ma anche su aspetti più qualitativi della realtà aziendale. Va in questa direzione il tentativo di osservare come modelli di *governance* e struttura degli assetti proprietari delle imprese possano incidere sul livello di finanziamenti a medio lungo termine.

³² Questo risultato è coerente con la teoria del *pecking order*.

³³ Per le imprese caratterizzate da *surplus* finanziari (cioè i flussi di cassa sono in grado di finanziare interamente gli investimenti) è più difficile identificare una relazione negativa tra tale *surplus* finanziario e debito a medio lungo, in quanto per questa tipologia di finanziamento le aziende possono trovare conveniente evitare il rimborso del debito in eccesso, ma ridurre i finanziamenti a breve termine, anche per evitare di dover pagare penali di rimborso anticipato.

Data la relativa scarsità di dati individuali sui temi in questione, abbiamo costruito un questionario *ad hoc* e condotto un'indagine presso un campione di 834 imprese clienti di UniCredit Banca d'Impresa³⁴, con l'intento di raccogliere informazioni sulla struttura proprietaria, sulle modalità di controllo e di governo societario. Per analizzare la corrispondenza tra livelli di sofisticazione nella struttura di *governance* delle imprese e la struttura per scadenze delle fonti esterne utilizzate per il finanziamento dell'attività, abbiamo incrociato i risultati dell'indagine sulla *corporate governance* con i dati di bilancio delle imprese e con alcune informazioni gestionali e relative al rapporto banca-impresa.

Dall'analisi dei dati emerge un primo risultato interessante. Le difficoltà di approvvigionamento di fondi a medio lungo termine ed i conseguenti squilibri finanziari delle imprese (strutture di attivo e passivo sbilanciate), appaiono legati a sistemi di *governance* caratterizzati da regole non codificate, da una limitata apertura a soci esterni, da meccanismi di controllo scarsamente vincolanti e non sanzionatori (si veda tabella 6).

Le imprese meglio patrimonializzate sono, ad esempio, quelle il cui proprietario non è una persona fisica, quelle che presentano elementi di *governance* più formali e la cui compagine societaria risulta meno chiusa. Per tali imprese anche la quota di debito bancario sul totale dell'indebitamento è minore: 76,2% contro 88%, 78,9% contro 86,10% e 81,3% contro 84,5%, rispettivamente. Inoltre, il ricorso al debito bancario a lungo termine sembra essere più diffuso presso imprese dove i meccanismi di governo societario e controllo sono più formalizzati ed espliciti. Ad esempio, la percentuale di lungo termine sul totale del debito bancario si attesta

³⁴ Cfr. nota 26.

intorno al 34,6% per le imprese nei cui Consigli d'Amministrazione sono presenti membri indipendenti e al 27,4% per le imprese in cui ciò non si verifica.

Tabella 6 Governance e forme di finanziamento

		Totale debiti/Patrimonio (media)	Debiti finanziari a lungo/Totale attivo % (media)	Debito bancario/ totale debito % (media)	Debito bancario a lungo/totale debito bancario % (media)
Proprietà persona fisica	Si	4.36	13.04	88.00	27.8
	No	2.96	14.32	76.20	32.6
Governance codificata	Si	3.12	13.67	78.90	32.1
	No	4.02	13.79	86.10	28.8
Grado di apertura a soci esterni	Alta	2.68	13.71	81.30	32.6
	Bassa	4.09	13.67	84.50	29.6
Soci parenti	Si	4.33	13.70	86.50	28.7
	No	3.14	13.65	80.40	31.1
AD parente	Si	4.09	13.47	86.90	28.6
	No	3.31	13.52	78.50	30.8
Presenza di membri del cda indipendenti	Si	2.97	14.66	81.70	34.6
	No	4.23	13.61	85.90	27.4

Note: la *governance* codificata è una variabile di sintesi che riassume il grado di diffusione di regole codificate e meccanismi di controllo esterni. Si tratta di una variabile *dummy* che assume valore 1 se la struttura di *governance* può considerarsi codificata o formale, ovvero se l'amministratore delegato non è il socio principale o un suo parente e se nel consiglio d'amministrazione vi sono membri indipendenti. Anche il grado di apertura a soci esterni è una variabile di sintesi: si tratta di una *dummy* che assume valore 0 se il grado di apertura a soci esterni è valutato basso e 1 altrimenti. Si considera che vi sia una scarsa apertura a soci esterni, qualora il modello di controllo prevalente sia familiare o assoluto o la quota di capitale di terzi sia limitata (inferiore al 10%).

Fonte: Elaborazioni Strategie e Studi su dati Centrale dei Bilanci e indagine UniCredit Banca d'Impresa sulla corporate governance.

Il legame tra elementi di *governance* e struttura finanziaria (livello di capitalizzazione, scelta della struttura per scadenze delle fonti di finanziamento esterne ecc.) che emerge da una prima analisi dei dati, potrebbe essere spiegato, ad esempio, da differenze nella rischiosità delle imprese e/o dalla loro dimensione. Per valutare l'effetto congiunto di diverse variabili sulla struttura finanziaria

abbiamo effettuato un esercizio econometrico (*ordered logit*), in cui la variabile dipendente è un indicatore che assume valori da 1 a 3 al diminuire del livello di capitalizzazione e se il rapporto tra le scadenze dell'attivo e del passivo risulta non equilibrato³⁵, elemento quest'ultimo che abbiamo visto essere altamente correlato con i finanziamenti a protratta scadenza.

Controllando per la dimensione dell'impresa, il settore di attività economica e la localizzazione, la probabilità che un'impresa presenti una struttura finanziaria inadeguata diminuisce, in modo statisticamente significativo, al crescere della profittabilità e della qualità informativa del bilancio, e aumenta nel caso il proprietario³⁶ sia una persona fisica (si veda tabella 7).

³⁵ I livelli di capitalizzazione che entrano nella definizione della variabile dipendente sono definiti sulla base della distribuzione della variabile debito/patrimonio nel campione utilizzato. Il disallineamento delle scadenze tra attivo e passivo è misurato, come nell'esercizio precedente, dalla differenza tra capitali permanenti e attivo immobilizzato, rapportata al totale attivo. La variabile dipendente del modello *ologit* stimato è una variabile *score* che mette insieme i due elementi qui considerati.

³⁶ Nell'indagine sulla *corporate governance* per proprietario si intende il soggetto che detiene la proprietà e/o il controllo diretto dell'impresa. Può trattarsi di persona fisica (ed in questo caso il modello di controllo risulta tipicamente familiare e spesso meno aperto a soci e controlli esterni), di *holding* o *sub-holding*, di impresa non finanziaria o di banca.

Tabella 7 Determinanti del grado di inadeguatezza finanziaria (1)

	Effetto su grado di inadeguatezza della struttura finanziaria (misurato in 3 classi)	Coefficiente (2)
ROI	-	-3,27*
Qualità informativa del bilancio	-	-0,14**
Proprietario persona fisica	+	0,36**

Note:

(1) Il modello *ordered logit* consente di stimare la probabilità che un'impresa appartenga ad una delle 3 classi che misurano il grado di debito a medio lungo termine presente, in funzione di un insieme di covariate. Le variabili prese in considerazione sono la dimensione (misurata dal logaritmo naturale del fatturato), una *dummy* territoriale (nord-est), una *dummy* settoriale (industria in senso stretto), la profittabilità (misurata dal ROI), un indice di qualità del bilancio ed una *dummy* indicante se il proprietario è una persona fisica (per queste ultime tre variabili i risultati sono riportati in tabella).

La stima viene effettuata su 658 osservazioni e lo Pseudo-R2 risulta pari a: 0,0354.

(2) * = il coefficiente risulta statisticamente significativo all'1%; ** = il coefficiente è significativo al 5%.

Fonte: Elaborazioni su dati UniCredit e indagine UniCredit Banca d'Impresa sulla corporate governance.

Per quanto dalle statistiche descrittive e dal semplice esercizio di regressione proposto non si possa desumere necessariamente un legame di causalità tra sistemi di *governance* e forme di finanziamento delle attività, una struttura d'impresa più aperta - a soci esterni, a *manager* esterni o direttori indipendenti, a controllo esterno attraverso maggiore trasparenza - tende ad essere associata ad una struttura finanziaria più adeguata, dove maggiore è la capitalizzazione, più equilibrato il rapporto tra le scadenze del passivo e dell'attivo e minore il ricorso al patrimonio dell'imprenditore a supporto del debito dell'impresa.

3. Riflessioni conclusive

Come si è mostrato, gli anni recenti hanno visto una crescita considerevole del credito a medio lungo termine. In rapporto al credito totale erogato si è giunti a livelli percentuali più vicini al resto d'Europa, e simili a livelli che prevalevano in Italia oltre un quarto di secolo fa, all'interno, come si è visto, di un assetto istituzionale profondamente diverso da quello attuale. Tra le ragioni della recente evoluzione vanno menzionati senza dubbio il basso livello dei tassi di interesse e la relativa limitata inclinazione della curva dei rendimenti; hanno contribuito inoltre fattori legati alle dinamiche settoriali, quale la crescita del settore immobiliare e la connessa maggior valutazione del *collateral* a supporto di operazioni di finanziamento ipotecarie; un ruolo rilevante hanno avuto anche operazioni di finanza strutturata, frequentemente rivolte ad aumentare la leva finanziaria, ad esempio nel settore delle *utilities*. A tali fattori di carattere prevalentemente congiunturale, si è accompagnata però una apparente evoluzione nelle politiche di offerta da parte delle banche - evoluzione che comportato un'offerta di credito a medio lungo termine relativamente abbondante, in alcuni casi con il ricorso a strumenti finanziari innovativi, e con livelli di *pricing* più attraenti rispetto al passato. L'ampia disponibilità di credito a medio lungo termine sembra aver avuto quattro effetti positivi in particolare: a) ha contribuito a rendere abbondante e qualificata l'offerta di credito, pur in una situazione congiunturale molto difficile; b) ha diminuito, come si è visto, la tendenza (storica) delle PMI italiane a finanziare immobilizzazioni con *rollover* di credito a breve; c) dovrebbe contribuire a diminuire i rischi finanziari a cui le PMI italiane sono tipicamente soggette; dovrebbe aiutarle cioè a difendersi dal rischio di una eventuale stretta creditizia

che avvenga prima di un miglioramento dei margini operativi (attualmente, come noto, piuttosto deboli); d) ha aumentato il peso della componente più oggettiva (bilanci ecc.) nell'analisi di impresa da parte della banca rispetto alla componente relazionale, di conoscenza diretta (inclusa l'eventuale commistione impresa-imprenditore).

In una ottica più strutturale, un primo bilancio di tale evoluzione porta ad evidenziare due elementi positivi ed un elemento critico.

Il primo elemento evolutivo ad emergere dalla favorevole congiuntura del credito a medio lungo termine è stato l'aver posto, nuovamente, l'attenzione sul tema dei finanziamenti a prorata scadenza e su come la loro modalità di erogazione debba differire rispetto al breve termine (tema, si è visto, di rilevanza storica per l'Italia). Il sistema bancario italiano, a partire dalle scelte strategiche di alcune banche maggiori, ha erogato significative quantità di credito a medio lungo termine alle PMI, senza garanzie, sulla base del '*cash flow lending*', cioè sull'analisi di flussi di cassa prospettici. Ciò ha richiesto, all'interno delle banche - almeno di quelle maggiori - una valorizzazione di conoscenze e strutture organizzative, che si erano in parte perse in passato ed erano da ricostruire, e che in parte erano da sviluppare *ex-novo*. Si tratta di competenze e strutture di analisi settoriale, di definizione di *business plans* con prospettive pluriennali ecc. La dotazione di tali competenze dovrebbe contribuire ad accrescere l'efficienza allocativa del sistema.

Un secondo elemento evolutivo favorevole, sia pure ancora embrionale, è lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari per le PMI, quali, ad esempio, il cosiddetto *bond* di distretto emesso dal gruppo UniCredit. Si tratta di cartolarizzazioni di crediti a medio lungo termine senza garanzie concessi a PMI italiane. Tali operazioni effettuate in collaborazione con i Confidi locali sono rivolte ad un ampio

numero di imprese appartenenti ad aree geografiche con caratteristiche di distretto³⁷. Seppur di limitato impatto, il loro pregio è quello di far accedere le piccole e medie imprese a strumenti finanziari normalmente riservati alle grandi. Inoltre tali iniziative sono altrettanto rilevanti nell'ottica di rilanciare il mercato finanziario italiano, in particolare quello obbligazionario, dopo i dissesti di Cirio e Parmalat. Esse hanno avuto il merito di mettere in contatto il mercato del credito con quello dei capitali. Si è cioè offerto ai risparmiatori la possibilità di selezionare una *asset class* fino ad allora indisponibile: non era possibile in passato investire in PMI venete o piemontesi. L'unico modo era attraverso l'investimento nel capitale delle banche che hanno esposizione in quelle aree; si tratta, naturalmente, di una via molto indiretta. Data l'abbondanza di offerta creditizia esistente in questo momento, per le banche non appare particolarmente conveniente cedere tali *assets* sul mercato dei capitali. Ciò sembrerebbe essere la causa prima del fatto che tali operazioni non siano state replicate. Tuttavia, anche alla luce di ciò che sta avvenendo in altri mercati, rimane plausibile pensare che questo tipo di operazioni possano divenire un complemento importante al nostro mercato finanziario e che la strada rimanga senz'altro aperta per future iniziative, magari sfruttando alcune delle possibilità previste nel nuovo diritto societario.

Davanti ad un quadro che presenta diversi elementi di ottimismo, vale la pena di menzionare anche un possibile contrappunto critico: una interpretazione meno favorevole di quanto sopra descritto potrebbe portare a pensare che la recente evoluzione del credito a medio lungo termine sia semplicemente il riflesso di una pressione competitiva tra le banche; pressione che le spingerebbe ad erogare

³⁷ In particolare le due operazioni finora effettuate si sono rivolte alle imprese del Nord-Est (in collaborazione con Neafidi) e a quelle del Nord-Ovest (in collaborazione con Eurofidi). Nell'ambito della cartolarizzazione dei finanziamenti erogati sono state individuate più *tranche*. Una parte con bassi rischi e *rating* elevato è stata collocata sul mercato, mentre la parte più rischiosa, che assorbe le prime perdite, è detenuta dalla banca, con la garanzia dei Confidi.

credito in abbondanza, a tassi relativamente contenuti, anche sull'onda di una fase creditizia espansiva a livello internazionale; ciò senza che sia stata premiata in modo sufficiente l'innovazione nelle forme di erogazione. Il rischio è che gli istituti di credito meno sofisticati concorrano attraverso una spietata competizione di prezzo all'erogazione, anche in assenza di infrastrutture organizzative ed informatiche adeguate. Il risultato potrebbe essere un maggiore grado di vulnerabilità del settore bancario - ad esempio, verso il settore immobiliare che ha beneficiato ampiamente della disponibilità di credito - ed il fatto che le innovazioni nell'erogazione risultino essere effimere e reversibili alla prova dei fatti, cioè appena cambia la congiuntura del credito. In questo senso, gli investimenti informatici ed organizzativi imposti da Basilea II, ed il lavoro di monitoraggio da parte degli organi di vigilanza dovrebbero essere d'aiuto.

In conclusione, in ambito creditizio, il sistema finanziario italiano ha visto un certo numero di operazioni complesse, che hanno tratto origine da recenti innovazioni finanziarie: si sono visti significativi rifinanziamenti dovuti a cambiamenti nella *governance* (ad esempio, vi sono stati vari casi di ridefinizione degli equilibri all'interno del controllo familiare); cambiamenti di settore o cessioni d'azienda; il sistema ha finanziato pesantemente le *utilities* e le ha accompagnate in varie operazioni societarie, quali fusioni ecc. Naturalmente, vi sono state un certo numero di operazioni creditizie legate alla necessità di compiere ristrutturazioni industriali (il *convertendo* Fiat è il caso più noto, ma altre si sono viste nei settori tessile, meccanico, sistema casa, servizi per il turismo). Per finire, di recente, la disponibilità creditizia ha incoraggiato un numero di operazioni organizzate da fondi di *private equity*: nella maggioranza dei casi, si è trattato di ristrutturazioni

di situazioni societarie (*takeovers, spin off, demergers* ecc.) o *leverage buy out* (da parte del fondo stesso, o parziale uscita di un ramo familiare, o, in qualche caso, *management buy out*). Questo tipo di iniziative - di fronte ad una domanda di credito non elevatissima, specialmente da parte di imprese medio-grandi - ha sostenuto la crescita dei volumi di impieghi. Questo attivismo nella finanza strutturata sembrerebbe indicare che le banche italiane - almeno quelle di dimensione maggiori - sono ormai dotate di capacità e strutture organizzative in grado di gestire operazioni complesse, che richiedono capacità di misurazione, *unbundling* e redistribuzione dei rischi, una dettagliata conoscenza del settore e delle sue dinamiche competitive, una capacità di accesso ai mercati ecc.. Ciò è senz'altro positivo. Rimane però il fatto che non sempre tali capacità vengono messe a disposizione anche di imprese minori, e questa è probabilmente una delle sfide principali per il futuro.