

Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito

- *Avvocato Alberto Rizzo, Cassazionista* -

Giurista Esperto di Diritto Bancario -

Coordinatore Editoriale di “Banca Finanza” –

1. Introduzione

Cosa sono i *financial covenants*?

Si tratta di clausole inserite in contratti di finanziamento che coinvolgono l'azienda prenditrice di fondi.

Tali clausole impegnano l'azienda a mantenere il valore di indicatori economico-finanziari predefiniti entro uno specifico *range*, superato il quale il portatore di capitali acquisisce il diritto di ridefinire le condizioni del prestito, sino a revocarlo.

Nel presente contributo si fa particolare riferimento ai *loan covenant*, in cui i terzi che apportano capitale di credito hanno natura individuale. L'oggetto di ricerca, così come definito, altro non è se non un sottoinsieme di una fattispecie più ampia, a cui pare utile accennare sia pure sinteticamente.

Il termine *covenants* denota clausole inserite in contratti di finanziamento, con le quali si riconosce al portatore di fondi, al verificarsi di specifici accadimenti contemplati dalle clausole stesse, il diritto di modificare talune condizioni del finanziamento, sino a revocare lo stesso.

I *covenant* possono assistere finanziamenti a titolo sia di capitale di credito, sia di capitale di rischio.

Come premesso, il contributo si concentra esclusivamente sui *covenant* inclusi in contratti di finanziamento a titolo di capitale di credito.

Pertanto, da qui in avanti, per *covenant* si può intendere una pattuizione accessoria ad un contratto di finanziamento, generalmente a medio/lungo termine, che attribuisce al

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

soggetto prestatore di fondi il diritto alla rinegoziazione di talune condizioni del prestito, se non addirittura alla revoca dello stesso, qualora l'impegno assunto nella pattuizione stessa dal debitore venga disatteso.

Più in particolare, ancora, viene esaminata la fattispecie dei *loan covenants* in cui il prestatore di fondi ha natura individuale.

Varie solo le tipologie di clausole a cui far ricorso e diverse sono le tassonomie applicabili.

Ai nostri fini pare utile discriminare sulla base della natura dell'obbligazione assunta dal prenditore di fondi, così da distinguere i *covenant* in:

- finanziari, informativi, restrittivi e previsione di clausole in caso di *default*.

1. I *covenant* finanziari, o *financial covenant*, consentono al prestatore di capitali di ridefinire le condizioni del prestito qualora l'azienda debitrice non riesca ad adempiere all'impegno di mantenere il valore di taluni indicatori economico-finanziari entro un intervallo prefissato conforme al merito creditizio riconosciuto all'azienda stessa. Proprio su tali clausole si incentrerà il presente contributo.
2. I *covenant* informativi vincolano al rispetto di obblighi di comunicazione specifici e ulteriori rispetto a quanto già previsto da norme di legge o regolamenti.
3. I restrittivi limitano la facoltà del debitore di assumere talune iniziative, ad esempio di effettuare alcuni investimenti, di concludere alcuni tipi di operazioni con società collegate, di contrarre nuovi debiti o, ancora, di procedere alla distribuzione dell'intero utile.
4. Le clausole di *default*, infine, assegnano al creditore la facoltà di rinegoziare le condizioni del prestito, sino a esigere il rimborso anticipato dello stesso, al verificarsi di fatti indicativi dello stato di *default*. Un tipico esempio può essere la presentazione dell'istanza di fallimento della società debitrice.

Il tema ammette una pluralità di prospettive di osservazione, come dimostra l'ampia letteratura in materia. Fondamentalmente l'approccio può essere di natura economica e giuridica. Nel presente contributo, l'analisi e l'interpretazione del fenomeno avvengono adottando una chiave di lettura economico-aziendale, per quanto si tenti di stabilire un collegamento con la prospettiva di osservazione di altri settori disciplinari appartenenti al comune ambito economico.

Il lavoro, infatti, pur iniziando con la collocazione del tema nel *framework* offerto dalla teoria dei contratti incompleti, intende rispondere a una domanda di ricerca affine alla disciplina economico-aziendale: gli indicatori di bilancio impiegati più di frequente per la determinazione dei *financial covenant* sono funzionali agli scopi loro assegnati nel quadro teorico economico di riferimento?

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

Poiché lo scopo attribuito ai *financial covenant* deriva dal *framework* economico di riferimento; poiché la coerenza tra indici a cui i *financial covenant* rimandano e scopo dei *covenant* può essere valutata in una prospettiva economico-aziendale analizzando la capacità segnaletica dei primi, si è avvertita la necessità di definire una duplice cornice concettuale, a cui sono dedicati i successivi due paragrafi intitolati ai *framework* economico ed aziendalistico di riferimento. A essi fa seguito l'esplicitazione del disegno della ricerca.

Nel paragrafo quinto e sesto, assunta la prospettiva di osservazione economico-aziendale, si passa alla ricognizione e interpretazione delle tipologie di *financial covenants* più diffuse nella prassi nazionale e internazionale per poter giungere, nelle conclusioni, a rispondere alla domanda di ricerca valutando la coerenza tra gli indicatori economico-finanziari in prevalenza adottati e la loro funzione economica.

2. Il contesto economico di riferimento

L'uso sempre più diffuso dei *covenant* e, in particolare, del genere *financial*, interroga in merito alla funzione che essi sono chiamati ad assolvere, ovvero alle ragioni che giustificano sul piano teorico un'interferenza, talora estremamente significativa, da parte del creditore nella sfera decisionale del debitore. In effetti i *covenant*, come vedremo, si collocano a pieno diritto tra gli strumenti utili a consentire, in situazioni predefinite, l'allocatione di *decision rights* ad una particolare categoria di soggetti investitori: i *lender*, o terzi finanziatori.

La prospettiva di osservazione del fenomeno qui adottata è di natura economica. Tale chiave di lettura porta a riformulare l'interrogativo nel modo seguente: l'interferenza del creditore nella *governance* del debitore, in determinate e circoscritte situazioni, può essere efficiente? Qualora la risposta sia negativa, gli strumenti che tale interferenza consentono sarebbero da sanzionare; viceversa, qualora la risposta fosse positiva, sarebbero da promuovere.

In verità, la letteratura economica in merito presenta posizioni molto articolate e conclusioni opposte. Collocandosi, ad esempio, nella prospettiva della *nexus of contracts theory*, la risposta dovrebbe essere negativa: poiché i soci sono gli unici portatori di *residual claimants*, essi sono anche gli unici incentivati a operare scelte efficienti, diversamente dai creditori – *fixed claimants* –, indifferenti alla qualità delle scelte di gestione, poiché protetti comunque nei loro interessi dai contratti a suo tempo stipulati con l'azienda.

Alla conclusione contraria si giunge postulando l'incompletezza dei contratti che disciplinano la relazione azienda-investitori: in tal caso, infatti, gli accordi assunti sarebbero insufficienti a garantire l'efficienza delle transazioni in qualsivoglia circostanza e a tutelare gli interessi dei *lender* in ogni stato del mondo.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

Proprio il filone teorico che si incentra sulla natura incompleta dei contratti sta operando un interessante ripensamento delle strutture tipiche di *governance* delle società e dei tipici conflitti di interesse che vi si manifestano.

Dal momento che il contratto è incapace di prefigurare tutte le condizioni avverabili per vari motivi, tra cui, fondamentali, l'incapacità dei contraenti e l'eccessiva onerosità di una regolamentazione contrattuale particolarmente capillare, la tutela che il contratto assicura agli interessi dei *lender* non può dirsi completa.

In situazioni specifiche, pertanto, tale tutela, ma prima ancora esigenze di efficienza, possono richiedere l'attribuzione ai *lender* di *decision rights* da esercitarsi *ex post* per colmare le lacune contrattuali.

L'identità, o perfetta sovrapposibilità, tra *residual claim* e *residual decision rights*, inderogabile per la *nexus of contracts theory*, qui si spezza.

La teoria dei diritti di proprietà pone al centro del proprio modello teorico proprio l'incompletezza dei contratti e dimostra che, ai fini del raggiungimento di condizioni di efficienza, le parti possono dover procedere alla rinegoziazione del contratto.

La fase *ex post* della negoziazione diventa, pertanto fondamentale, tant'è che finisce con il retroagire anche sulla fase *ex ante*. I diritti residuali di proprietà, infatti, vengono attribuiti *ex post*, ma secondo modalità definite *ex ante*, ossia al momento della negoziazione contrattuale. Ciò può comportare l'assegnazione dei diritti residuali di controllo all'investitore anziché all'imprenditore.

La flessibilità introdotta è la migliore premessa per l'uso efficiente delle risorse.

I modelli teorici possono farsi ancora più articolati contemplando l'esistenza di due diverse classi di *outsiders* che concorrono per l'assegnazione del controllo: "*tough investors* e *soft investors*".

I primi sono i creditori, ossia investitori percettori di una remunerazione fissa per il loro investimento ed i cui interessi sono poco allineati con quelli dei manager.

I *soft investors*, invece, sono soci, quindi percettori del rendimento residuale, i cui interessi sono meno dissonanti da quelli del management rispetto ai *tough investors*. Il modello prevede che, a fini di efficienza, il controllo venga temporaneamente assegnato alle due classi di investitori, in funzione della qualità delle *performance* dell'impresa.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

Più precisamente, si dimostra come, al mutare delle *performance* aziendali, per aumentare il valore dell'impresa, il controllo dovrebbe essere ricollocato tra i diversi investitori in relazione al grado di allineamento dei loro interessi con quelli del management.

Quando le *performance* sono deludenti, i diritti residuali di controllo dovrebbero essere assegnati ai *tough investors*, la cui iniziativa è avvertita dal management come un'intrusione ostile.

Il creditore, poiché non beneficia dei miglioramenti di *performance*, è incline a una gestione aliena all'assunzione di elevati rischi, diversamente da quanto necessario, in genere, per cogliere opportunità di sviluppo. È favorevole, invece, a politiche prudenziali e conservative, né è turbato dalla prospettiva della liquidazione di *asset* e del ridimensionamento aziendale, strategie, queste, che certo contrastano con gli obiettivi ambiziosi normalmente assegnati dalla proprietà al management. Giacché quest'ultimo vede dipendere dal raggiungimento di tali traguardi le condizioni del proprio benessere individuale, non è difficile comprendere come l'interferenza del debitore nelle scelte di gestione interna siano temute e sofferte dagli organi apicali aziendali.

Nella misura in cui l'intervento del creditore si traduce, infatti, in una revisione delle strategie aziendali, l'interferenza è capace di compromettere gli incentivi monetari e i benefici privati che i manager si attendono dalla ultimazione dei progetti avviati.

Siffatta iniziativa è perciò particolarmente dissuasiva nei confronti di comportamenti opportunistici del management quando le *performance* aziendali sono negative.

In tale circostanza i creditori sociali, preoccupati da una redditività insufficiente – che potrebbe compromettere la capacità dell'azienda di far fronte al servizio del debito – più di quanto possano essere allettati da prospettive di sovra-reddito – di cui non potranno mai appropriarsi –, sono incentivati più dei soci a ridimensionare gli obiettivi aziendali e la rischiosità conseguente, ossia a interferire con il corso impresso alla gestione dal top management.

L'individuazione del soggetto titolare dei diritti di controllo non è, dunque, indifferente per il management.

La letteratura economica riconosce, quindi, ai *covenant* due principali finalità:

- la prima è prevenire comportamenti opportunistici di *manager* e soci capaci di sacrificare, in cambio di benefici personali, il valore del debito e, quindi, dell'impresa. Se fosse possibile prevedere ogni stato del mondo, sarebbe possibile anticipare tali comportamenti e scontarne gli effetti incorporandoli già nelle negoziazioni *ex ante*. Il valore del debito e dell'*equity* non risulterebbero

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

compromessi, pertanto i *covenant* sarebbero inutili. È l'incompletezza dei contratti che rende necessario, per finalità di efficienza, l'inserimento dei *covenant* nei contratti di finanziamento.

- Il secondo scopo della previsione dei *covenant* è definire in quali circostanze sia più efficiente assegnare i *residual decision rights* ai creditori sociali anziché ai soci. Ciò dovrebbe accadere quando l'effetto dissuasivo sui comportamenti opportunistici del management può essere esercitato più efficacemente dai creditori sociali che dai soci. E questo accade, come già si è detto, in situazioni di *performance* aziendale negativa, in cui la divergenza di interessi tra *managers* e portatori di capitale di credito è massima. Questa è la finalità sulla quale intendiamo concentrarci.

3. Il *framework* aziendalistico di riferimento

L'interpretazione dei *financial covenants* in prospettiva aziendalistica rinvia al tema dell'analisi di bilancio, dei suoi strumenti – indici e flussi – e della sua significatività. Indici e flussi sono, infatti, i parametri a cui i *financial covenants* fanno riferimento e che vengono con regolarità monitorati per verificare il rispetto di valori soglia; qualora questi ultimi risultino violati, si verificano le condizioni necessarie, anche se non sufficienti, per attivare gli interventi sanzionatori e cautelari del prestito.

La dottrina in materia è vastissima e si articola in due filoni complementari:

- analisi per indici e analisi per flussi.

Il primo attinge i suoi valori dallo stato patrimoniale e dal conto economico opportunamente riclassificati, in modo da fornire aggregati finanziari ed economici necessari al calcolo di indicatori utili, attraverso comparazioni temporali e spaziali, a “diagnosticare «lo stato di salute» di un'impresa”.

Benché sotto il profilo operativo la riclassificazione dei prospetti contabili di stato patrimoniale e di conto economico preceda il calcolo degli indici e la loro analisi, sotto il profilo logico la sequenza delle fasi è inversa: è necessario definire preliminarmente gli scopi conoscitivi assegnati all'analisi, ossia formulare le domande a cui si intende dar risposta, per poter da essi desumere gli indicatori a ciò idonei e, quindi, i valori necessari al loro calcolo. Tali valori, in genere, non si traggono immediatamente dal bilancio civilistico, ma debbono essere individuati attraverso riclassificazioni apposite. Se infatti il bilancio civilistico è predisposto per una generica comunicazione economico-finanziaria, l'analisi di bilancio vuole soddisfare specifiche esigenze conoscitive, mosse da interessi particolari.

In linea di massima, gli scopi assegnati dalla dottrina all'analisi possono essere ricondotti all'esame dell'equilibrio finanziario e patrimoniale dell'azienda e dell'equilibrio economico;

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

ciò in chiave non solo storica, ma, nei limiti delle possibilità offerte dal bilancio di esercizio, anche prospettica.

Coerentemente con tali scopi, gli indici dovranno saper segnalare l'attitudine dell'azienda a far fronte alle uscite con le proprie entrate nei tempi dovuti e la capacità di remunerare gli *stakeholder*, siano essi portatori di un diritto prestabilito contrattualmente, siano essi portatori della sola aspettativa a una remunerazione residuale – titolari del capitale di rischio –.

Sotto il profilo finanziario e patrimoniale l'analisi prende avvio dalla riclassificazione dello Stato patrimoniale, che può essere compiuta sulla base di due criteri:

- finanziario, che discrimina investimenti e fonti sulla base della loro attitudine a generare nel tempo entrate e uscite;
- economico, più noto con la locuzione di pertinenza gestionale, che discrimina fabbisogni e modalità di copertura sulla base delle aree di gestione, ossia delle tipologie di operazioni il cui compimento genera gli uni e le altre.

Da questi schemi si desumono una serie di indicatori utili a valutare il profilo finanziario e patrimoniale della gestione, *in primis* l'entità del ricorso a finanziamenti di terzi, più che a mezzi propri, ed il grado di coerenza tra durata stimata del fabbisogno di finanziamento e durata delle fonti di finanziamento utilizzate a copertura.

L'esame delle condizioni di economicità della gestione richiede, invece, la lettura congiunta dello stato patrimoniale e del conto economico. La prevalente dottrina sottolinea come gli indicatori/quotienti calcolati a tal scopo abbiano significatività tanto maggiore quanto più omogenei sono i valori di stato patrimoniale e di conto economico posti a confronto, ove l'omogeneità è qui da intendersi come pertinenza alle medesime aree di gestione.

Ne consegue che sia lo stato patrimoniale sia il conto economico dovranno essere riclassificati secondo il criterio economico.

Il criterio richiamato, applicato al conto economico, determina la distinzione dei flussi di reddito in funzione della tipologia di operazioni – aree di gestione – che li ha generati –*in primis* operativa o finanziaria –.

Si disporrà in tal modo di flussi di reddito e stock di capitale che, poiché, riferibili a medesime aree di gestione, risultano omogenei e confrontabili, dando origine ad indicatori di redditività razionali e significativi.

Questi ultimi, poi, dovranno essere esaminati nella loro evoluzione temporale, nonché confrontati con indicatori identici calcolati su bilanci di aziende comparabili o con dati

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

medi di settore, sì da consentire di valutare l'attitudine dell'azienda a generare nel tempo una redditività in linea con quella dei *comparable* o del settore.

Gli indicatori descritti sono incapaci di ricostruire la dinamica dei flussi finanziari sviluppatasi nel corso del periodo amministrativo di riferimento, poiché i valori finanziari sono tratti dal prospetto di stato patrimoniale che, per quanto riclassificato, fa riferimento a valori stock, ossia all'entità dei valori al termine del periodo amministrativo. Da esso può desumersi, per ogni voce, la variazione tra consistenza iniziale e quella finale, ma non anche le particolari movimentazioni di segno opposto dal cui saldo deriva la variazione sintetica.

A tal fine è necessaria l'analisi dei flussi, in particolare di liquidità, in genere condotta attraverso la redazione del rendiconto finanziario.

La dottrina propone varie configurazioni di flussi di liquidità.

Particolare attenzione viene dedicata al flusso di liquidità netto della gestione corrente – *cash flow* operativo –, che esprime il saldo tra la liquidità generata ed assorbita dall'azienda durante il compimento delle operazioni tipiche quotidiane.

Da esso va tenuto distinto il flusso potenziale di liquidità, ossia il flusso di liquidità che le medesime operazioni sarebbero state in grado di generare qualora non si fossero verificati movimenti nell'entità dei crediti operativi, dei debiti operativi e del magazzino: potremmo dire, cioè, senza le interferenze prodotte sulla liquidità dalle politiche di magazzino e dalle politiche di dilazione in entrata e in uscita.

L'EBITDA (*Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) è l'indicatore più adatto a monitorare tale flusso.

La letteratura attribuisce utilità a fini decisionali anche ai flussi di liquidità a servizio del debito e a servizio *dell'equity*, che già dalla denominazione fanno intendere la loro portata informativa:

- il primo indica la liquidità destinabile al servizio del debito (rimborso dei debiti e pagamento degli oneri finanziari);
- il secondo la liquidità disponibile per la remunerazione di portatori di capitale di rischio.

Benché i valori siano desunti da rendiconti, e quindi abbiano contenuto consuntivo più che preventivo, è indubbio che gli andamenti storici siano in grado di segnalare l'esistenza di tendenze in atto che possono lasciare presagire future linee di evoluzione della gestione.

4. Disegno della ricerca

La domanda di ricerca che guida il presente contributo è il risultato di un processo argomentativo che trova il proprio fulcro concettuale nell'attribuzione ai *financial covenants* di una peculiare funzione economica, limpidamente espressa nella concezione teorica di Dewatripont e Tirole:

- ❖ consentire, in condizioni di *performance* aziendali negative, l'assegnazione dei *residual decision rights* ai soggetti in grado di meglio esercitarli per salvaguardare e accrescere il valore dell'impresa, ossia ai prestatori di capitali.

Tale enunciato richiede una condizione necessaria che può essere così esplicitata: gli indicatori richiamati nei *financial covenant* debbono evidenziare tempestivamente la qualità delle *performance* aziendali.

I *financial covenant*, infatti, rinviano a particolari indicatori di bilancio; affinché i primi consentano un'efficiente riallocazione del controllo, i secondi debbono essere utili, ossia funzionali allo scopo. Tali risultano se sono idonei ad evidenziare e comunicare tempestivamente al prestatore di fondi il verificarsi di una situazione in cui la riallocazione del controllo a suo vantaggio è necessaria a fini di efficienza.

Poiché, secondo il modello economico di riferimento, la suddetta situazione si verifica quando l'azienda produce *performance* negative, ne consegue che gli indicatori, per essere utili allo scopo per cui sono monitorati, debbono essere idonei ad evidenziare e comunicare tempestivamente al prestatore di fondi la *performance* dell'azienda.

La condizione necessaria sottostante all'enunciato economico di partenza fornisce, quindi, la domanda di ricerca:

- ❖ gli indicatori richiamati nei *financial covenant* sono idonei ad evidenziare tempestivamente la qualità delle *performance* aziendali, sì da consentire la realizzazione della funzione loro attribuita nel *framework* teorico assunto a riferimento?

La risposta impone una valutazione – di pertinenza della disciplina economico-aziendale – circa l'utilità degli indicatori a cui i *financial covenant* rinviano, utilità intesa come capacità di segnalare tempestivamente lo “stato di salute” dell'azienda.

Tale giudizio, a sua volta, richiede una fase preliminare di identificazione degli indicatori in oggetto.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

A tal fine si è proceduto sia all'analisi di ricerche già disponibili in letteratura sia a una ricognizione empirica. Quest'ultima è stata condotta su quarantasei società *non financial* quotate presso la Borsa Italiana, società che costituiscono il segmento FTSE ITALIA MID CAP, secondo le rilevazioni datate 27 febbraio 2018.

Di esse si è preso in esame il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2016 e, attraverso la sua lettura, si è potuto verificare che trentatré società del campione dichiarano di essere tenute al rispetto di *loan financial covenants* e trentuno specificano la natura degli indicatori a cui le clausole contrattuali fanno riferimento.

Gli indici più utilizzati nei contratti di finanziamento risultano essere:

- PFN/EBITDA[22] con il 77% di riferimenti;
- PFN/PN[23] con il 65%;
- EBITDA/OF[24] (lordi o netti) con il 39%,

seguiti da altri indicatori in percentuali assai minori.

Le rilevazioni convergono con le conclusioni desumibili dalla letteratura in materia, che tra gli indici più utilizzati segnala i tre richiamati. Pertanto, per motivi di brevità, l'analisi seguente si è incentrata esclusivamente su di essi, dei quali si discute, alla luce della letteratura aziendalistica in materia, la capacità segnaletica ed i doveri di comunicazione alle parti interessate, questi ultimi disciplinati dal legislatore e dai principi contabili nazionali e internazionali. È indubbio, infatti, che l'idoneità degli indicatori allo scopo dipende, oltreché dalla qualità, dalla disponibilità delle informazioni in tempi utili all'assunzione delle decisioni conseguenti.

Il metodo utilizzato è un connubio tra momento deduttivo e induttivo, come nella tradizione della disciplina economico-aziendale.

In particolare, la limitatezza della ricerca empirica richiede cautela nelle conclusioni, in attesa che le rilevazioni vengano estese in senso diacronico e spaziale, sì da approntare una banca dati in materia di *financial covenants* allo stato non ancora disponibile per le società quotate presso la Borsa Italiana.

5. La qualità della comunicazione resa al finanziatore

Alla luce di quanto già richiamato, l'efficacia dei *financial covenant* risiede nella loro idoneità a consentire il trasferimento in capo ai *lender* dei diritti residuali di controllo quando necessario a fini di efficienza.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

A tal scopo è necessario che il creditore acquisti consapevolezza della perdita di affidabilità economico-finanziaria del debitore in tempo utile ad esercitare le sue prerogative: pertanto, quale tipo di comunicazione finanziaria dovrebbe essere resa dal secondo al primo?

La comunicazione dovrebbe essere significativa, neutrale e tempestiva.

- ✓ L'informazione può dirsi significativa quando gli indici assunti nei *financial covenant* consentono di monitorare efficacemente la capacità dell'azienda prenditrice di fondi di far fronte al servizio del debito, nel breve come nel medio/lungo periodo.
- ✓ Debbono, quindi, saper segnalare il presumibile grado di solvibilità e solidità dell'azienda ed essere il più possibile esenti da politiche di bilancio, ossia da comportamenti del management, per lo più di natura contabile, diretti esclusivamente a ingenerare nel lettore del bilancio il convincimento che l'azienda goda di condizioni economico-finanziarie migliori di quelle presentate in assenza di siffatte condotte opportunistiche. Tale requisito della comunicazione economico-finanziaria è noto come neutralità.
- ✓ La comunicazione resa al creditore deve anche essere tempestiva, per segnalare all'investitore l'accentuarsi del rischio di insolvenza in tempo utile a consentirgli di esercitare i propri poteri di controllo, attivando forme di interferenza di intensità crescente di cui ha egli le prerogative, sino a giungere, se necessario, alla rinegoziazione di talune condizioni contrattuali e alla revoca del finanziamento, nelle condizioni estreme di violazione dei *covenant*. In ordine a quest'ultimo requisito, con riferimento al contesto italiano e alle società sottoposte alle disposizioni del Codice Civile in materia di redazione del bilancio di esercizio, la Nota Integrativa e la Relazione sulla gestione sono i documenti deputati a informare i terzi in merito all'esistenza di finanziamenti che comportino il rispetto di *covenants*. Ove, poi, si verifichi la rottura di *covenants*, il rischio per la continuità aziendale va debitamente evidenziato e motivato in Nota Integrativa. Rilevano, in merito, le disposizioni dell'OIC 19, in base alle quali i finanziamenti a medio/lungo periodo assistiti da *covenants* che risultino violati debbono essere riclassificati tra le passività a breve termine, salvo che tra la data di chiusura dell'esercizio e la data di redazione del bilancio non siano intervenuti nuovi accordi contrattuali con il prestatore di fondi.

Nulla vieta, inoltre, che gli accordi tra le parti disciplinino anche specifici obblighi di informativa, sì da rendere al creditore una comunicazione non solo più tempestiva ma anche più analitica, riducendo di fatto le asimmetrie informative. Ne può esser esempio la richiesta di verifica dei *covenant* sulla base di documenti informativi interni di natura

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

prospettica, quali budgets e piani industriali. Tali clausole, come già visto, sono denominate *information covenants*.

6. La coerenza tra *financial covenant* e loro funzione economica

Si è già segnalato come uno tra gli indici più ricorrenti, tanto nel contesto domestico quanto internazionale, sia quello ottenuto dal rapporto tra PFN (va ricordato che la posizione finanziaria netta può essere variamente calcolata. Qui la si intende ottenuta sottraendo dai debiti di finanziamento tutte le attività di uguale natura finanziaria - *interest bearing* - non strategiche. Altre volte viene calcolata ponendo come minuendo le attività di natura finanziaria e come sottraendo le passività relative alla stessa area di gestione) ed EBITDA.

Esso coniuga un dato *stock* – PFN – con un dato di flusso – EBITDA –, sì da superare il limite degli indicatori che attingono i valori esclusivamente dallo stato patrimoniale, ossia dal prospetto contabile dedicato alla rappresentazione del capitale di funzionamento ad una specifica data: la data di chiusura del periodo amministrativo, e, in forza di ciò, capace di fornire solo una visione statica della situazione patrimoniale e finanziaria dell'azienda.

Il numeratore della frazione – la PFN – esprime il ricorso a finanziamenti di terzi negoziati sul mercato dei capitali, al netto della liquidità e delle attività di natura finanziaria non strategiche. Maggiore è l'esposizione nei confronti di terzi più vulnerabile è l'azienda, sia sul versante finanziario che economico. Riguardo al primo aspetto – quello finanziario – i debiti di finanziamento introducono un elemento di rigidità nella gestione, giacché impongono flussi in uscita per il loro rimborso nelle modalità convenute. Ne discende anche la necessità di provvedere a reperire fonti di finanziamento sostitutive, essenziali per conservare il medesimo livello di investimenti.

Riguardo al secondo aspetto – quello economico –, l'onerosità esplicita dei debiti di finanziamento introduce un ulteriore elemento di rigidità per la gestione.

Se la PFN esprime un valore statico, il confronto con l'EBITDA consente di recuperare una prospettiva dinamica.

L'EBITDA, infatti, è somma algebrica di flussi di reddito della gestione corrente; dai flussi trae la sua natura cinetica. Esso, tuttavia, include solo alcuni dei flussi suscitati dalle operazioni di gestione corrente: i soli costi e ricavi di natura monetaria.

Si tratta di quei flussi reddituali che furono la contropartita contabile di variazioni finanziarie connesse ad operazioni di acquisto di materie e servizi e di vendita di prodotti condotte nel corso del periodo amministrativo: operazioni ricomprese, appunto, sotto la denominazione di gestione corrente.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

L'applicazione del metodo della partita doppia nelle rilevazioni contabili comporta, infatti, in caso di operazioni di acquisto di materie e servizi, l'annotazione di variazioni finanziarie che misurano la contestuale formazione di costi e ricavi. Tali variazioni finanziarie possono assumere la forma di uscite e entrate di denaro o, in sostituzione, di accensione di debiti e di crediti operativi.

I costi e i ricavi monetari rappresentano, quindi, il riflesso sul piano economico di movimentazioni finanziarie altrimenti non desumibili dal prospetto di stato patrimoniale, che delle poste di natura finanziaria sintetizza la sola consistenze finale alla data di chiusura del bilancio. Questo fa sì che i flussi finanziari della gestione corrente possano desumersi solo dalle variazioni economiche che dai primi furono misurate.

Poiché i flussi di reddito utilizzati per il calcolo dell'EBITDA sono segnaletici di flussi finanziari, l'indicatore possiede la capacità di raccordare l'aspetto reddituale con l'aspetto finanziario della gestione. Nella prospettiva finanziaria esso diventa espressivo della liquidità potenzialmente generata e assorbita dalla gestione corrente nel corso del periodo amministrativo di cui si rendicontra.

L'inclusione nel calcolo dell'EBITDA della variazione del magazzino conferma tale interpretazione, giacché le rimanenze finali e le esistenze iniziali, qualunque sia la natura merceologica di beni in magazzino e lo stato di avanzamento della loro lavorazione, possono essere interpretate, in termini finanziari, come una stima di mancate entrate, mancate uscite e rettifiche di quest'ultime, ossia come ulteriori flussi di liquidità potenziale della gestione corrente.

Nella prospettiva reddituale, l'EBITDA è talora preferito all'EBIT – *Earning Before Interest Taxes* – come indicatore di *performance* per il suo contenuto meno soggettivo, in quanto la gran parte dei valori reddituali oggetto di stima da parte del redattore del bilancio sono a valle dell'EBITDA, ma a monte dell'EBIT.

L'insieme solidale di PFN ed EBITDA dà origine a un indicatore segnaletico della capacità di far fronte all'indebitamento finanziario netto ricorrendo ai flussi finanziari della gestione corrente: più precisamente, consente di stimare gli anni teoricamente necessari all'estinzione del debito supponendo una stabilizzata attitudine della gestione operativa quotidiana alla generazione dei flussi rilevati, nell'ipotesi, molto forte, di assenza di fabbisogni in altre aree della gestione e di costanza del capitale circolante netto operativo.

Ugualmente utilizzato è l'indice espresso dal rapporto tra EBITDA ed oneri finanziari, in genere netti. Con esso si intende sorvegliare la capacità dell'azienda di far fronte al pagamento degli oneri finanziari con i proventi finanziari e, per l'eccedenza, ricorrendo alla liquidità potenzialmente generata dalla gestione corrente; pertanto esso può essere letto anche come indicatore della capacità dell'azienda di sostenere un ulteriore

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

indebitamento. Fornisce un'informazione di estremo interesse per i prestatori di capitale che si attendono la restituzione del capitale e un prestabilito compenso per il fattore della produzione prestato.

Talora l'indice è calcolato ponendo al numeratore, anziché l'EBITDA, il reddito operativo o EBIT; in tal caso esso indica la sostenibilità dell'indebitamento finanziario in termini di capacità del reddito operativo di far fronte al costo dell'indebitamento.

Altro indicatore che si è già individuato come uno dei più presenti nei *financial covenant* è il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto. Esso esprime il *leverage*, ossia il grado di dipendenza o, viceversa, di autonomia patrimoniale dell'azienda rispetto a terzi prestatori di fondi sul mercato dei capitali.

Se la PFN segnala un elemento di rigidità della gestione, limitando l'autonomia decisionale del management sotto l'aspetto finanziario ed economico, diversamente accade per il Patrimonio netto.

È ben noto, infatti, come il capitale di proprietà risulti stabilmente vincolato alla gestione aziendale, senza obblighi di rimborsi.

Sotto il profilo economico, poi, il capitale di proprietà è portatore di sole aspettative ad una remunerazione residuale adeguata al profilo di rischio dell'investimento.

L'aspettativa può convertirsi in un diritto solo nella misura in cui la gestione produca utili, la cui distribuzione è comunque subordinata a una delibera in tal senso dell'assemblea ordinaria.

7. Conclusioni

L'analisi degli indicatori a cui i *financial covenants* fanno in genere riferimento consente di formulare una prima risposta alla domanda di ricerca posta inizialmente.

In ordine alla qualità dell'informativa, gli indici più utilizzati dalla prassi possiedono un'indubbia capacità segnaletica dell'attitudine dell'azienda a far fronte alle proprie obbligazioni in denaro nei tempi concordati, sia nel breve sia nel medio/lungo periodo, pur nei limiti imposto dalla derivazione dei dati dal bilancio di esercizio.

D'altro canto, poiché traggono i valori esclusivamente dai prospetti di stato patrimoniale, conto economico, ed eventualmente dal rendiconto finanziario, tali indicatori sono preferiti ad altri più complessi e sofisticati, ma proprio per questo confutabili.

STUDIO LEGALE
AVVOCATO ALBERTO RIZZO
PATROCINANTE IN CASSAZIONE

La natura prevalentemente finanziaria degli indici, inoltre, consente un immediato collegamento con il grado di solvibilità dell'azienda e ne favorisce la neutralità: minore è la presenza di valori oggetto di stima, minore è la possibilità di dar corso a comportamenti opportunistici da parte degli amministratori.

In conclusione, pare di poter affermare che gli indicatori esaminati presentino un buon compromesso tra efficienza ed efficacia, ossia tra semplicità di calcolo e affidabilità informativa.

È evidente che tutti gli indicatori richiamati possono essere di solo ausilio alla prospettazione degli andamenti futuri, giacché la gestione trascorsa, trasfusa nei dati contabili sulla cui base gli indici sono calcolati, non sarà mai ripetibile e le ipotesi soggiacenti alle valutazioni di fine esercizio potranno essere verificate nella loro conformità alla realtà solo a posteriori e con esclusione dei valori congetturati.

Con riferimento, poi, alla tempestività, se gli obblighi di legge paiono troppo blandi in merito, nulla vieta che le parti concordino verifiche più frequenti tali da consentire di allertare le parti appena segnali deboli di criticità comincino a manifestarsi.

Esistono, in definitiva, gli strumenti affinché i *financial covenant* siano coerenti con le funzioni che autorevole dottrina economica assegna loro, ossia il passaggio dei *residual control rights* in capo al *lender* quando *performance* aziendali negative lo rendano necessario. Il passaggio non sarà in genere improvviso. La capacità degli indicatori di cogliere segnali "deboli" di difficoltà, appena essi iniziano a manifestarsi, prima che risultino di tutta evidenza, permette di esercitare un'interferenza sugli organi amministrativi aziendali più blanda di quella che si rende necessaria quando i *covenant* sono ormai violati, ma particolarmente efficace per la sua tempestività.

Lo strumento, se ben concordato e utilizzato, è idoneo a indirizzare il management verso comportamenti orientati all'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa, facendo opportunamente leva sulla forza dissuasiva che i portatori di capitale di credito possiedono verso atteggiamenti opportunistici manageriali.