ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI GENOVA

-

Martedì 8 aprile 2025 ore 14,30 – 16.30

INCONTRO DI STUDIO
a cura della Commissione Diritto Societario
dell'ODCEC di Genova

EBITDA E PFN A FINI VALUTATIVI E NEGOZIALI

Approfondimenti alla luce del documento redatto dalla Commissione di studio CNDCEC «Valutazioni per il bilancio»

presso la Sala Convegni ODCEC Genova

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN): approccio civilistico, IFRS e negoziale

dott. Giovanni Battista Raggi

La **Posizione Finanziaria Netta (PFN) misura l'indebitamento finanziario netto di un'azienda**, calcolato come la differenza tra il totale dei debiti finanziari (incluse passività come prestiti bancari, obbligazioni, debiti leasing, etc.) e le disponibilità finanziarie attive (liquidità, equivalenti di cassa e altre attività finanziarie prontamente liquidabili).

In formula semplificata:

PFN = Debiti finanziari lordi – (Cassa e mezzi equivalenti + Altre attività finanziarie correnti)

Un **valore positivo** di PFN indica **debito netto** (indebitamento finanziario eccedente le disponibilità liquide), mentre un **valore negativo** indica una posizione di **cassa netta** (liquidità eccedente i debiti finanziari).

La PFN è ampiamente utilizzata nell'analisi finanziaria e nei documenti societari, in quanto **fornisce un'indicazione immediata della leva finanziaria dell'azienda e della sua solidità finanziaria**.

Ad esempio, il rapporto **PFN/EBITDA** è comunemente impiegato per valutare la **sostenibilità del debito**: esprime in quanti anni un'azienda, con la generazione di cassa operativa (EBITDA), potrebbe teoricamente rimborsare il proprio indebitamento finanziario netto

Analogamente, indicatori come **PFN/Patrimonio Netto** segnalano la proporzione di indebitamento rispetto al capitale proprio (misurando la leva finanziaria)

la PFN ricopre un ruolo fondamentale:

- nei covenant bancari
- nell'analisi di bilancio
- nelle valutazioni d'azienda
- nelle operazioni di M&A (fusioni e acquisizioni)

In tali contesti, viene **utilizzata** per **passare** dal **valore complessivo dell'impresa** (Enterprise Value o EV) al **valore del capitale proprio** (Equity Value).

Data la sua **importanza trasversale**, è essenziale comprendere come la PFN venga determinata secondo i diversi riferimenti contabili (bilancio civilistico italiano vs. principi IAS/IFRS) e come venga rettificata in sede negoziale per rappresentare correttamente l'indebitamento nell'ambito di trattative

Definizione e ruolo della PFN nel bilancio e nella valutazione nei covenant bancari

In dottrina e prassi la PFN (detta anche indebitamento finanziario netto) è considerata un indicatore alternativo di performance che sintetizza la struttura finanziaria di un'azienda.

Le voci da includere nel calcolo possono variare leggermente a seconda dei principi contabili e delle linee guida di riferimento, ma in generale comprendono:

- **Debiti finanziari**: finanziamenti bancari, obbligazioni, scoperti di conto, debiti verso società di leasing, debiti verso factor (in caso di factoring pro-solvendo), e in generale tutte le passività di natura prettamente finanziaria a breve e medio-lungo termine.
- **Disponibilità finanziare attive**: cassa e depositi bancari, mezzi equivalenti (es. titoli a breve termine assimilabili a liquidità) e altre attività finanziarie correnti che possono essere liquidate facilmente per rimborsare debiti. È importante notare che, secondo le linee guida ESMA, tra le attività finanziarie correnti da includere a riduzione della PFN rientrano anche i titoli negoziabili detenuti dall'azienda che non siano liquidità, equivalenti di cassa o derivati di copertura

Definizione e ruolo della PFN nel bilancio e nella valutazione nei covenant bancari

Una PFN correttamente calcolata fornisce dunque la misura del debito netto di cassa effettivamente gravante sull'azienda. Essa trova spazio non solo nell'analisi di bilancio, ma anche – come anticipato – nelle valutazioni d'azienda.

In operazioni di compravendita societaria, infatti, è prassi comune valutare l'impresa in termini di Enterprise Value (ad esempio applicando un multiplo al EBITDA operativo) e poi rettificare tale valore sottraendo la PFN per ottenere il valore del capitale proprio da corrispondere al venditore (approccio "cash free/debt free"). In altri termini:

Equity Value = Enterprise Value – PFN (ipotizzando PFN > 0 come debito netto)

Maggiore è la PFN (debito netto elevato), minore sarà il valore residuo per gli azionisti, e viceversa.

Una PFN correttamente calcolata fornisce dunque la misura del debito netto di cassa effettivamente gravante sull'azienda. Essa trova spazio non solo nell'analisi di bilancio, ma anche – come anticipato – nelle valutazioni d'azienda.

In operazioni di compravendita societaria, infatti, è prassi comune valutare l'impresa in termini di Enterprise Value (ad esempio applicando un multiplo al EBITDA operativo) e poi rettificare tale valore sottraendo la PFN per ottenere il valore del capitale proprio da corrispondere al venditore (approccio "cash free/debt free"). In altri termini:

Equity Value = Enterprise Value – PFN (ipotizzando PFN > 0 come debito netto)

Maggiore è la PFN (debito netto elevato), minore sarà il valore residuo per gli azionisti, e viceversa.

Ne consegue che la definizione precisa di PFN da adottare in una transazione diventa oggetto di particolare attenzione e negoziazione tra le parti.

Non esiste infatti **una definizione univoca di PFN valida in assoluto**: gli aggregati di bilancio considerati nel calcolo possono cambiare in base ai principi contabili adottati dall'azienda e a varie politiche finanziarie

Per questo motivo, nelle operazioni di M&A l'esatta composizione della PFN rilevante ai fini del prezzo **deve essere concordata** tra acquirente e venditore tipicamente mediante apposite clausole contrattuali che definiscono cosa si intende per "indebitamento finanziario netto" ai fini dell'aggiustamento di prezzo al closing.

PFN nel bilancio civilistico vs. bilancio IAS/IFRS

Dal punto di vista civilistico (principi contabili nazionali OIC), la PFN non è espressamente definita dallo schema di stato patrimoniale previsto dal Codice Civile, ma la sua determinazione segue una logica di sommatoria delle varie passività finanziarie iscritte in bilancio e fuori bilancio, al netto delle attività finanziarie disponibili.

Le linee guida ESMA hanno introdotto uno schema standardizzato di calcolo dell'"indebitamento finanziario netto" per le società emittenti, suddividendo le voci in: liquidità (cassa, equivalenti, altre attività finanziarie correnti), indebitamento finanziario corrente e non corrente (inclusi strumenti di debito) e persino debiti commerciali di natura finanziaria

Tra bilancio civilistico italiano e bilancio IFRS, la principale differenza nella rappresentazione della PFN riguarda il trattamento di alcune operazioni che possono generare debiti "fuori bilancio" nel primo caso, ma che sono invece iscritti in bilancio nel secondo caso seguendo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

I leasing operativi:

- In base alle **regole del Codice Civile** (OIC), i leasing sono contabilizzati col metodo patrimoniale: il bene in leasing rimane iscritto nel bilancio della società concedente (locatore), mentre l'utilizzatore rileva a Conto Economico solo i canoni periodici pagati, senza iscrivere alcuna passività finanziaria connessa al contratto. Il debito derivante dall'impegno futuro di pagamento dei canoni non comparirà quindi tra le passività finanziarie di stato patrimoniale. Solo a riscatto avvenuto (opzione finale di acquisto) il bene viene iscritto tra le attività dell'utilizzatore, insieme all'eventuale debito per il prezzo di riscatto.
- In base ai **principi contabili internazionali** (IAS/IFRS), invece, dal 2019 il nuovo IFRS 16 "Leases" impone il metodo finanziario: tutti i contratti assimilabili a leasing (anche operativi) devono essere rappresentati iscrivendo un cespite (diritto d'uso) e un debito finanziario pari al valore attuale dei pagamenti futuri a carico dell'utilizzatore. Ciò riflette il fatto che l'utilizzatore ha assunto un impegno finanziario, pur non essendo proprietario legale del bene.

Impatti sulla PFN dei leasing operativi:

- nei **bilanci redatti secondo il Codice Civile**, pertanto, l'indebitamento legato a leasing operativi (non rilevato nello stato patrimoniale) va aggiunto manualmente al calcolo della PFN per avere un quadro realistico del debito effettivo. In pratica, si sommerà al debito finanziario contabile anche l'ammontare "fuori bilancio" dei leasing, pari al valore attuale dei canoni residui e del prezzo di riscatto. Tali informazioni sono generalmente fornite nella Nota Integrativa civilistica
- Nei **bilanci IFRS**, invece, questo debito è già compreso nelle passività finanziarie (voce "debiti per leasing"). Ne consegue che, a parità di altre condizioni, un'azienda che adotta gli IFRS presenterà una PFN più elevata (perché include i debiti su leasing operativi) rispetto alla medesima azienda a principi italiani, la quale mostrerebbe quei debiti solo in nota integrativa e non nel calcolo PFN salvo rettifiche.

PFN e Enterprise Value nelle operazioni di M&A

Nelle operazioni di acquisizione aziendale, la PFN assume un ruolo centrale nella determinazione del prezzo. E' prassi diffusa valutare l'azienda sul base del suo valore operativo (Enterprise Value), ad esempio tramite un metodo dei multipli (moltiplicando l'EBITDA per un multiplo di mercato) o un DCF sul unlevered free cash flow, e successivamente aggiustare per la PFN.

Questo approccio "asset side" è complementare al metodo "equity side", in cui si cerca di stimare direttamente l'Equity Value (ad esempio con multipli P/E, o DCF levered). Tuttavia, l'approccio basato sull'EV e PFN è prevalente, perché consente di separare la valutazione del core business dall'impatto della struttura finanziaria.

Equità nella trattativa:

Poiché la PFN incide direttamente sul prezzo finale, la sua definizione contrattuale diventa oggetto di trattativa.

In sede di due diligence finanziaria, l'acquirente esaminerà in dettaglio la composizione dell'indebitamento netto, per identificare eventuali voci da includere o escludere rispetto alla mera PFN da bilancio.

Ad esempio, se l'azienda target ha passività "nascoste" (off-balance) o, al contrario, attività finanziarie non evidenti, queste verranno portate in luce e negoziate. Spesso viene concordato un meccanismo di "closing accounts" dove il prezzo sarà aggiustato euro per euro in base alla PFN effettiva al closing, calcolata secondo una definizione dettagliata inserita nel contratto (SPA).

È fondamentale quindi che tale definizione sia chiara e coerente per evitare contenziosi post-deal.

Coerenza tra PFN ed EBITDA nei multipli di valutazione

Un aspetto cruciale nelle valutazioni per multipli è assicurare la coerenza tra la metrica di redditività utilizzata (tipicamente l'EBITDA) e la PFN che si sottrae all'EV. In particolare, con l'introduzione dell'IFRS 16 questa coerenza ha assunto rilievo: IFRS 16 ha infatti determinato un aumento dell'EBITDA (i canoni di leasing operativi non sono più contabilizzati come costo operativo, riducendo i costi e quindi aumentando il MOL) e parallelamente un aumento del debito finanziario (riconoscendo i debiti per leasing in PFN).

In teoria, se si valuta un'azienda IFRS con multipli EV/EBITDA derivati da società similari anch'esse IFRS, l'effetto combinato di IFRS 16 non altera il valore dell'equity: l'Enterprise Value risulta più alto (per via dell'EBITDA maggiore), ma viene compensato da una PFN più alta da sottrarre, lasciando invariato l'Equity Value.

Tuttavia, in fase di adozione di IFRS 16 non tutti gli operatori di mercato hanno immediatamente adattato i multipli di valutazione. Si sono create potenziali incoerenze qualora, ad esempio, si applicasse un multiplo storico (basato su dati pre-IFRS16) a un EBITDA post-IFRS16 senza aggiustamenti, oppure viceversa.

Come mantenere la comparabilità in questo caso:

- **Metodo "old style":** escludere l'effetto IFRS 16 sia dall'EBITDA che dalla PFN. In pratica, utilizzare un EBITDA comprensivo dei canoni di leasing (come se IFRS16 non fosse applicato) e al contempo escludere i debiti per leasing dalla PFN considerata nell'aggiustamento prezzo. Questo ricrea la situazione pre-IFRS16, utile se i multipli di riferimento provengono da comparables o transazioni antecedenti o non IFRS16. Ad esempio, nei primi anni di applicazione di IFRS 16 molte analisi presentavano ancora indicatori "PFN/EBITDA – old style (ante IFRS16)" proprio per mantenere omogeneità con i covenant e i benchmark storici
- **Metodo full IFRS16 (coerenza completa):** includere IFRS16 sia nell'EBITDA che nella PFN, adottando però multipli recalibrati. Ormai il mercato si è in buona parte adattato e i multipli EV/EBITDA delle società comparabili quotate incorporano IFRS16. In tal caso, lavorare con EBITDA post-IFRS16 e PFN comprensiva dei debiti leasing è appropriato, assicurandosi che il moltiplicatore utilizzato provenga da dati omogenei.

In conclusione:

L'importante è **non mescolare criteri eterogenei**.

Un errore, ad esempio, sarebbe detrarre dalla EV una PFN comprensiva dei debiti per leasing, ma utilizzare un EBITDA che include ancora i costi di leasing (cioè inferiore), oppure il contrario: ciò porterebbe a una sovrastima o sottostima dell'equity value.

Analoghe considerazioni valgono per altre componenti: se nella PFN escludiamo certe voci (es. passività potenziali), dovremmo coerentemente non considerare nell'EBITDA eventuali benefici o oneri correlati non ricorrenti, e gestire tali aggiustamenti in modo simmetrico.

In sintesi, in ambito negoziale la regola aurea è: allineare la definizione di PFN con le metriche di performance usate per la valutazione. Ciò garantisce che l'Enterprise Value attribuito al business e la PFN sottratta siano calcolati sullo stesso perimetro economico-finanziario, evitando arbitraggi involontari.

Rettifiche comuni della PFN a fini negoziali

Di seguito elenchiamo le principali voci oggetto di analisi e negoziazione, evidenziandone il trattamento ai fini della PFN "aggiustata".

- **Debiti per leasing operativi non contabilizzati**: come discusso, se il bilancio è redatto secondo principi che non rilevano tra le passività i leasing operativi (caso di bilanci OIC, US GAAP ante-2019, ecc.), ai fini negoziali tali impegni vengono inclusi nella PFN. Si aggiunge quindi il debito figurativo corrispondente ai canoni futuri dovuti, spesso calcolato come valore attuale dei pagamenti residui. Ciò evita che un'azienda appaia meno indebitata solo perché sfrutta leasing (che altrimenti avrebbero natura di debito "off-balance").
- **Debiti commerciali scaduti:** i debiti verso fornitori e altri debiti operativi normalmente non rientrano nella PFN, in quanto parte del capitale circolante operativo. Tuttavia, se presentano scaduti anomali o dilazioni straordinarie (pagamenti ai fornitori ben oltre i termini fisiologici), indicano che l'azienda si sta finanziando dai fornitori. In tal caso, in un'ottica sostanziale, tali debiti scaduti assumono natura finanziaria e vengono ricompresi nella PFN (incrementandola). Ad esempio, se un'azienda ha €1 milione di fornitori pagati a 180 giorni anziché a 60, quella porzione extra (120 giorni di differita) può essere vista come finanziamento ottenuto dai fornitori, dunque assimilabile a debito finanziario. Le linee guida ESMA confermano esplicitamente questo approccio: nella voce "debiti commerciali e altri debiti non correnti" della PFN vanno inclusi i debiti non remunerati con significativa componente di finanziamento implicito (es. fornitori con scadenze >12 mesi)

Rettifiche comuni della PFN a fini negoziali

- **Debiti tributari e previdenziali non pagati:** similmente, debiti verso Erario e enti previdenziali scaduti (rate non versate, contributi arretrati) rappresentano di fatto un finanziamento ottenuto dallo Stato o dagli enti, spesso mediante dilazioni o rateizzazioni. Anche questi, se presenti oltre i termini di legge, vengono considerati nella PFN aggiustata. In sostanza l'azienda, non pagando tasse e contributi nei termini, ottiene liquidità aggiuntiva equiparabile a un prestito (peraltro spesso gravato da interessi e sanzioni); pertanto l'acquirente vorrà trattarli come debito finanziario da dedurre dal prezzo.
- **Finanziamenti soci infruttiferi e infragruppo:** nelle situazioni in cui l'azienda ha ricevuto prestiti dai soci o dalla controllante senza interessi né scadenza definita, sorge il dubbio se trattarli come vero debito finanziario o quasi-equity. A livello consolidato tali partite sarebbero eliminate, ma quando si valuta la singola società (ad esempio vendita di una controllata con debito verso la casa madre) occorre valutarne la natura. Se si tratta chiaramente di un apporto di capitale mascherato (assenza di rimborso predefinito, natura perpetua del finanziamento), allora in sede negoziale si tende a escluderli dalla PFN, trattandoli come componente di patrimonio netto. In pratica l'acquirente potrebbe dire: "questo debito verso soci in realtà non verrà mai richiesto indietro, è capitale proprio", evitando quindi di dedurlo dal prezzo come fosse un debito finanziario. Viceversa, se anche formalmente infruttifero ma sostanzialmente destinato a essere rimborsato, resterà incluso nella PFN.

Rettifiche comuni della PFN a fini negoziali

- **Fondo trattamento di fine rapporto (TFR)**: il TFR (e analoghi fondi di quiescenza) è contabilizzato come passività di lungo termine di natura operativa (debito verso dipendenti). Dal punto di vista finanziario il TFR rappresenta una forma di autofinanziamento interno. In dottrina ci sono opinioni diverse: c'è chi considera il TFR come debito non appartenente alla PFN (bensì da portare in riduzione del capitale investito netto, trattandolo come elemento operativo), e chi invece lo include nella PFN, proprio perché è denaro di terzi che l'azienda sta temporaneamente utilizzando per finanziare le proprie attività. Dal punto di vista negoziale, se il TFR è significativo, le parti potrebbero accordarsi per includerlo nella definizione di PFN (aumentando così l'indebitamento netto da considerare). L'orientamento ESMA pare supportare questa seconda visione: ha infatti chiarito che tra l'indebitamento "indiretto" di natura finanziaria rientrano anche gli accantonamenti per passività previdenziali come il TFR. Ciò apre la strada alla inclusione del TFR nella PFN in operazioni di M&A, specialmente se l'ammontare è rilevante e l'acquirente ritiene che, dovendo liquidare tali somme, ciò impatterebbe la liquidità aziendale post-acquisizione. Non tutti gli accordi trattano esplicitamente il TFR come debito finanziario, ma è un punto da valutare caso per caso (spesso dipende dal fatto che il TFR rimanga in azienda o venga anticipato/azzerato prima del closing).
- **Strumenti derivati:** i derivati finanziari (es. IRS, forward, etc.) posti in essere dall'azienda possono risultare attivi o passivi in bilancio in base al fair value di mercato. Nella PFN adjusted di solito non si includono i derivati di copertura tra le voci di cassa o debito, preferendo considerarli separatamente. Le linee guida ESMA infatti escludono esplicitamente gli "strumenti derivati con finalità di copertura" dalle attività finanziarie da conteggiare nella PFN. Il rationale è che un derivato di copertura (ad esempio un Interest Rate Swap su un debito) non è una risorsa liquida né un debito autonomo, ma piuttosto un aggiustamento del costo del debito sottostante.

Rettifiche comuni della PFN a fini negoziali

- **Disponibilità liquide vincolate o eccedentarie:** la PFN per definizione sottrae tutta la cassa e gli equivalenti disponibili. In alcuni casi però occorre valutare se tutta la cassa sia effettivamente libera: ad esempio depositi cauzionali vincolati a garanzia non sono utilizzabili liberamente (andrebbero magari riclassificati tra crediti finanziari non correnti, quindi esclusi dalla liquidità PFN). D'altro canto, se l'azienda detiene una cassa eccedente il fabbisogno operativo (surplus di tesoreria), spesso l'acquirente ritiene di pagare tale eccedenza come parte della PFN negativa (cassa netta) solo se potrà effettivamente estrarla post-acquisizione (dividendo straordinario, etc.). In alcuni accordi complessi si definisce un livello di "cash normale" da lasciare in azienda (working cash) e l'eccedenza viene aggiunta al prezzo a parte. In generale comunque, nel calcolo base della PFN tutta la liquidità contabilizzata viene inclusa; eventuali accordi su cassa minima o distribuzioni pre-closing vengono gestiti separatamente a livello contrattuale.
- **Altre rettifiche varie:** a seconda del caso concreto, possono emergere ulteriori voci da considerare come debito o credito finanziario ai fini della PFN. Ad esempio: accantonamenti per cause legali o ambientali (di solito esclusi dalla PFN e valutati a parte, salvo che l'acquirente li voglia trattare come "debt-like items" se di pagamento certo), debiti per opzioni put verso azionisti di minoranza (possono essere assimilati a debito finanziario), crediti finanziari verso terzi di dubbia esigibilità (potrebbero essere esclusi dalle attività finanziarie nette), e così via. L'aspetto chiave è la natura finanziaria: tutto ciò che rappresenta un'obbligazione monetaria certa o quasi-certa, che l'azienda dovrà finanziare con risorse finanziarie, tende a rientrare nella PFN aggiustata; viceversa elementi meramente operativi o potenziali ne restano fuori.

Rettifiche comuni della PFN a fini negoziali

Voce di bilancio	Trattamento nella PFN "aggiustata"
Leasing operativi (off-balance)	**Inclusi** come debito finanziario (aggiungere valore attuale canoni
Fornitori scaduti oltre termini	**Inclusi** come debito finanziario (considerati finanziamento da fornitori)
Debiti fiscali/previdenziali scaduti	**Inclusi** come debito finanziario (azienda si finanzia posticipando imposte
Finanziamenti soci infruttiferi	**Esclusi** dalla PFN se sostanzialmente quasi-capitale (assenza interessi/scadenza
Trattamento di fine rapporto (TFR)	**Possibile inclusione** nella PFN come debito finanziario di lungo termine (indebitamento "indiretto")
Derivati di copertura	**Esclusi** dal calcolo PFN (trattati a parte; fair value non considerato in cassa/debito)
Attività finanziarie non operative	**Escluse** se non liquidabili (partecipazioni strategiche, ecc.). **Incluse** se liquidabili **entro breve** (es. titoli negoziabili non strategici)
Cassa vincolata	**Esclusa** dalle disponibilità PFN se non liberamente disponibile (analisi caso per caso, es. depositi a garanzia).
Altri elementi "debt-like" (provisioni, put, etc.)	**Da valutare**: possono essere inclusi se di natura finanziaria certa (es. debito verso minoranza con opzione put), oppure gestiti con apposite clausole di indennizzo.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Factoring (cessione di crediti)

Il **factoring** è un'operazione tramite la quale un'azienda cede i propri crediti commerciali ad un intermediario finanziario (factor) ottenendo in cambio liquidità immediata.

Esistono due forme principali:

- pro-solvendo (con recourse)
- pro-soluto (senza recourse).

Nel factoring con rivalsa (pro-solvendo), l'azienda cedente rimane garante dell'eventuale insolvenza del debitore ceduto: in sostanza, se il cliente non paga, il factor può rivalersi sull'azienda cedente.

Nel factoring pro-soluto, invece, il rischio di mancato pagamento è trasferito al factor, che non potrà rivalersi sulla cedente in caso di insolvenza del debitore.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Questa distinzione ha conseguenze contabili e quindi impatto sulla PFN:

- **Factoring pro-solvendo (recourse):** Poiché il rischio rimane in capo all'azienda, in base ai principi contabili il credito ceduto non viene eliminato dal bilancio (non si ha derecognition completa). Di fatto l'operazione è assimilabile a un finanziamento: l'azienda ottiene liquidità ma a fronte di un debito (eventuale obbligo di restituzione al factor se il cliente non paga). In pratica, nei bilanci IFRS il credito rimane iscritto nell'attivo e contestualmente si rileva un debito finanziario verso il factor, generando PFN invariata (aumenta la cassa ma aumenta parimenti il debito finanziario). Nei bilanci civilistici spesso si presenta il netto: il credito può risultare ceduto e sostituito da "anticipi su crediti" nel passivo. Ai fini pratici, comunque, il debito verso la società di factoring per l'anticipo ricevuto è incluso tra le passività finanziarie (tipicamente voce debiti vs factor a breve termine). Pertanto nella PFN vanno compresi questi debiti verso factor (che infatti figurano già nel bilancio come debiti finanziari).
- **Factoring pro-soluto (no recourse):** Se le condizioni di trasferimento del rischio soddisfano i criteri di derecognition (per IFRS 9 o per OIC), il credito commerciale esce dal bilancio dell'azienda cedente e viene rimpiazzato dalla liquidità incassata dalla cessione. Non essendoci obblighi di restituzione (salvo garanzie su vizi del credito, etc.), non sorge alcun debito verso il factor. L'effetto immediato è una riduzione del capitale circolante netto (minori crediti commerciali) e un aumento della cassa. Formalmente, la PFN migliora poiché la cassa (voce attiva che riduce la PFN) aumenta, mentre non vi sono nuovi debiti finanziari. Tuttavia, è importante considerare il contesto negoziale: se un'azienda in vendita cede pro-soluto una grossa fetta di crediti poco prima del closing, la sua PFN apparirà più bassa (migliore) e il prezzo per gli azionisti aumenterà di conseguenza, ma l'acquirente potrebbe obiettare che si tratta di un'operazione non ricorrente che altera l'equilibrio circolante. Per tutelarsi, l'acquirente spesso inserisce nel contratto una clausola di normalizzazione del capitale circolante.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Caso pratico – factoring e PFN:

Si consideri l'azienda Alfa S.p.A. che normalmente incassa i crediti a 90 giorni. Immediatamente prima della vendita, Alfa cede pro-soluto tutti i crediti per €10 milioni ottenendo magari €9.8 milioni al netto di commissioni. La PFN al closing migliora di €9.8M (più cassa, zero debiti aggiuntivi). Se non vi fosse aggiustamento di capitale circolante, il venditore otterrebbe €9.8M in più nel prezzo. L'acquirente però eredita un'azienda con zero crediti iniziali (che dovrà ricostituire vendendo a sua volta, finanziando nuovamente il circolante). Per equità, le parti dovrebbero aver concordato che un'operazione del genere non alteri il prezzo: o il venditore si impegna a non fare factoring straordinario, o si aggiusta il NWC/PFN di conseguenza. Questo esempio illustra perché PFN e NWC vanno valutati congiuntamente in negoziazione: cassa extra generata cedendo crediti è spesso compensata da un calo del NWC accertato, per cui PFN ed EBITDA "cash" rimangono coerenti.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Reverse factoring (finanziamento fornitori)

Il reverse factoring (o supply chain finance) è l'operazione inversa: riguarda i debiti verso fornitori. In uno schema tipico di reverse factoring, un intermediario finanziario (banca o factor) si interpone tra l'azienda e i suoi fornitori: la banca paga anticipatamente i fornitori per conto dell'azienda, e l'azienda poi paga la banca ad una scadenza successiva concordata. Questo meccanismo può essere utilizzato semplicemente per garantire pagamenti puntuali ai fornitori (la banca paga a 30 giorni, l'azienda restituisce a 60, fornitore contento, azienda paga una piccola commissione), oppure può essere sfruttato per estendere i termini di pagamento oltre il normale (es. il fornitore viene pagato subito dalla banca, e l'azienda paga la banca a 120 giorni anziché 60). In tal caso l'azienda ottiene un beneficio di liquidità, finanziandosi a breve termine tramite la banca.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Come viene contabilizzato?

Spesso l'azienda continua a classificare il debito verso la banca tra i debiti verso fornitori (operativi) anziché tra i finanziamenti bancari, poiché formalmente paga ancora una "fattura" sebbene al nuovo beneficiario (la banca). Gli standard contabili attuali permettono, in certa misura, questa classificazione come debito commerciale, e frequentemente tali operazioni non vengono evidenziate separatamente in bilancio.

Il rischio è che si crei un debito finanziario occulto: l'azienda appare con debiti finanziari bassi (perché il finanziamento fornitori è nascosto nei debiti di fornitura), mentre in realtà sta usufruendo di credito bancario per finanziare il circolante. Ciò può distorcere gli indici di PFN e anche i flussi di cassa operativo, ingannando analisti e partner commerciali sulla reale esposizione finanziaria.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Trattamento nella PFN adjusted:

in sede di analisi e negoziazione, è indispensabile identificare l'eventuale presenza di reverse factoring. Se esistente, l'acquirente e i revisori riclassificheranno l'ammontare di debiti verso fornitori coinvolti nel programma come debito finanziario. In pratica, l'importo dei debiti a fornitori che sono stati pagati anticipatamente dalla banca ma non ancora rimborsati dall'azienda viene aggiunto alla PFN (se non già incluso). Questo per coerenza con la sostanza: l'azienda ha contratto un finanziamento a breve. Tale riclassifica incrementa la PFN e riduce conseguentemente il prezzo in operazioni M&A (in quanto l'indebitamento effettivo è maggiore di quanto appaia dai soli dati contabili). Le linee guida ESMA sul prospetto PFN, come visto, includono nella voce K) "debiti commerciali e altri debiti non correnti" quei debiti che hanno natura finanziaria implicita (ad esempio dilazioni >12 mesi).

Nel caso del reverse factoring, spesso le dilazioni non superano i 12 mesi (si parla di pochi mesi), ma il carattere finanziario è comunque presente (specie se sono accordati termini extra rispetto al normale). Dunque, anche al di là di ESMA, la prassi consolidata è considerare i debiti di reverse factoring come "debt-like".

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Aspetti di disclosure:

Poiché il reverse factoring può alterare significativamente gli indici finanziari, vi è una crescente attenzione da parte dei regolatori. ESMA ha pubblicamente sollecitato gli emittenti a migliorare l'informativa su queste operazioni, data la possibilità di sottostimare l'indebitamento finanziario e i rischi di liquidità correlati se non divulgate adeguatamente. Anche l'IFRIC (comitato interpretativo IFRS) ha discusso il tema, portando molte società a inserire maggiori dettagli in nota integrativa: ad esempio, indicando l'ammontare dei debiti verso fornitori soggetti a programmi di supply chain finance e le relative condizioni. Dal punto di vista valutativo, un acquirente prudentemente valuterà l'impatto di un eventuale ritiro di linee di reverse factoring post-acquisizione: se l'azienda target dipende da questo strumento per finanziare il circolante, il venir meno del programma (per decisione della banca o strategia del nuovo proprietario) potrebbe richiedere risorse finanziarie aggiuntive immediate, aumentando di colpo la PFN. Pertanto, spesso tali situazioni vengono gestite con clausole in cui il venditore garantisce che i livelli di debito fornitori non contengono quote atipiche finanziate da terzi, oppure l'acquirente calcola la PFN come se dovesse rimborsare tutti i debiti di reverse factoring al closing.

Operazioni di factoring e reverse factoring nella PFN

Caso pratico – reverse factoring:

La società Beta S.r.l. ha 100 di debiti verso fornitori; di questi, 40 sono stati pagati da Banca X, con scadenza estesa di 90 giorni per Beta (reverse factoring attivo). In bilancio Beta mostra ancora 100 di debiti fornitori. Un analista superficiale calcolerebbe la PFN di Beta considerando solo i prestiti bancari e trovando, ad esempio, 50. Tuttavia, un analista accorto riclassificherà quei 40 come debito finanziario: la PFN effettiva diventa 90. Se Beta fosse oggetto di acquisizione, quell'extra 40 verrebbe quasi certamente trattato come debito nella definizione di PFN contrattuale, riducendo il prezzo per i soci venditori. Questo evidenzia come una corretta due diligence può far emergere debito nascosto e proteggere l'acquirente da sorprese. D'altro canto, per il venditore è fondamentale anticipare queste analisi, fornendo trasparenza sulle proprie pratiche di pagamento e finanziamento del circolante, al fine di evitare che l'acquirente applichi penali eccessive sul prezzo per prudenza.

Conclusioni

La Posizione Finanziaria Netta è un indicatore essenziale per comprendere la posizione finanziaria di un'azienda e gioca un ruolo chiave sia nei rapporti con finanziatori (covenant, rating) sia nelle valutazioni per operazioni straordinarie. Abbiamo visto come la PFN varia al variare dei principi contabili adottati (civilistici vs IFRS) e come i nuovi standard (IFRS 16) e le linee guida ESMA abbiano ampliato la visione includendo elementi prima fuori bilancio. **Per i dottori commercialisti e i CFO è cruciale padroneggiare queste differenze e saper riconciliare i diversi approcci**, così da presentare e analizzare i dati finanziari in modo accurato e consistente. **In ambito negoziale, la PFN diventa terreno di confronto**: definire con precisione cosa rientra nell'indebitamento finanziario netto e assicurare la coerenza con gli indicatori di redditività (come l'EBITDA) è fondamentale per raggiungere un accordo equo sul prezzo e prevenire dispute future.

In pratica, una PFN ben definita e condivisa tra le parti contribuisce a una **due diligence trasparente**, a una valutazione d'azienda corretta e a un closing privo di intoppi. Occorre quindi un approccio rigoroso e allo stesso tempo flessibile:

- *rigoroso* nell'identificare tutti i debiti finanziari sostanziali (inclusi quelli indiretti o occulti come leasing off-balance, factoring, debiti dilazionati, etc.)
- *flessibile* nel saper adattare la definizione di PFN al caso concreto e alle esigenze negoziali (accordandosi su eventuali eccezioni o soglie di materialità).

Conclusioni

Infine, i casi pratici esaminati (leasing, factoring, reverse factoring) mostrano quanto sia importante **collegare la PFN al contesto operativo** dell'azienda: la PFN non va letta isolatamente, ma insieme all'analisi del **capitale circolante** e delle politiche finanziarie adottate. Un CFO accorto manterrà coerenza tra la gestione finanziaria (ad esempio decidendo se utilizzare factoring o meno) e la comunicazione agli stakeholder, consapevole che ogni scelta potrà riflettersi sulla PFN e quindi sulla percezione del rischio e del valore dell'azienda. Allo stesso modo, il commercialista che assiste in una trattativa saprà consigliare il proprio cliente su quali **rettifiche di PFN** aspettarsi o richiedere, alla luce dei principi contabili (civilistici o IFRS) applicati e della prassi di mercato.

In conclusione, la PFN è **un indicatore sintetico ma potentissimo**: dietro un singolo numero riassuntivo si celano considerazioni contabili, finanziarie e negoziali di grande portata. Una piena padronanza di cosa compone la PFN e di come **influirla correttamente** nei diversi contesti permette di valutare un'azienda in modo più completo e di condurre negoziazioni su basi solide e condivise, garantendo decisioni informate e il successo nelle operazioni finanziarie e strategiche.