



DOCUMENTO DI RICERCA

EBITDA E PFN A FINI VALUTATIVI E NEGOZIALI

AREE DI DELEGA CNDCEC

Principi Contabili e di
valutazione

CONSIGLIERE DELEGATO

Presidente Elbano de Nuccio

MARZO 2024



Commissione di studio CNDCEC “Valutazioni per il bilancio”

Consigliere delegato

Elbano de Nuccio – *Presidente Cndcec*

Presidente

Debora Gagliardi

Segretario

Alberto Dell’Acqua*

Componenti

Angelo Capuzzo

Antonio Cutolo

Giovanni De Leva

Marco Della Putta*

Francesco Falcone

Marco Maffei

Giuseppe Daniele Manenti*

Daniele Pasquini*

Stefano Ricci*

Staff tecnico

Matteo Pozzoli-*Ufficio Legislativo CNDCEC*

Nicola Lucido-*Ricercatore FNC*

Alessandra Pagani-*Ricercatore FNC*

*Sottocommissione



Sommario

PREMESSA	3
1. NOZIONE DI EBITDA	5
2. CONSIDERAZIONI CIRCA L'INCLUSIONE O L'ESCLUSIONE DI TALUNE COMPONENTI ECONOMICHE	6
3. RETTIFICHE ALL'EBITDA A FINI NEGOZIALI	8
4. NOZIONE DI PFN	13
5. RETTIFICHE ALLA PFN A FINI NEGOZIALI	17
6. OPERAZIONI DI <i>FACTORING</i> : IMPATTI SULLA PFN	19
7. COERENZA APPLICATIVA TRA GRANDEZZE: ALCUNI ESEMPI DI PRASSI	21
APPENDICE 1: INDICATORI DI <i>PERFORMANCE</i> ECONOMICA ALTERNATIVI ALL'EBITDA	27

Premessa

La quotidiana frequentazione del mondo aziendale e la necessità di individuare degli agili e condivisibili misuratori di performance, nonché l'esperienza maturata nell'effettuazione di operazioni straordinarie (fusioni o acquisizioni, anche "M&A") rendono comune il ricorso ad almeno due grandezze contabili che vogliono essere l'oggetto di analisi del presente contributo: si tratta dell'Ebitda e della Posizione Finanziaria Netta ("PFN").

L'Ebitda, acronimo di *Earnings before interests taxes, depreciation and amortization*, viene anche definito "indicatore alternativo di performance" in quanto, pur rappresentando una misura del risultato economico di un periodo aziendale, non è statuito da alcuno *standard setter* (né internazionale, né tantomeno italiano) e, in questo senso, è alternativo rispetto alle definizioni "ufficiali". L'Ebitda può essere inoltre uno degli "indicatori finanziari" di cui all'art. 2428 del Codice civile per la redazione della relazione sulla gestione. È paradigmatico il fatto che anche il documento "Relazione sulla gestione" emesso congiuntamente dal CNDCEC e da Confindustria nel giugno 2018, pur fornendo una definizione semplificata di Ebitda a partire dalle voci del conto economico redatto in conformità agli OIC, non si sofferma, come si è tentato di fare nel presente documento, su alcune casistiche riscontrabili nella prassi che non si prestano a pacifica interpretazione né, soprattutto, analizza le sfumature che tale indicatore assume qualora sia utilizzato specificamente a fini negoziali. Al proposito, tale ultimo aspetto vorrebbe essere il principale contributo, in termini di novità, apportato dal presente documento.

Come noto, l'Ebitda è una grandezza largamente utilizzata almeno come a) misuratore di *performance* economica nonché b) elemento alla base della valutazione dell'impresa.

Quale misuratore di *performance* economica l'Ebitda ha una forte valenza informativa, in quanto -non includendo talune rilevanti componenti di costo non monetarie come gli ammortamenti di immobilizzazioni materiali e immateriali- ha l'ambizione di approssimare la generazione di cassa, in termini di flusso di cassa operativo, riveniente dall'andamento economico del periodo. Inoltre, molto spesso viene utilizzato nella configurazione non assoluta bensì relativa: in questo caso, il rapporto tra Ebitda e ricavi o valore della produzione di periodo individua il cosiddetto *Ebitda margin* che fornisce preziose indicazioni, insieme all'ordine di grandezza dei ricavi, circa la profittabilità economica, la capacità di ripagamento delle obbligazioni sociali nonché la capacità di creare (o distruggere) valore dell'impresa in oggetto.

Nel prosieguo del presente lavoro, dopo aver proposto una definizione di Ebitda che ha origine non teorica bensì empirica, ci soffermiamo in particolare su alcune componenti di costo o ricavo la cui inclusione o esclusione dalla nozione di Ebitda nella prassi non è sempre "pacifica" ma deve essere valutata in funzione dello specifico contesto.

A seguire verranno individuate alcune rettifiche alla nozione di Ebitda che la prassi delle operazioni di M&A ha introdotto nell'ultimo decennio e che è motivata principalmente da esigenze negoziali.



Per quanto riguarda la PFN, spesso definita come "indicatore alternativo di *performance*" (si vedano le *ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*), occorre ricordare l'esistenza di un assetto definitorio sviluppato almeno a partire dal 2005 a cura del *CESR (Committee of European Securities Regulators)*, ora *ESMA (European securities and markets authority)*, e in Italia da Consob (con una Comunicazione Consob del 2006) e più recentemente (2021) oggetto di aggiornamento.¹ In questo senso, con il presente contributo è posto l'obiettivo di individuare le rettifiche al calcolo della PFN, che nella prassi negoziale delle operazioni di M&A costituiscono oggetto di discussione.

In frequenti applicazioni in ambito finanziario i due indicatori sono impiegati congiuntamente per il calcolo di uno dei più comuni indici di sostenibilità finanziaria, il rapporto PFN/Ebitda, che assume una significativa valenza per svariati utilizzi quali la misurazione del merito creditizio e l'attribuzione di un *credit rating*, l'analisi della performance finanziaria di periodo e la scrittura di specifiche clausole di disciplina finanziari nei contratti di finanziamento (c.d. *covenants*).

Nella parte conclusiva del documento sono inoltre riportate alcune esemplificazioni pratiche al fine di un migliore comprensione dei concetti e degli intendimenti espressi.

¹ Il 4 marzo 2021 Esma (efficacia maggio 2021) ne aggiorna la definizione pubblicando i nuovi Orientamenti che recepiscono i requisiti di informativa derivanti dal nuovo Regolamento EU 2017/1129 e dei Regolamenti Delegati EU 2019/980 e 2019/979, richiamati anche da Consob nella Comunicazione n.5/21.

1. Nozione di Ebitda

Proponiamo di seguito una definizione di Ebitda utilizzata recentemente in un contratto di compravendita avente ad oggetto una società *target* che redige il bilancio in conformità ai Principi Contabili emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC).

Per Ebitda è inteso il saldo tra il "valore della produzione" (sezione "A" del conto economico) e i costi della produzione (sezione "B" del conto economico) del bilancio della Società redatto ai sensi degli articoli 2423 e seguenti del Codice Civile e dei Principi Contabili, che corrisponde al reddito operativo (Ebit), escludendo dal calcolo del suddetto saldo le voci inserite nel bilancio della Società ai sensi dell'articolo 2425 del Codice Civile: ammortamenti e svalutazioni (voci B-10-a e B-10b e B-10-c). E' opportuno precisare come nell'impostazione qui proposta solo le svalutazioni delle immobilizzazioni vengano escluse dal calcolo dell'Ebitda, in quanto la svalutazione di una immobilizzazione riflette una perdita di valore economico del bene senza che a questa corrisponda una manifestazione monetaria. Non sono invece da escludere, secondo questa impostazione prettamente aziendalistica, le *svalutazioni di crediti*² (B-10-d), che permangono quindi all'interno dei costi della produzione, poiché esse corrispondono a mancate entrate di cassa, e pertanto aventi anch'esse una natura assimilabile ai costi monetari. Analogamente, anche le voci di *accantonamenti per rischi* (B-12) e altri *accantonamenti* (B-13) non vengono escluse nel calcolo dell'Ebitda in quanto aventi, sebbene in termini probabilistici, natura monetaria.

In altre impostazioni di matrice internazionale e con particolare riferimento alle prassi di valutazione aziendale o in una ottica negoziale per operazioni di acquisizione o fusione aziendale, è possibile una diversa trattazione delle *svalutazioni di crediti* (B-10-d), *accantonamenti per rischi* (B-12) e *altri accantonamenti* (B-13) e che tali poste vengano invece escluse (anche solo talune di loro) dai costi della produzione, con una conseguente rettifica positiva dell'Ebitda. La motivazione sottostante, in tali fattispecie, è che prevalga la natura di poste non ricorrenti al fine di considerare la profittabilità operativa lorda "normale". In tal senso, è preferibile valutare un impatto di tali voci nella determinazione della PFN (quale mancato incasso nel caso dei crediti inesigibili o quale probabile esborso di cassa nel caso di rischi e/o oneri futuri).

La tabella seguente mostra, a titolo esemplificativo, i calcoli rilevanti per il calcolo dell'Ebitda sulla base del bilancio della Società in oggetto:

² Il riferimento è alla svalutazione di crediti commerciali.



Codice Civile classificazione	Descrizione	[Periodo]
A	Valore di produzione	[...]
A - 1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	[...]
A - 2/3	Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	[...]
A - 4	Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	[...]
A - 5	Altri ricavi	[...]
B	Costi della produzione	[...]
B - 6	Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	[...]
B - 7	Per servizi	[...]
B - 8	Per godimento di beni di terzi	[...]
B - 9	Per il personale	[...]
B - 10	Ammortamenti e svalutazioni	[...]
B - 10 - a	Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	[...]
B - 10 - b	Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	[...]
B - 10 - c	Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	[...]
B - 10 - d	Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	[...]
B - 11	Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	[...]
B - 12	Accantonamenti per rischi	[...]
B - 13	Altri accantonamenti	[...]
B - 14	Oneri diversi di gestione	[...]
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (Ebit)		[...]
+ B - 10 - a	Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	[...]
+ B - 10 - b	Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	[...]
+ B - 10 - c	Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	[...]
Ebitda		[...]

**Ai sensi dell'articolo 2425 del Codice Civile*

2. Considerazioni circa l'inclusione o l'esclusione di talune componenti economiche

Come si può agevolmente notare gli elementi che compongono la nozione di Ebitda sono prevalentemente caratterizzati da una correlata presunta manifestazione finanziaria. Ciò, tuttavia, non vale per le seguenti voci che brevemente commentiamo:



- *incrementi di immobilizzazioni per lavori interni*: si tratta di una voce che sterilizza, in via indiretta, i costi rilevati per natura e sostenuti allo scopo di acquisire una nuova immobilizzazione materiale o immateriale. Tale contabilizzazione non ha alcun riflesso finanziario e il significato di includere tale posta quale elemento positivo dell'Ebitda è allora quello di sterilizzare esborsi finanziari che non sono serviti alla gestione ordinaria. Ancorché ciò non sia sempre vero o così chiaro (ad esempio nel caso di costi del personale che si sarebbero comunque sostenuti anche in assenza di realizzazione della “costruzione in economia”) si ritiene che questa sia la motivazione per la quale normalmente tale posta non viene rettificata in sede di misurazione dell'Ebitda. Una ulteriore osservazione, in taluni casi persuasiva, può essere fatta in relazione ad uno scenario alternativo di acquisto del bene da terzi. In questo caso, sia il corrispettivo per l'acquisto sia il relativo ammortamento del bene non influenzano mai questo indicatore. Il non voler includere gli incrementi di immobilizzazioni per lavori interni quale posta positiva ai fini della determinazione dell'Ebitda, quando evidentemente l'ammortamento del bene, una volta terminato è pacificamente escluso, può portare a delle asimmetrie, inopportune, derivanti esclusivamente dalla differente scelta relativa alla modalità di effettuare un investimento;
- *altri ricavi*: questa voce accoglie sia proventi che hanno un riflesso finanziario (es. vendita di rottami, recupero spese di trasporto) sia proventi che non hanno un riflesso finanziario nell'esercizio nel quale vengono contabilizzati (es. quota di un risconto passivo a fronte dell'ottenimento di contributi pubblici) o, infine, proventi che hanno un riflesso finanziario parziale (es. plusvalenze per cessione di cespiti). Nella prassi della presentazione dei dati finanziari delle società non vengono operate delle rettifiche di queste voci nel calcolo dell'Ebitda; qualche attenzione in più viene posta, come vedremo nel prosieguo della trattazione, in sede di definizione dell'Ebitda a fini negoziali;
- *svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide*: questa voce accoglie nella sostanza gli accantonamenti al fondo svalutazione crediti a fronte del probabile rischio di inesigibilità di taluni crediti commerciali. Come discusso in precedenza, a tale appostazione non corrisponde alcun esborso finanziario e ciò consentirebbe di poter valutare l'esclusione di detta componente di costo dall'Ebitda; nella prassi, tuttavia, la questione viene trattata in modo difforme e, talora, anche per motivi di prudenza, si procede all'inclusione della svalutazione crediti nella misurazione dell'Ebitda;
- *accantonamenti per rischi ed altri accantonamenti*: anche in questo caso non vi è alcun esborso finanziario di periodo connesso alla rilevazione contabile (l'accantonamento infatti precede temporalmente l'esborso finanziario) e quindi valgono le stesse considerazioni già esposte per il punto precedente compreso il fatto che, nella prassi, spesso queste voci vengono incluse come minuendo dell'Ebitda. Qui in realtà lo scenario può essere ancora ulteriormente differenziato tra gli accantonamenti per oneri e per rischi. I primi, in base ai principi sia interni che IAS/IFRS, rappresentano passività di natura determinata ed esistenza certa, stimate nell'importo e/o nella data di sopravvenienza, connesse a obbligazioni già assunte alla data di bilancio, ma che avranno manifestazione numeraria negli esercizi successivi: tali

caratteristiche li potrebbero rendere assimilabili a debiti numerari (cosiddetti “*cash like items*”) e conseguentemente potrebbero essere inseriti come elementi di PFN ed esclusi invece dalla determinazione dell’Ebitda; viceversa, gli accantonamenti per rischi, potrebbero maggiormente prestarsi ad essere inseriti tra le poste rilevanti ai fini della determinazione dell’Ebitda.

3. Rettifiche all’Ebitda a fini negoziali

L’utilizzo del parametro Ebitda a fini negoziali risponde a logiche e obiettivi piuttosto diversi da quelli sin qui considerati che erano principalmente centrati sulla misurazione della *performance* economica. In questo caso, infatti, viene esaltata la capacità dell’Ebitda di esprimere la “normale generazione di cassa”. Ciò comporta, come già anticipato, *i*) una rivisitazione della nozione già illustrata di Ebitda, nonché *ii*) l’inserimento di rettifiche volte a normalizzare l’Ebitda da componenti di costo o ricavo ritenute anomale, inusuali e/o straordinarie e quindi non ricorrenti.

Citando ancora un recente contratto di compravendita viene riportata la definizione di “Ebitda normalizzato”, anche definito “Ebitda *adjusted*” oppure “Ebitda *underlying*”:

Con il termine “Ebitda normalizzato” è fatto esplicito riferimento all’Ebitda ottenuto tramite i calcoli della definizione precedentemente individuata³, *i*) + i costi di *leasing* finanziario (inclusi nella voce B8), *ii*) - / + le rettifiche per le operazioni “non conformi al mercato” con le parti correlate, e *iii*) - / + eventuali ricavi o costi inusuali e non ricorrenti.

Soffermiamoci per un breve commento:

- costi di *leasing* finanziario: vengono esclusi dall’Ebitda non perché costituiscano componenti di costo non monetario, bensì per una coerenza con la definizione di PFN che indubbiamente include al suo interno quale componente di indebitamento il debito residuo dei contratti di *leasing* finanziario. In ambito valutativo/negoziale tale coerenza è necessaria al fine di evitare il cosiddetto *double counting* dei contratti di *leasing* (che, alternativamente, possono essere interpretati come elemento di riduzione della generazione di cassa oppure come elemento che aumenta lo *stock* di debito);
- rettifiche per operazioni “non conformi al mercato” con le parti correlate: ci si riferisce al fatto che transazioni infragruppo oppure con parti correlate, non essendo basate sul confronto diretto col mercato, possono esprimere dei prezzi non negoziati sul mercato e pertanto possono alterare (mediante variazioni in aumento o in diminuzione) la “normale” generazione di cassa della società in oggetto, pertanto devono essere opportunamente sterilizzate;
- ricavi o costi inusuali e non ricorrenti: trattasi di poste derivanti da specifiche operazioni non ripetibili che possiamo raggruppare come segue:

³ Si veda la definizione e i calcoli presentati nelle pagg. 4-5 del presente documento.



- plusvalenze e minusvalenze realizzate in occasione delle cessioni di rami di attività, nonché i relativi costi accessori;
- costi o proventi derivanti da svalutazioni/rivalutazioni/riprese di valore;
- indennizzi assicurativi o contrattuali ricevuti o subiti;
- contributi pubblici ottenuti a seguito di norme temporanee;
- i costi sostenuti per operazioni straordinarie;
- i costi per progetti di riorganizzazione societaria e progetti di efficientamento, aventi caratteristiche di azioni strategiche di natura non ricorrente nel futuro;
- oneri legati a contenziosi legali e relativi accessori;
- in generale, sopravvenienze attive o passive di rilievo;

Nel caso, poi, di imprese a carattere familiare è opportuno fare riferimento alle seguenti voci (che dovrebbero in verità essere tracciate anche nell'esame già accennato delle relazioni con parti correlate):

- costi discrezionali e non strettamente funzionali alla normale operatività aziendale, come spese di rappresentanza, spese per sponsorizzazioni, benefit per il management e altre spese ancillari senza una contestuale contropartita economica (es. donazioni e altre liberalità);
- spese/ricavi della società non imputabili alla stessa ma all'imprenditore e alla sua famiglia;
- compensi e bonus dell'imprenditore e dei famigliari che si discostano in maniera significativa dai valori di mercato;
- stipendi a famigliari non strategici per l'attività;
- operazioni correlate impresa/famiglia (es. affitto immobile riconducibile all'imprenditore con un valore che si discosta in modo significativo da quello di mercato).

In realtà, anche alcune delle voci analizzate incluse nella definizione base di Ebitda possono essere riconsiderate per fini negoziali. Analizziamo alcuni esempi significativi:

- *incrementi di immobilizzazioni per lavori interni*: quando la capitalizzazione diviene una circostanza piuttosto ricorrente e i fattori produttivi oggetto di capitalizzazione sono prevalentemente interni (es. costo del personale dedicato a sviluppare la costruzione in economia) si può notare la tendenza a eliminare detta voce dalla definizione di Ebitda a fini negoziali, sia perché incrementa impropriamente la generazione di cassa (i costi oggetto di capitalizzazione comportano esborsi finanziari ricorrenti che vengono inclusi nell'Ebitda come miglior stima della generazione di cassa della gestione) sia al fine di evitare comportamenti opportunistici del venditore che potrebbe essere indotto a forzare le capitalizzazioni: in questo senso a volte viene pattuito un ragionevole limite superiore alle possibili capitalizzazioni. Viceversa, quando tali costi sono prevalentemente esterni e legati ad un progetto *ad hoc*, è ragionevole includere la capitalizzazione delle spese nell'Ebitda in quanto sterilizza esborsi finanziari non ricorrenti;
- *altri ricavi*: la quota periodica di sconto passivo a fronte dell'ottenimento di un contributo pubblico viene sovente rettificata in quanto componente non monetaria e, altresì, non



ricorrente. A tal proposito, è possibile osservare che tale rettifica consente anche il rispetto della già citata coerenza con la PFN, in quanto normalmente la contabilizzazione del contributo è pressoché contestuale al relativo incasso che ha già migliorato la PFN: in questo caso il mantenimento nell'Ebitda della quota di risconto passivo condurrebbe ad un probabile *double counting* sotto l'aspetto valutativo;

- *svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide*: tale voce di bilancio, essendo per sua natura non monetaria e non sempre ricorrente, richiede degli sforzi in termini di normalizzazione che solitamente vengono svolti dal consulente che effettua la *Due Diligence* finanziaria; in altri termini, a partire dall'analisi dell'andamento delle perdite su crediti e delle svalutazioni di un periodo storico significativo, è individuata una misura ragionevole dei mancati incassi per perdite su crediti che, rapportati al volume d'affari nel periodo in oggetto, vengono tradotti in una percentuale di ricavi normalmente non incassati. Tale stima, a ben vedere, porta alla definizione di una componente monetaria (il mancato incasso) ed è quindi coerente con il principale obiettivo richiesto all'Ebitda negoziale (l'individuazione del normale livello di generazione di cassa);
- *accantonamenti per rischi ed altri accantonamenti*: anche in questo caso vengono effettuati degli approfondimenti sostanziali circa la natura di tali accantonamenti. In linea generale potremmo dire che qualora l'accantonamento sia ricorrente e sia volto a misurare il probabile futuro esborso di cassa connesso al rischio, l'Ebitda determinato a fini negoziali potrebbe non richiedere specifiche rettifiche. Viceversa, quando l'accantonamento individui una transazione o un impegno qualificabili come specifici e non ripetibili, è preferibile escludere tale accantonamento dall'Ebitda (in quanto configurabile come probabile esborso finanziario non richiesto con ricorrenza dall'ordinata gestione) e invece includere la miglior stima di tale esborso finanziario quale addendo (maggior indebitamento) della PFN. A titolo di esempio, un accantonamento a fronte dei probabili costi di garanzia *ex lege*, a fronte della restituzione di merce invenduta da parte del cliente, rappresenta un fenomeno di gestione ricorrente e pertanto è ragionevole sia incluso nell'Ebitda; viceversa, l'accantonamento a fronte di una specifica causa legale è preferibilmente escluso dalla definizione di Ebitda e invece inserito in PFN oppure valutato nell'ambito delle garanzie contrattuali richieste dall'acquirente.

Vi sono, infine, ulteriori attività di rettifica dell'Ebitda, per finalità esclusivamente negoziali, che sono normalmente proposte in fase di *Due Diligence* finanziaria: ci riferiamo alle rettifiche per approcci contabili ritenuti non conformi ai principi contabili OIC di riferimento o comunque alla miglior prassi di settore nonché alle rettifiche che individuano l'assenza o la carenza di costi di struttura ritenuti "normali" secondo le migliori prassi. Riportiamo alcuni esempi:

- rettifica per mancata svalutazione crediti a fronte di conclamata e ricorrente inesigibilità di crediti commerciali;
- rettifica per mancata svalutazione delle rimanenze di magazzino a fronte della conclamata presenza di un fenomeno di obsolescenza tecnologica o commerciale;

- rettifica per mancati accantonamenti a fronte di fenomeni di gestione ricorrenti (garanzia prodotti stabilita *ex lege*, indennità suppletiva di clientela da riconoscere agli agenti);
- rettifica (negativa o positiva), per la normalizzazione di costi di struttura: trattasi di una rettifica (normalmente negativa) che misura l'eccessiva snellezza della struttura della società in oggetto che, in una situazione ordinaria, richiederebbe il sostenimento a regime di ulteriore forza lavoro e correlati maggiori costi; talora la rettifica è positiva in relazione alla presenza di costi non ricorrenti derivanti da situazioni particolari dell'entità oggetto di analisi (per esempio oneri di ristrutturazione oppure costi cessanti di oneri di *compliance* per attività non più necessarie – es. la società *target* è quotata e/o vigilata e successivamente all'operazione straordinaria andrebbe a ridurre significativamente i costi di *compliance*);
- rettifica (negativa o positiva) ai compensi amministratori qualora siano palesemente sottostimati rispetto al contributo fornito (rettifica negativa) oppure sovrastimati rispetto alle ragionevoli attese connesse alla responsabilità specifica di amministrare una società con determinate complessità e dimensioni (rettifica positiva).

Non ci soffermiamo ulteriormente su tali ultime rettifiche in quanto non è possibile fornire in questa sede altro che indicazioni generali che consentano di agevolare la discussione tra controparti, atteso che sempre si tratta di elementi negoziali e che, come tali, avranno una rilevanza specifica caso per caso.

Alcuni casi particolari: TFR e Fondo indennità suppletiva di clientela

Riteniamo invece di completare questo contributo dedicato alla disamina dell'Ebitda attraverso due casistiche di un certo rilievo e ricorrenza che richiedono, a nostro avviso, un necessario approfondimento: trattasi della gestione dei costi legati al Trattamento di Fine Rapporto (TFR) e all'eventuale rischio di dover riconoscere agli agenti un'indennità suppletiva di clientela in fase di risoluzione del rapporto agenziale.

Trattamento di fine rapporto

Come noto, dal 1° Gennaio 2007, per le società con più di 50 dipendenti, il TFR è normalmente versato su base mensile alla Tesoreria INPS o ad altre forme di fondo pensionistico. Ciò significa che, dal punto di vista aziendale, vi è un costo che passa a conto economico e quindi è incluso nell'Ebitda e non vi è alcun debito futuro verso il dipendente. In questo scenario, non vi è alcun problema sul trattamento della posta, se non in relazione al TFR preesistente l'ingresso della citata normativa che è considerato sempre più nella prassi come una posta di natura finanziaria (anche se verso il dipendente) che viene rivalutata su base annua. In questo caso, l'unica osservazione che si potrebbe muovere è al fatto che probabilmente l'Ebitda andrebbe sterilizzato (aumentandolo) in misura pari alla eventuale rivalutazione annuale del TFR, che viene contabilizzata nell'ambito del costo del personale e quindi normalmente è "automaticamente" inclusa nell'Ebitda, in quanto si tratta, appunto, della rivalutazione di un debito finanziario per la quale è possibile affermare l'esclusione dal conteggio dell'Ebitda.

Si ritiene, poi, che per quanto riguarda invece le società con un numero di dipendenti inferiore a 50 che non optino, non essendone obbligate al versamento mensile alla Tesoreria INPS, potrebbe porsi il rischio di *double counting* dell'accantonamento del TFR in quanto, a fini valutativi potrebbe verificarsi contestualmente *i)* l'inclusione dell'accantonamento di periodo nell'Ebitda e *ii)* l'integrazione della PFN per tenere conto del TFR maturato alla data di valutazione. In tal caso suggeriamo il superamento del citato *double counting* mediante la scelta, da ritenersi alternativa, di privilegiare la sterilizzazione dell'Ebitda, tenuto conto che l'accantonamento ha riflessi non monetari (e in questo caso si procederà a integrare la PFN con il residuo TFR alla data di valutazione), oppure la sterilizzazione della PFN (in questo caso non vi sarà alcuna rettifica all'Ebitda ma la PFN non includerà il TFR residuo).

Fondo indennità suppletiva di clientela (Fisc)

Per questa fattispecie valgono le medesime considerazioni sistematiche svolte nel paragrafo precedente in relazione al TFR, pur con sostanziali differenze dal punto di vista della certezza dell'esborso (il Fisc è un fondo oneri che diviene obbligazione sociale solo al ricorrere di determinate condizioni). Si tratterà quindi di adottare comportamenti coerenti e che evitino il facile rischio di un *double counting*. In altri termini, andrà valutato se abbia più senso stimare in modo appropriato, anche tenuto conto di eventuali parametri attuariali, la probabile passività da includere ad integrazione della PFN (e in questo caso l'Ebitda a fini negoziali non dovrebbe includere l'accantonamento di periodo al Fisc) oppure se sia più ragionevole includere nell'Ebitda un accantonamento al Fisc evitando, in questo caso, di rettificare in aumento la PFN.

Considerazioni in merito agli IAS *adopter*

Le riflessioni proposte nei paragrafi precedenti sono state proposte avendo come punto di partenza società che adottano i principi contabili nazionali OIC. Tuttavia, dal punto di vista concettuale le medesime indicazioni possono essere applicate ai cosiddetti IAS *adopter*.

Permangono, peraltro, almeno due ambiti di differenziazione, segnatamente:

- libertà degli schemi di *reporting*: come noto gli IAS, anche se con la pubblicazione dell'IFRS 18 *Primary Financial Statements* la struttura degli schemi troverà talune previsioni più vincolanti rispetto al passato, non prevedono uno schema di rendicontazione obbligatorio, bensì degli elementi minimi che possono essere integrati e classificati a piacimento dallo IAS *adopter*. Ancorché la prassi evidenzia degli schemi, specie di conto economico, piuttosto ricorrenti, va rilevato che non vi è una definizione precisa (come prevista dagli OIC) delle voci di bilancio e dei fenomeni di gestione che devono e non devono includere, pertanto assume particolare rilevanza l'informativa circa la costruzione dell'Ebitda riportato;
- per quanto vi sia un continuo percorso di armonizzazione degli OIC agli IAS/IFRS, è pur vero che delle differenze di principio permangono. Ai nostri fini rileva in particolare la contabilizzazione dei contratti di noleggio e affitto che sotto il profilo IAS/IFRS è stata fortemente impattata dall'introduzione del principio IFRS 16; l'obbligo di iscrivere nel bilancio IAS/IFRS un debito finanziario pari all'impegno costituito dai corrispettivi minimi da riconoscere al locatore comporta un accrescimento della PFN. Nel contempo, l'eliminazione

dei canoni di affitto e nolo che vengono sostituiti da ammortamenti e oneri finanziari comporta un miglioramento dell'Ebitda anche se ciò comporta una perdita del valore segnaletico dell'Ebitda quale stima della generazione di cassa del periodo (la conseguenza è di una sovrastima della generazione di cassa, in quanto i canoni di affitto e nolo hanno in effetti una ricaduta finanziaria immediata).

4. Nozione di PFN

Il secondo importante obiettivo del presente lavoro è di fornire una sistematizzazione, per quanto possibile esaustiva, delle modalità di calcolo della Posizione Finanziaria Netta, muovendo dalla prospettiva del bilancio civilistico e integrandola successivamente con gli elementi derivanti dall'applicazione dei principi contabili internazionali IFRS, degli *standard* delle autorità di regolamentazione dei mercati azionari europei (ESMA) e delle prassi professionali e negoziali in sede di operazioni straordinarie.

Il primo passo di definizione del calcolo della Posizione Finanziaria Netta richiede l'individuazione delle voci rilevanti del bilancio civilistico. In prima battuta l'attenzione è riposta alle poste del passivo dello Stato Patrimoniale per rilevare le passività finanziarie, ossia passività foriere di interessi passivi ("*interest bearing debt*"). In ragione di questa linea guida sono individuate le seguenti voci, così come indicate dalla notazione del bilancio civilistico:

D)

- 1) Obbligazioni
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
- 2) Obbligazioni convertibili
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
- 3) Debiti verso soci per finanziamenti
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
- 4) Debiti verso banche
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
- 5) Debiti verso altri finanziatori
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi

Le voci di bilancio sopra riportate individuano passività che per loro natura e senza particolari dubbi interpretativi mostrano una natura finanziaria, e pertanto ragionevolmente sono produttive di interessi passivi.

Oltre a queste voci, possono esserne incluse anche altre del passivo di Stato Patrimoniale, previo un opportuno approfondimento delle loro caratteristiche sul piano economico: laddove sia infatti rilevata una natura finanziaria (“*debt-like items*”), e non commerciale o corrente, queste andranno incluse nel calcolo della posizione debitoria, viceversa, laddove la connotazione sia di tipo commerciale o corrente, non saranno da considerare nel calcolo della PFN.

Tra le ulteriori voci del passivo che possono presentare una natura finanziaria possiamo individuare le seguenti:

- D)
- 8) Debiti rappresentati da titoli di credito
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
 - 9) Debiti verso imprese controllate
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
 - 10) Debiti verso imprese collegate
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
 - 11) Debiti verso imprese controllanti
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
 - 11-bis) debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi
 -
 - 14) Altri debiti
 - entro 12 mesi
 - oltre 12 mesi

Solo una disamina del singolo caso permetterà di rilevarne la natura con la conseguente allocazione o esclusione all’interno del calcolo della PFN.

Un discorso a parte va riservato ad una voce che desta sempre qualche controversia in merito alla sua inclusione o esclusione nel calcolo della PFN. Ci riferiamo al Trattamento Fine Rapporto (TFR), il fondo

allocato al passivo che fa riferimento al contributo di liquidazione da corrispondere ai lavoratori subordinati al termine del rapporto di lavoro. In una impostazione prettamente aziendalistica, di scuola italiana, tale fondo sarebbe da considerare come parte della gestione corrente, poiché da esso originato. In tal senso sarebbe, quindi, da escludere dal calcolo della PFN, in quanto posta di matrice non finanziaria. Contrariamente, secondo una impostazione internazionale, di scuola anglosassone, il TFR è a tutti gli effetti da considerare un debito assimilabile ai debiti finanziari, in quanto richiedente una rivalutazione periodica, e quindi *de facto* produttivo di oneri finanziari nel bilancio aziendale. Vi è da rilevare, al di là del dibattito tra le diverse scuole e impostazioni di classificazione della posta in questione, che la seconda prospettiva di matrice internazionale è assunto ormai al ruolo di *standard* applicativo nell'ambito della prassi professionale e pertanto è opportuno ritenere il TFR come parte integrante della posizione debitoria dell'azienda. Anche nel caso del Trattamento di Fine Mandato (TFM), per analogia con il TFR, sono applicabili le medesime considerazioni. Pertanto, anche il TFM andrà considerato come elemento aggiuntivo nel calcolo della PFN.

Infine, per concludere la trattazione del calcolo della PFN che muove dai dati del bilancio civilistico, occorre sottolineare come la posizione debitoria sia da esprimere al netto della cassa e delle disponibilità liquide equivalenti. Pertanto, il calcolo della PFN può essere ricondotto alla seguente equazione:

$$\text{Debiti finanziari ("interest bearing debt")} + \text{Debiti assimilabili ai debiti finanziari ("debt like items")} + \text{TFR e TFM} - \text{Cassa e disponibilità liquide ("cash")} - \text{Attività assimilabili alla cassa ("cash equivalents")} = \text{Posizione finanziaria netta.}$$

La cassa e le disponibilità liquide sono facilmente individuabili all'interno del bilancio civilistico alla voce "C) Attivo circolante IV. Disponibilità Liquide." Mentre le voci relative alle attività assimilabili alla cassa andranno ricercate con una attenta disamina delle voci di bilancio "C) III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni", in particolare "6) altri titoli", che potrebbero rappresentare attività prontamente trasformabili in cassa. L'elemento essenziale che determina la considerazione di una voce di bilancio come assimilabile alla cassa è la sua pronta liquidabilità, intesa come la possibilità di convertirla in cassa in un lasso di breve termine, inteso nello spettro di pochi giorni. Pertanto, sono comunemente da intendersi come assimilabili alla cassa, se presenti in bilancio, i titoli finanziari prontamente liquidabili su un mercato attivo (come i prodotti di investimento di breve termine sul mercato monetario – es. pronti contro termine, i conti o i certificati di deposito, i buoni postali, i titoli di stato a breve e medio lungo termine, i titoli azionari di società quotate su mercati azionari non illiquidi ed ogni altro titolo o certificato finanziario che sia prontamente liquidabile). Anche nel caso delle azioni proprie è da applicarsi il medesimo principio e qualora le azioni proprie riportate in bilancio, come riserva negativa del patrimonio netto, risultino di una società non quotata occorre considerarle illiquide e quindi non rilevanti a fini del computo della cassa.

La definizione di PFN secondo i principi contabili internazionali – *International Financial Reporting Standard (IFRS)*



Sebbene non sia questa la sede più opportuna per una trattazione completa dell'impostazione di calcolo della PFN secondo i dettami dei principi contabili internazionali, riteniamo comunque utile fornire alcuni cenni agli elementi di maggior rilievo e di impatto nel calcolo della PFN qualora la prospettiva adottata fosse quella degli IFRS. In particolare, intendiamo far specifico riferimento all'applicazione del principio contabile IFRS 16 che prevede, come già accennato nella sezione dedicata all'Ebitda, una diversa contabilizzazione dei contratti di leasing e degli affitti passivi. Secondo il bilancio civilistico, infatti, non vi sarebbe rilevanza né dei contratti di leasing né degli affitti passivi in termini di posizione debitoria aziendale, poiché entrambe queste voci fanno riferimento a beni di proprietà di terzi e quindi estranei al perimetro dello stato patrimoniale. L'unica rilevanza è quella dei costi ad essi relativi, sotto la voce "godimento di beni di terzi", che viene inserita tra i costi della produzione in conto economico, e quindi con relativo impatto nel calcolo dei margini economici. L'impostazione del principio IFRS 16 prevede invece la prevalenza della "sostanza" sulla "forma" nella classificazione della posta e quindi richiede che sia data evidenza di un debito *de-facto* per effetto della sussistenza di un contratto di lungo termine che impegna l'azienda al pagamento di canoni periodici, e che quindi prevede flussi di cassa in uscita su base periodica e pluriennale. Per cui, l'applicazione di tale principio richiede di scomputare la voce di costo per godimento di terzi e di suddividerla in due distinte componenti, una relativa alla quota di ammortamento equivalente sul valore del bene locato e la seconda equivalente alla quota di interessi implicita nel contratto di leasing/locazione. In tal modo, la precedente voce di costo per godimento di beni di terzi viene esclusa per intero dal calcolo dell'Ebitda, che aumenta di un importo equivalente. Al tempo stesso, il valore residuo del contratto di leasing e/o di locazione viene assimilato tra i debiti finanziari dell'azienda e il controvalore del bene locato, netto dei relativi ammortamenti, viene inserito tra le attività aziendali. Come conseguenza la PFN subisce una variazione in aumento per l'importo residuo dei contratti di leasing e degli affitti passivi.

La definizione di PFN secondo i principi dell'European Securities Market Authority (ESMA)

Anche con riferimento all'impostazione data da ESMA nella definizione delle voci che compongono la PFN non mostriamo qui una pretesa di esaustività nella trattazione del tema né una indicazione del suo utilizzo, rinviando, in prima battuta e per gli opportuni approfondimenti, alle linee guida diffuse dalla stessa ESMA attraverso il proprio sito web,⁴ intendendo meramente riportare gli elementi differenziali più salienti di questo approccio. In prima istanza, uno dei più significativi elementi differenziali è riscontrabile nella classificazione tra le poste della posizione debitoria di quei debiti non produttivi di interessi, e quindi preliminarmente aventi natura corrente, ma che mostrino però una significativa componente finanziaria, come ad esempio i debiti verso i fornitori presenti nel bilancio aziendale da oltre 12 mesi. Tali voci, riclassificate come assimilabili a debiti di natura finanziaria, sono indicate da ESMA con il termine "*non current trade and other payables*". Tra queste voci rientrano anche tutti i prestiti infruttiferi (come, ad esempio, un finanziamento infragruppo, o da parte dei soci, infruttifero). Un ulteriore elemento di rilievo è rappresentato dal fatto che lo *standard* ESMA ha

⁴ Il riferimento è al documento ottenibile accedendo al seguente link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-3821138_guidelines_on_disclosure_requirements_under_the_prospectus_regulation.pdf.

chiarito un tema in precedenza non pacifico relativo all'inclusione (o meno) in PFN di prestiti attivati ai fini della realizzazione di beni e di prestazioni su commessa, come ad esempio i c.d. *construction loans*, anche qualora al termine della produzione su commessa l'importo relativo, e comprensivo anche degli interessi maturati e corrisposti, venga interamente coperto dal pagamento del corrispettivo da parte del cliente a fronte di un ben definito contratto commerciale. Non vi è infatti dubbio che le impostazioni riscontrate nella prassi precedente che eventualmente giustificavano la mancata inclusione in PFN di tali poste finanziarie risultino superate dalle vigenti linee guida di ESMA.

L'impostazione definita da ESMA richiede quindi una disamina attenta anche delle poste del capitale circolante collegate ai ricavi originati dai contratti con i clienti, seguendo per analogia le linee guida fornite dal principio contabile internazionale IFRS 15, Ricavi provenienti da contratti con la clientela.

Al fine di una più chiara e più completa visione, riportiamo di seguito lo schema adottato da ESMA per il calcolo della PFN.

A	Disponibilità liquide
B	Mezzi equivalenti a disponibilità liquide
C	Altre attività finanziarie correnti
D	Liquidità (A+B+C)
E	Debito finanziario corrente (inclusi gli strumenti di debito, ma esclusa la parte corrente del debito finanziario non corrente)
F	Parte corrente del debito finanziario non corrente
G	Indebitamento finanziario corrente (E+F)
H	Indebitamento finanziario corrente netto (G-D)
I	Debito finanziario non corrente (esclusi la parte corrente e gli strumenti di debito)
J	Strumenti di debito
K	Debiti commerciali e altri debiti non correnti
L	Indebitamento finanziario corrente (I+J+K)
M	Totale indebitamento finanziario (H+L)

Si deve, infine, rilevare che lo schema ESMA non include, come indicato da una parte della prassi, le poste finanziarie attive a medio lungo termine.

5. Rettifiche alla PFN a fini negoziali

Come per l'Ebitda, anche per la PFN sono osservabili delle variazioni di calcolo che sono applicate nella prassi professionale in contesti negoziali all'interno di operazioni straordinarie. Anche in questo caso è difficile trattare esaustivamente una tematica che è nutrita da interpretazioni e correttivi che



vengono reiterati ma che sono soggetti a costanti modifiche a seconda dei diversi casi di specie e dell'evoluzione della prassi professionale. In questa trattazione ci limitiamo ad indicare gli aggiustamenti più ricorrenti che vengono adottati per il calcolo della PFN nell'alveo di operazioni di M&A e che riportiamo, per via di sintesi, nell'elenco seguente:

- *debiti correnti scaduti*: un correttivo spesso praticato è quello di considerare come assimilabili ai debiti di natura finanziaria i debiti correnti scaduti da una certa data (comunemente concordata in 30 o 60 o 90 giorni), con conseguente variazione in aumento della PFN. Tale aggiustamento viene proposto non solo per connotare come “*debt-like*” una parte dei debiti correnti il cui pagamento non è ancora stato regolarizzato, ma anche per prevenire comportamenti opportunistici della parte cedente prima della chiusura dell'operazione di cessione e finalizzati quindi alla massimizzazione della posizione di cassa, al fine di aumentare il valore aziendale e il corrispettivo pagato dalla controparte, attraverso il differimento di pagamenti dovuti;
- *pagamenti non ancora effettuati di dividendi già deliberati*: analogamente al caso precedente, qualora non sia stato ancora effettuato il pagamento di dividendi già deliberati, il corrispondente importo è da includere nel calcolo della posizione debitoria, poiché trattasi di una uscita di cassa solo differita nel tempo, che successivamente alla chiusura dell'operazione andrebbe a gravare sulla parte acquirente;
- *debiti infragruppo infruttiferi*: qualora fossero rilevati dei debiti infragruppo infruttiferi, aventi la consistenza di prestiti “ponte” tra la controllante e la controllata/collegata, questi vengono per prassi inclusi nella posizione debitoria aziendale perché connotati come assimilabili ai debiti di natura finanziaria, sebbene non siano produttivi di interessi passivi;
- *crediti e debiti fiscali dell'esercizio in corso*: in presenza di debiti e crediti fiscali relativi all'esercizio in corso è prassi considerare una variazione rispettivamente in aumento e in diminuzione della posizione debitoria aziendale poiché anche queste poste sono riferite a movimenti di cassa solo differiti nel tempo e quindi in grado di impattare sulla consistenza della cassa che l'acquirente preserverà dopo la conclusione dell'operazione di acquisizione;
- *mancate svalutazioni di magazzino o svalutazioni di crediti*: qualora emergessero durante verifiche contabili in sede di *Due Diligence* delle svalutazioni “una tantum” di poste di magazzino o di crediti non coperte da pregressi accantonamenti a fondi rischi, tali svalutazioni sono riportate come voci in aumento della posizione debitoria netta dell'azienda, in quanto il corrispettivo di cassa relativo alla liquidazione della parte svalutata del magazzino o dei crediti non verrà riscosso da parte dell'acquirente;
- *merci in viaggio*: nel caso fosse rilevata, in sede di verifiche contabili e gestionali, la presenza di merce, già ordinata e spedita, ma non ancora pagata, l'importo corrispondente dovrà essere inserito come una voce in aumento alla posizione finanziaria netta, poiché la successiva fuoriuscita di cassa andrà a ridurre la cassa disponibile per l'acquirente;
- *passività originate da derivati finanziari valutate a valori di mercato (“mark-to-market”)*: in presenza di perdite su strumenti derivati valutati a prezzi di mercato, tali passività, sebbene



ancora non registrate in bilancio, vengono da prassi trattate come elementi incrementali della posizione debitoria aziendale, poiché precedono un impatto negativo sulla cassa che verrà subito dall'acquirente. Va tuttavia precisato che in conformità agli OIC e anche agli IAS/IFRS tali passività dovrebbero già essere iscritte in bilancio e quindi direttamente incluse in PFN in quanto "cash like items". La precisazione in oggetto è quindi opportuna qualora le passività non siano già incluse nella definizione di PFN;

- *debiti nei confronti di fornitori a fronte di spese per investimenti ("capex")*: nel caso della sussistenza di debiti nei confronti di fornitori per spese per investimenti, tali importi sono nella prassi considerati come assimilabili a debiti di natura finanziaria e quindi rilevati come elementi incrementali della PFN;
- *bonus/incentivi al management e ai dipendenti già deliberati ma non ancora pagati*: analogamente al caso di dividendi già deliberati ma non ancora pagati, anche nel caso di bonus e incentivi al management e ai dipendenti già deliberati ma non ancora saldati tali voci sono da riportare come variazione in aumento alla posizione debitoria aziendale.

6. Operazioni di *factoring*: impatti sulla PFN

Tra gli strumenti sviluppati dalla finanza aziendale è da tempo presente il ricorso al *factoring* il quale, come noto, consente alla Società che vi ricorre di regolarizzare i flussi di cassa e di governare al meglio la PFN in quanto interpone tra sé e il cliente (che deve avere delle ottime caratteristiche in termini di solidità finanziaria) un intermediario finanziario che accetta di assumere su di sé il rischio rappresentato dall'inesigibilità del credito commerciale.

Ne deriva, qualora si tratti di *factoring* pro-soluto, che determina uno scarico effettivo e a titolo definitivo del rischio credito dalla società all'intermediario finanziario, una riduzione anche significativa dell'esposizione in crediti commerciali e un conseguente miglioramento della PFN. In queste situazioni, sui tavoli negoziali delle operazioni di M&A viene spesso aperto un dibattito sul fatto che il positivo impatto dell'operazione di *factoring* sulla PFN debba essere acquisito senza discussioni da parte del potenziale acquirente o, viceversa, si debba procedere a sterilizzare, in tutto o in parte, l'impatto in PFN dell'operazione di *factoring*, con conseguente rettifica in diminuzione della voce di cassa per un importo pari al credito oggetto di *factoring*

A ben vedere, entrambe le posizioni hanno degli elementi di ragionevolezza: chi ritiene che la PFN non debba essere rettificata in vigenza di operazioni di *factoring* ha dalla sua una coerenza con l'impostazione richiesta da corretti principi contabili e con un quadro contrattuale che tiene conto e riflette l'effettivo scarico del rischio finanziario a terzi. Viceversa, chi ritiene che la PFN debba essere sterilizzata per tener conto delle operazioni di *factoring*, in corso ad un dato momento nel tempo, argomenta che non è logico pensare che un'operazione di natura finanziaria possa avere un impatto

così rilevante sulla valutazione della Società che l'ha posta in essere, anche nel confronto con un *competitor* che presenti dati finanziari identici alla Società oggetto di valutazione ma che non abbia ritenuto opportuno ricorrere ad operazioni di *factoring*.

Sulla base dell'esperienza maturata dai membri di questa Commissione, è possibile affermare che nella prassi non sia ancora consolidato un orientamento prevalente e quindi il contributo fornito in questa sede è principalmente quello di sensibilizzare il professionista circa un tema che può avere un rilievo, anche significativo, sia ai fini di esprimere un giudizio di valore su una società che ai fini di affrontare consapevolmente un tavolo negoziale. Effettuata questa precisazione, procediamo tuttavia ad illustrare un caso recentemente sviluppato che ha condotto, per certi versi, ad una soluzione "salomonica", senza con ciò voler suggerire un approccio da considerarsi universalmente valido ma semplicemente indicando una soluzione individuata ad un caso specifico, tra le tante possibili.

Caso 1.

La Società F ha una compagine sociale caratterizzata da un socio di maggioranza e da un socio di minoranza che hanno maturato l'intenzione di procedere ad una condivisa operazione di liquidazione del pacchetto azionario del socio di minoranza: in tale contesto nominano un professionista indipendente al fine di individuare il valore equo della Società F.

Nell'ambito delle proprie attività il professionista individua che, alla data di riferimento della valutazione, la Società F ha effettuato operazioni di *factoring* che impattano positivamente sulla PFN per € 10 milioni. In prima battuta, il professionista provvede a sterilizzare completamente tale effetto incrementando la PFN predisposta dalla Direzione Aziendale e quindi riducendo il valore complessivo della Società F in misura pari a € 10 milioni. Il successivo confronto con la compagine sociale della Società F suscita il disappunto del socio di minoranza che, peraltro, è consigliere con delega alla finanza e, in particolare, è stato il fautore dell'operazione di *factoring* che è estesa a tutti i principali clienti della Società F e che quindi ritiene di aver apportato – con l'operazione di *factoring* - del valore aggiunto che non gli viene strumentalmente riconosciuto. A fronte di questa reazione il professionista comprende le ragioni del socio di minoranza e si riserva di effettuare ulteriori considerazioni.

La successiva analisi evidenzia che prima del ricorso al *factoring*, la Società F presentava un indice relativo ai giorni medi di incasso pari a 100 a fronte di un indice medio ricavato dal *panel* dei principali competitor (che ancora non ricorrono al *factoring*) pari a 90; inoltre, successivamente al ricorso al *factoring* l'indice è migliorato avendo raggiunto il livello di 60. Tale circostanza suggerisce al professionista una particolare e duplice chiave di lettura circa il positivo impatto del *factoring* sulla Società F:

- il miglioramento dell'indice da 100 a 90 rappresenta il valore aggiunto di una scelta di finanza aziendale che consente alla Società F di recuperare il *gap* rispetto ai concorrenti in termini di capacità di incasso dai clienti: il professionista ritiene che tale miglioramento non sia da sterilizzare bensì da ritenersi acquisito;
- il miglioramento dell'indice da 90 a 60 è viceversa ottenuto grazie ad una operazione finanziaria alla quale potrebbero ragionevolmente accedere anche i *competitors* pertanto non



si giustifica un maggior valore della Società F per il semplice fatto di aver ceduto pro-soluto dei crediti commerciali.

Sulla scorta della riflessione esposta in precedenza, il professionista stima in misura pari al 75% (30 giorni su un totale di 40 giorni) l'effetto di miglioramento della PFN che è opportuno sterilizzare ai fini di addivenire ad un valore equo della Società F e produce pertanto una rettifica in aumento della PFN alla data di valutazione pari a € 7,5 milioni.

Qualche considerazione può essere sviluppata anche in relazione alla casistica del *reverse factoring*. In questo caso, l'intermediario finanziario, società di *factoring*, si interpone tra una società, normalmente dotata di notevole solidità finanziaria, e il suo fornitore strategico, in modo tale da migliorare le condizioni operative e finanziarie del rapporto commerciale tra la società e il suo fornitore. Il vantaggio per il fornitore è normalmente quello di accorciare i tempi di incasso normalmente negoziati con il cliente (poniamo 90 gg.) in quanto riceverà dall'intermediario, a fronte della cessione del credito pro-soluto, il pagamento in via anticipata (poniamo 60 gg.). Gli oneri finanziari dovuti dal fornitore all'intermediario finanziario saranno comunque contenuti in quanto la percezione del rischio finanziario, grazie alla garanzia implicita fornita dalla notevole affidabilità di una delle parti in causa (la società cliente), è molto bassa.

Dal canto suo, la società cliente ottiene il beneficio di fidelizzare il fornitore strategico al quale ha consentito di migliorare il proprio ciclo finanziario e inoltre, normalmente ottiene un miglioramento delle condizioni di pagamento che solitamente vengono dilazionate (poniamo che i 90 gg dell'accordo pre-vigente diventino 120 gg). In altri termini, il fornitore strategico incasserà a 60 gg, il cliente pagherà a 120 gg e nel tempo che intercorre tra i due eventi il credito commerciale rimarrà in capo all'intermediario finanziario.

In tale contesto, si pone la questione di comprendere se il ricorso al *reverse factoring* possa o debba condurre a delle considerazioni peculiari in sede di determinazione della PFN. A parere di chi scrive, anche in questo caso è opportuno sviluppare la riflessione precedentemente illustrata nel caso del *factoring*, il che significa che qualora il cambiamento delle condizioni contrattuali di pagamento o di incasso costituisca un miglioramento rispetto a delle condizioni normali di mercato va riconosciuto che l'introduzione del *reverse factoring* abbia un impatto sulla PFN di entrambe le parti (cliente e fornitore) del quale si dovrebbe tener conto; allorquando, invece, attraverso questa modalità operativa venga superato il *gap* esistente in precedenza rispetto alle condizioni contrattuali normalmente negoziate il ricorso al *reverse factoring* può essere considerato una scelta di finanza aziendale esclusivamente diretta a supportare la gestione (quindi non dovrà essere apportata alcuna rettifica alla PFN).

7. Coerenza applicativa tra grandezze: alcuni esempi di prassi

In questa parte della trattazione intendiamo esaminare alcuni casi applicativi che possano essere utili ai fini di una piena comprensione di quanto discusso in precedenza ed agevolino nell'affrontare il calcolo pratico delle misure di Ebitda e PFN.

Un primo esempio è quello proposto di seguito, mutuato in parte da una esperienza reale in un contesto di operazione straordinaria.

Esempio 1

Un'azienda del settore manifatturiero ALPHA è oggetto di una operazione di cessione e pertanto ai fini della definizione del prezzo di compravendita è rilevata la necessità di definire il calcolo dell'Ebitda, che sarà utilizzato per la determinazione del valore dell'impresa (c.d. *Enterprise Value, EV*) in ragione di un moltiplicatore di mercato, pari a 6x, e la Posizione Finanziaria Netta, da dedurre dall'EV al fine di pervenire al valore del solo capitale azionario (*Equity Value, EqV*), quale oggetto della transazione che sarà acquisito dall'acquirente e quindi a quest'ultimo trasferito. Gli elementi salienti per i calcoli sono i seguenti:

- la società ha riportato nel bilancio dell'ultimo esercizio, un risultato operativo (Ebit), quale differenza tra valore e costi della produzione (A-B) del bilancio civilistico pari a € 10.250.000;
- gli ammortamenti sono stati pari a € 540.000;
- a seguito della *Due Diligence* finanziaria è emersa una svalutazione di crediti pari a € 150.000, a fronte della quale non era stata ancora appostata alcun accantonamento prudenziale, operata "una tantum" a fronte di un credito maturato alcuni anni prima ma ritenuto parzialmente inesigibile poiché il debitore dopo aver versato in condizioni di dissesto finanziario è entrato formalmente in una procedura concordataria;
- sono rilevati accantonamenti a fondo rischi pari a € 100.000, come da prassi aziendale, per tenere conto di una fisiologica e ricorrente obsolescenza di alcune materie prime in magazzino che non riescono ad essere utilizzate nella produzione dell'esercizio;
- sussistono debiti a breve termine verso le banche per € 7.500.000 e debiti a medio lungo termine per € 12.000.000;
- è presente in bilancio un finanziamento soci infruttifero per € 500.000;
- la cassa e le disponibilità liquide ammontano a € 2.250.000;
- sono presenti inoltre somme vincolate a un conto deposito con scadenza trimestrale pari a € 1.000.000;
- in bilancio è riportato un debito nei confronti di un fornitore per € 250.000 scaduto da 120 giorni.

Di seguito proponiamo i calcoli di Ebitda e PFN con note di commento a margine:

Calcolo EBITDA

		Note di commento
+ Ebit	10.250.000 €	<i>Diff. Tra valore (A) e costi della produzione (B)</i>
+ ammortamenti	540.000 €	<i>costi non monetari</i>
+ svalutazione di credito	150.000 €	<i>costo "una tantum", per cui ritenuto non ricorrente</i>
EBITDA	10.940.000 €	

**nota: gli accontamenti a fondo rischi permangono come voce di costo all'interno del computo dell'Ebitda poiché ritenuti ricorrenti e quindi rilevanti al fine di identificare un redditività "normale".*

Calcolo PFN

+ Debiti bancari a breve t.	7.500.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Debiti bancari a medio l.	12.000.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Finanziamento soci infruttifero	500.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
+ Debiti verso fornitori scaduti da oltre 90 gg.	250.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
+ Svalutazione crediti	150.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "bad debt"</i>
- Cassa e disponibilità liquide	- 2.250.000 €	<i>cassa e liquidità immediatamente disponibili</i>
- Titoli finanziari	- 1.000.000 €	<i>titoli finanziari aventi caratteristiche di liquidabilità</i>
PFN	17.150.000 €	

In conseguenza di tali calcoli, la determinazione dell'*Equity Value* è ottenuta nel modo seguente:

$$\text{EqV} = \text{EV} - \text{PFN} = (\text{Ebitda} * 6) - \text{PFN} = (\text{€}10.940.000 * 6) - \text{€} 17.150.000 = \text{€} 65.640.000 - \text{€} 17.150.000 = \text{€} 48.490.000.$$

Esempio 1.1

Apportiamo delle leggere modifiche e/o precisazioni ai dati di input dell'Esempio 1. In particolare, supponiamo che:

- l'Ebit include canoni di *leasing* finanziario mediante i quali ALPHA ha acquisito l'uso di impianti e macchinari per € 500.000 su base annua. Il valore residuo dei contratti di *leasing* finanziario alla data di riferimento è pari ad € 3 milioni;

- la svalutazione di crediti pari a € 150.000 non è operata “una tantum” ma riflette una rischiosità ricorrente del mercato nel quale opera la società. L’analisi condotta in sede di *Due Diligence* finanziaria, concordata tra le parti, è che lo 0,5% del fatturato sia normalmente non incassato a fronte dell’inesigibilità dei crediti commerciali. Tale circostanza corrisponde ad una rettifica negativa dell’Ebitda per € 100.000.

A fronte delle nuove e diverse informazioni acquisite, si propone un rinnovato calcolo di Ebitda e PFN:

		Note di commento
+ Ebit	10.250.000 €	<i>Diff. Tra valore (A) e costi della produzione (B)</i>
+ ammortamenti	540.000 €	<i>costi non monetari</i>
+ svalutazione di credito	150.000 €	<i>costo "una tantum", per cui ritenuto non ricorrente</i>
+ canoni di <i>leasing</i> finanziario	500.000 €	<i>costi da escludersi in quanto riqualificati come ammortamenti e oneri finanziari</i>
- perdite su crediti	- 100.000 €	<i>normalizzazione perdite su crediti</i>
EBITDA	11.340.000 €	

*nota: gli accontamenti a fondo rischi permangono come voce di costo all'interno del computo dell'Ebitda poiché ritenuti ricorrenti e quindi rilevanti al fine di identificare un redditività "normale".

Calcolo PFN

+ Debiti bancari a breve t.	7.500.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Debiti bancari a medio l.	12.000.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Finanziamento soci infruttifero	500.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
+ Debiti verso fornitori scaduti da oltre 90 gg.	250.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
+ Debito residuo verso società di <i>leasing</i>	3.000.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
- Cassa e disponibilità liquide	- 2.250.000 €	<i>cassa e liquidità immediatamente disponibili</i>
- Titoli finanziari	- 1.000.000 €	<i>titoli finanziari aventi caratteristiche di liquidabilità</i>
PFN	20.000.000 €	

In ragione di questi nuovi dati, il calcolo dell’Equity Value è aggiornato come segue:

$$\text{EqV} = \text{EV} - \text{PFN} = (\text{Ebitda} * 6) - \text{PFN} = (\text{€}11.340.000 * 6) - \text{€} 20.000.000 = \text{€} 68.040.000 - \text{€} 20.000.000 = \text{€} 48.040.000.$$

Esempio 1.2

La situazione è la medesima dell’Esempio 1 con l’unica modifica che il credito commerciale è inesigibile ma il venditore, pur capendo le ragioni dell’acquirente, è certo di poter incassare anche la parte ritenuta inesigibile del credito in un ragionevole lasso di tempo (poniamo un anno). Le parti negoziano quindi che parte del prezzo sia trattenuto in conto deposito gestito da una società fiduciaria (cosiddetto “*escrow account*”) fino al momento dell’effettivo incasso (e in quel caso verrà rilasciato a

favore del venditore) ma comunque non oltre i due anni dal perfezionamento dell'operazione straordinaria (in quest'ultimo caso, la somma trattenuta a garanzia verrà restituita al compratore).

Il calcolo della PFN cambierà come segue:

Calcolo PFN

+ Debiti bancari a breve t.	7.500.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Debiti bancari a medio l.	12.000.000 €	<i>debiti finanziari "interest bearing"</i>
+ Finanziamento soci infruttifero	500.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
+ Debiti verso fornitori scaduti da oltre 90 gg.	250.000 €	<i>debiti assimilabili ai debiti finanziari - "debt like items"</i>
- Cassa e disponibilità liquide	- 2.250.000 €	<i>cassa e liquidità immediatamente disponibili</i>
- Titoli finanziari	- 1.000.000 €	<i>titoli finanziari aventi caratteristiche di liquidità</i>
PFN	17.000.000 €	

Di conseguenza l'Equity Value sarà ricalcolato in questo modo:

$$\text{EqV} = \text{EV} - \text{PFN} = (\text{Ebitda} * 6) - \text{PFN} = (\text{€}10.940.000 * 6) - \text{€} 17.000.000 = \text{€} 65.640.000 - \text{€} 17.000.000 = \text{€ } 48.640.000.$$

Esempio 2

La *Due Diligence* finanziaria effettuata in relazione ad una società *target* in relazione agli esercizi 2021 e 2022 ha evidenziato talune poste del conto economico che si ritiene debbano portare ad una serie di rettifiche (in più o in meno) dell'Ebitda evidenziato dalla direzione della società *target*.

In particolare, è emerso che:

- la gestione della società *target* a carattere familiare ha evidenziato la presenza di costi di natura privata, non pertinenti, in entrambi gli anni di analisi: trattasi di costi di locazione immobili e attrezzature appartenenti ad una società correlata che tuttavia non corrispondono a servizi effettivamente resi;
- i costi dell'esercizio 2022 risultano impattati negativamente da un costo anomalo di energia elettrica per € 150 migliaia;
- l'Ebitda 2021 è carente di una fattura da ricevere per € 80 mila registrata in contabilità solo nell'esercizio 2022;
- sono presenti sopravvenienze passive e attive non ripetibili.

L'*advisor* del potenziale compratore, tenuto conto degli esiti della *Due Diligence* finanziaria fornisce al proprio cliente il seguente calcolo di Ebitda rettificato al fine di fornirgli le più complete informazioni utili a gestire efficacemente la successiva fase negoziale:

Calcolo EBITDA rettificato

			Note di commento
	2021	2022	
EBITDA	1.010.754	1.215.918	
+ costi non pertinenti	70.000	60.000	Costi legati ad una gestione "familiare"
+ costi energia "anomali":		150.000	Normalizzazione costi energia "anomali"
+/- costi con errata competenza	(80.000)	80.000	Fattura da ricevere fuori competenza
+ sopravvenienze passive:			
sanzioni e spese legali non ripetibili	30.000	2.000	Oneri non ricorrenti
- sopravvenienze attive:			
rimborsi assicurativi		(50.000)	Proventi non ricorrenti
Totale rettifiche	20.000	242.000	
EBITDA rettificato	1.030.754	1.457.918	

Sulla base di questo nuovo importo di Ebitda rettificato sarà possibile procedere alla valutazione d'impresa applicando il multiplo di riferimento concordato tra le parti.

Appendice 1: indicatori di *performance* economica alternativi all'Ebitda

In questa appendice riportiamo alcuni indicatori di *performance* che possono ricorrere in alcuni ambiti di prassi manageriale e professionale e che differiscono parzialmente dal concetto di Ebitda presentato in questo documento, ma che sono comunque finalizzati a rappresentare una *performance* operativa dell'impresa per finalità di reportistica o valutazione aziendale.

Le differenti varianti dell'Ebitda, qui presentate, sono definite nella comune prassi per rispondere a specifiche esigenze, o per meglio adattare l'indicatore a particolari settori. Qui di seguito illustriamo sinteticamente i principali indicatori alternativi all'Ebitda:

- Ebitdar (*Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rental*), non considera oltre agli ammortamenti anche i noleggi, sia finanziari che operativi di beni strumentali, in modo da rendere l'analisi neutrale dal punto di vista reddituale. E' un indice particolarmente utilizzato nel mondo della logistica e dei trasporti.
- Ebitdax (*Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and exploration*), è un *indicatore* tipicamente utilizzato nel settore *oil & gas*, poiché sterilizza l'Ebitda dalle spese di ricerca ed esplorazione di nuovi giacimenti. Essendo detti oneri non capitalizzabili sino a che vi sia la ragionevole certezza della possibilità di sfruttamento del giacimento e della recuperabilità dei medesimi, l'inclusione di tali oneri di spesa nell'Ebitda non permetterebbe di valutare la reale redditività della gestione ordinaria.
- Ebida (*Earnings before interest, depreciation and amortization*), è l'indicatore che di fatto include le imposte correnti (non quelle d'esercizio) nell'Ebitda ordinariamente calcolato, sull'assunto che le imposte costituiscano una componente economica e monetaria negativa, in qualche modo accessoria alla gestione operativa, che comunque influenza i flussi di cassa generati. Una delle critiche relative a questo indicatore riguarda il fatto che la componente delle imposte è influenzata dagli interessi, che sono usualmente deducibili, per cui l'Ebida non è neutrale rispetto alla struttura finanziaria della società. Tale indicatore di *performance* ha trovato una certa diffusione per una migliore comparazione di società operanti all'interno di uno stesso escludendo gli effetti delle deduzioni finanziarie e contabili emergenti dalla composizione della specifica struttura finanziaria.
- Ebiat (*Earnings before interest after taxes*), misura la redditività di una società senza sterilizzando gli effetti della specifica struttura di finanziamento dell'impresa, considerando però l'impatto della componente fiscale. E' un indicatore che in caso di assenza di componenti reddituali straordinarie (e quindi di coincidenza tra ricavi operativi e ricavi totali), coincide con il Nopat (*Net operating profit after tax*).



- Ebid (*Earnings before interest and depreciation*), rispetto all'Ebitda, in questo indicatore rilevano sia le imposte correnti sia gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali. E' utilizzato in particolari settori, caratterizzati da una alta intensità di investimenti in immobilizzazioni tecniche con una elevata rotazione (per esempio nei settori del noleggio di attrezzature o macchinari), dove nella valutazione dei flussi reddituali e finanziari disponibili non è possibile prescindere dalla rilevanza del costo di sostituzione dei beni.