

La Posizione finanziaria netta rappresenta un efficace strumento di valutazione

Pfn misura dell'indebitamento

Mancano modello unico e criteri di calcolo omogenei

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La Posizione finanziaria netta (Pfn) rappresenta un efficace strumento per valutare l'indebitamento aziendale, pur in presenza di criteri di calcolo che restano disomogenei. La Pfn si è affermata come uno degli indicatori più utilizzati per misurare il livello di indebitamento di un'impresa, la solidità della sua struttura patrimoniale e, in ambito M&A, la sostenibilità della leva finanziaria.

Tuttavia, nonostante la sua diffusione, il calcolo della Pfn continua a essere effettuato con logiche diverse, che variano a seconda dei contesti (informativa di bilancio, analisi finanziaria e valutazione d'azienda) e delle scelte soggettive degli operatori.

Difetta, ancora oggi, la presenza di un modello univoco e condiviso che definisca con precisione le componenti da includere o escludere, le rettifiche da apportare e le modalità di esposizione.

Il risultato è un quadro frammentario, in cui anche aspetti apparentemente semplici – come la classificazione del leasing, la gestione del Tfr o l'esposizione algebrica del saldo – possono generare risultati molto diversi a parità di dati di partenza.

Un indicatore, molti significati. La Pfn misura l'indebitamento finanziario netto dell'impresa, calcolato come differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie, incluse le disponibilità liquide.

Il risultato può essere positivo (debiti superiori agli asset finanziari) o negativo (attività superiori ai debiti), ma l'interpretazione varia a seconda della prospettiva.

Nel contesto della comunicazione economico-finanziaria, la Pfn assume la natura di indicatore alternativo di performance.

Se rapportata al patrimonio netto o ai ricavi, la Pfn permette di ottenere indicatori come il leverage finanziario (Pfn/Equity) o il grado di incidenza dell'indebitamento

sulla capacità di generare fatturato (Pfn/Fatturato).

In ambito valutativo, al contrario, la Pfn viene utilizzata per rettificare il valore aziendale derivante da approcci asset side unlev-

red, assumendo un ruolo residuale, più contabile che informativo.

Calcolo e riclassificazioni. In assenza di un principio contabile nazionale unitario, la Pfn va ricavata tramite una riclassificazione dello stato patrimoniale distinguendo tra elementi correnti (entro 12 mesi) e non correnti (oltre i 12 mesi), e tra attività e passività a contenuto finanziario.

Lo schema più comunemente adottato prevede:

- attività finanziarie correnti: cassa, depositi bancari, titoli negoziabili, crediti finanziari a breve;
- passività finanziarie correnti: debiti bancari a breve, quota corrente di debiti a medio/lungo, altri debiti finanziari;
- attività finanziarie non correnti: crediti finanziari oltre i 12 mesi;
- passività finanziarie non correnti: debiti bancari

In assenza di un principio contabile nazionale unitario, la Pfn va ricavata tramite una riclassificazione dello stato patrimoniale distinguendo tra elementi correnti (entro 12 mesi) e non correnti (oltre i 12 mesi), e tra attività e passività a contenuto finanziario

a lungo, obbligazioni, altri debiti finanziari a medio/lungo.

La somma algebrica delle due posizioni, corrente e non corrente, restituisce la Pfn complessiva.

Uno dei nodi più rilevanti, spesso trascurato, riguarda l'inclusione o meno delle attività finanziarie non correnti nel calcolo della Pfn.

Mentre nella prassi contabile si tende a limitarle alle poste esigibili entro 12 mesi, in ambito valutativo e negoziale esse assumono piena rilevanza e vengono incluse per rappresentare correttamente la posizione finanziaria complessiva, soprattutto nei modelli asset side.

La divergenza tra queste due configurazioni rappresenta una delle principali fonti di disomogeneità nella determinazione dell'indicatore.

Divergenze applicative: leasing, Tfr e factoring. Numerosi aspetti della prassi operativa alimentano la disomogeneità dei calcoli.

Tra i più rilevanti vi è il trattamento del leasing: per i soggetti Oic adopter, che contabilizzano i leasing finanziari secondo il metodo patrimoniale, il debito residuo va incluso nella Pfn, ma non sempre ciò avviene con chiarezza.

Altro punto controverso è il trattamento del Tfr: pur essendo una passività operativa, taluni lo includono nella Pfn per la sua natura finanziaria latente.

Analogamente, i debiti commerciali scaduti da tem-

po, pur formalmente operativi, possono perdere tale natura per assumere un carattere sostanzialmente finanziario.

Ancora più delicata è la gestione delle operazioni di factoring e anticipo crediti:

Una difformità riguarda la rappresentazione algebrica: per alcuni, una Pfn negativa indica un indebitamento netto, per altri il contrario. Per evitare equivoci, è sempre preferibile specificare il significato attribuito al segno o, meglio ancora, usare l'espressione "indebitamento finanziario netto"

se contabilizzate in modo da far scomparire i debiti sottostanti, richiedono opportune rettifiche extracontabili da parte del valutatore.

Il dilemma del segno. Un'ulteriore difformità riguarda la rappresentazione algebrica: per alcuni, una Pfn negativa indica un indebitamento netto, per altri il contrario.

Per evitare equivoci, è sempre preferibile specificare il significato attribuito al segno o, meglio ancora, usare l'espressione "indebitamento finanziario netto" che potrebbe risultare univoca.

Evoluzione normativa: il modello Esma. Nel marzo 2021 l'Esma ha pubblicato gli "Orientamenti in materia di obblighi di informativa" ai sensi del regola-

mento Ue 2017/1129, recepiti in Italia da Consob con il Richiamo n. 5/21.

Il nuovo schema propone una classificazione strutturata della Pfn, distinguendo chiaramente tra liquidità, debiti finanziari e debiti non remunerati con componente finanziaria (es. debiti commerciali oltre 12 mesi).

L'approccio Esma, pur pensato per i prospetti informativi, rappresenta oggi un benchmark anche per le imprese non quotate e stimola una maggiore trasparenza nella rappresentazione del profilo finanziario.

L'uso in ambito valutativo e negoziale. Nelle operazioni straordinarie (M&A), la Pfn è spesso oggetto di rettifiche negoziali.

Ad esempio, può essere esclusa la liquidità non operativa oppure possono essere aggiunti debiti "off-balance" non rilevati in bilancio. In questi casi, la Pfn "rettificata" è uno dei driver per la determinazione del prezzo, specie nei modelli basati su multipli dell'Ebitda (EV/Ebitda).

Il rapporto Pfn/Ebitda, inoltre, è ampiamente utilizzato per valutare la sostenibilità dell'indebitamento e definire clausole contrattuali nei finanziamenti (covenant). Tuttavia, la mancata definizione standardizzata dell'Ebitda rende anche tale ratio soggetta a manipolazioni, aumentando il rischio di errori e contenziosi.

Criticità e raccomandazioni. Le principali criticità rilevate in dottrina

e nella prassi sono:

- mancanza di un principio contabile univoco sulla PFN;
- uso disomogeneo del segno algebrico;
- ricorrente sottovalutazione delle passività latenti (Tfr, leasing, factoring);
- eccessivo affidamento alla Pfn come unico indicatore di solidità, trascurando altri indici complementari.

Per superare queste difficoltà, si raccomanda di esplicitare nella nota integrativa le voci incluse nella Pfn e il criterio di calcolo adottato; adottare modelli di riclassificazione coerenti con gli orientamenti Esma; integrare l'analisi con altri indicatori, come il Debt/Equity ratio e il Pfn/Ebitda, letti in ottica temporale e settoriale.

— © Riproduzione riservata —