

La costruzione della Posizione finanziaria netta nelle valutazioni d'azienda

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

La Posizione finanziaria netta è una grandezza significativa nelle valutazioni effettuate con molteplici criteri quando vengono applicati secondo un approccio *Asset side*. Non sempre però il valutatore presta la necessaria attenzione a costruire correttamente la PFN che dovrebbe includere tutto il debito finanziario contratto dall'azienda. Tale debito dovrebbe essere rappresentato non dal valore di bilancio ma da quello corrente.

Il presente lavoro si propone di fare ordine sul punto, riassumendo le differenti tipologie di debiti da includere nella PFN e delineando le metodologie da seguire per esprimerli correttamente.

La rilevanza della posizione finanziaria netta nelle valutazioni d'azienda

Il fine ultimo di ogni valutazione d'azienda è la stima del valore del capitale economico, ovvero l'espressione a valori correnti di mercato del patrimonio netto contabile, o se si preferisce dell'investimento compiuto dalla proprietà a prescindere dalla forma giuridica attraverso la quale viene esercitata l'attività d'impresa.

Il percorso che porta al risultato finale non è univoco. La teoria riconosce, infatti, due approcci diversi:

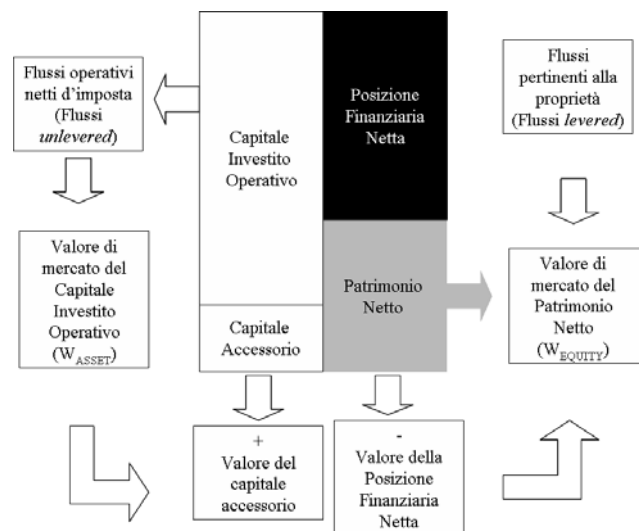
1. l'approccio *equity side* determina direttamente il valore del capitale economico (*Equity value*);
2. l'approccio *asset side* determina preliminarmente il valore dell'impresa (*Asset value*) e, successivamente, per sottrazione della Posizione finanziaria netta (PFN) perviene all'*Equity value*.

La differenza tra i due approcci è più sensibile nell'applicazione di alcuni metodi valutativi rispetto agli altri.

Il metodo patrimoniale è praticamente indifferente alla scelta posto che per tutte le voci di stato patrimoniale - attività e passività, si dovrà procedere al riallineamento ai valori correnti, l'eventuale evidenziazione dell'*Asset value* è solamente un risultato intermedio ma non un diverso approccio metodologico. Considerazioni differenti valgono per il metodo Dcf, i misti patrimoniali reddituali e le valutazioni comparative per le quali, invece, la scelta tra un approccio e l'altro non è indifferente sul risultato finale, modificandosi i parametri e le ipotesi sottostanti la valutazione.

A titolo esemplificativo si riporta la seguente tavola che riguarda l'adozione dei differenti approcci per il metodo Dcf.

Tavola 1. Approccio *Asset side* ed *Equity side* nel metodo Dcf



Emerge dalla tavola come l'adozione di un approccio *Asset side* imponga l'attualizzazione dei flussi *unlevered*, ovvero della gestione operativa (Fcf), che non includono le uscite finanziarie per interessi, dividendi e rimborsi di capitale e le entrate da finanziamenti ricevuti ad un tasso di attualizzazione (Wacc) che considera il costo del debito e del capitale proprio. Il valore che si ottiene è un *Asset value* dal quale, sottraendo la PFN si ottiene l'*Equity value*.

Al contrario l'approccio *Equity side* richiede che vengano attualizzati i flussi netti a disposizione della proprietà (flussi *levered*, FCFE) ad un tasso espressivo del solo costo del capitale proprio. In questo caso si otterrà direttamente l'*Equity value*.

Considerazioni analoghe valgono per le valutazioni comparative di mercato (multipli) e per i metodi misti (ad esempio, il metodo Eva è di tipo *Asset side* mentre il metodo cosiddetto UEC è di tipo *Equity side*).

La scelta dell'approccio conduce ai medesimi risultati sotto ipotesi teoriche molto restrittive difficili da riscontrare nella realtà (*perpetuity* del debito e dei flussi attesi). Quanto accade, è, invece, che l'*Equity value* stimato con un approccio *Asset side* diverga da quello risultante da un approccio *Equity side* a causa delle ipotesi formulate con riferimento al debito finanziario attuale e previsto.

Il contenimento di tali divergenze è anche funzione dell'attenzione con la quale è stata costruita la Pfn, per cui un approfondimento circa le più corrette modalità di calcolo di quest'ultima trova sicuramente giustificazione nell'intento di costituire un corretto impianto valutativo.

La Pfn: metodologie di calcolo

La Pfn è pari alla somma di tutte le passività di natura finanziaria dell'impresa da valutare al netto delle disponibilità liquide e delle attività ad esse assimilabili (*cash equivalent* nell'accezione anglosassone).

Ne deriva che la Pfn è, in prima istanza, il risultato di un riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale che distingue:

1. attività e passività di natura operativa che costituiscono il capitale investito operativo dell'impresa;
2. passività e attività di natura finanziaria che formano la Pfn;
3. patrimonio netto che sommato alla Pfn costituisce le fonti di finanziamento del capitale investito.

Le passività da includere nella Pfn sono pertanto tutti i debiti nei confronti del mercato finanziario (finanziamenti bancari e prestiti obbligazionari quotati sui mercati regolamentati) e di altri finanziatori, quali ad esempio i soci.

Non è rilevante il criterio della scadenza per cui figurano nella Pfn tutti i debiti finanziari sia a breve sia a medio e lungo termine.

Al fine di comprendere meglio le criticità implicite nella costruzione della Pfn, le diverse voci sono raggruppate nel seguente modo:

1. debiti finanziari risultanti in bilancio;
2. debiti finanziari non risultanti in bilancio che devono essere ricostruiti dal valutatore;
3. debiti originariamente di natura operativa che possono diventare finanziari e quindi essere inclusi nella Pfn;
4. debiti verso i soci per i quale l'inclusione nella Pfn deve essere valutata caso per caso.

I debiti finanziari risultanti in bilancio

Figurano all'interno di questa categoria, in primo luogo, i mutui e i finanziamenti a medio lungo termine erogati all'impresa dal sistema bancario.

In bilancio è rappresentato il valore residuo del finanziamento, che nel caso di strutture di rimborso ad ammortamento sarà normalmente inferiore al capitale preso a prestito, mentre nelle strutture *bullet* (ovvero con rimborso integrale a scadenza) viene a coincidere. Sono ugualmente da considerare i debiti bancari a breve termine che tipicamente sono riconducibili:

1. alle anticipazioni a breve termine (si ricorda che il sistema bancario considera a breve termine il debito scadente entro 18 mesi e non 12) che riguardano tipicamente (anche se non solo) il finanziamento del capitale circolante;
2. alle aperture di credito in conto corrente.

È importante notare che il valore da assumere è quello alla data di riferimento della stima, per cui il valore di bilancio può essere utilizzato solo in coincidenza di date; in caso contrario è necessario che il valutatore richieda un aggiornamento dei valori.

In presenza di forte stagionalità delle vendite, può accadere che la data di riferimento della valutazione possa essere fuorviante in quanto il debito a breve risulta eccessivamente ridotto o elevato. La soluzione, non infrequente nella prassi, di considerare un valore medio annuo (ad esempio calcolando il valore medio dei saldi di fine mesi) può essere ritenuta accettabile ma deve risultare chiaramente che le oscillazioni dipendono da condizioni fisiologiche e non sono effetto di disequilibri aziendali¹.

Ulteriore categoria è quella dei prestiti obbligazionari che, analogamente ai casi precedenti, dovranno essere considerati per l'importo residuo alla data di riferimento della stima.

Alcune criticità sorgono quando il titolo obbligazionario è un "ibrido", ovvero unisce allo strumento di debito anche altri prodotti finanziari.

Il caso tipico è quello delle obbligazioni convertibili che sono un pacchetto venduto congiuntamente di due strumenti diversi, l'obbligazione pura e una opzione *call* sulle azioni della società emittente.

Un approccio molto rigoroso al trattamento di questa posta richiederebbe la stima del valore separato di entrambe le componenti, ma l'approccio più seguito nella prassi e ritenuto accettabile è quello della "*fully dilution*".

¹ Il valutatore deve verificare che i saldi si muovano nei due sensi e che i cicli stagionali siano osservabili nell'arco almeno di 3-5 anni.

Se l'obbligazione è convenientemente convertibile (ovvero il prezzo corrente dell'azione è superiore a quello di conversione) allora l'intero valore residuo del prestito viene escluso dalla Pfn e considerato nell'*Equity value*; al contrario se l'obbligazione non è convenientemente convertibile è parte della Pfn.

Il limite di questo procedimento è che al momento della stima potrebbe non essere possibile la conversione che è rinviata ad una finestra temporale successiva quando potrebbero essersi modificati i prezzi di mercato.

Infine, rimane da considerare un aspetto comune a gran parte degli strumenti riportati. L'obiettivo della stima è quello di ricostruire i valori di mercato sia dell'attivo (*Asset Value*) sia del passivo (Pfn) per cui quest'ultima dovrebbe riflettere valori correnti e non storici.

È frequente che nei *report* di valutazione sia indicato che si assume che il valore di mercato della Pfn coincida con quello di bilancio. Tale assunzione deve essere verificata nel caso di debiti a medio/lungo termine a tasso fisso.

Si supponga il caso di un finanziamento con scadenza tra tre anni per 100.000 euro, con cedola annuale contrattualmente determinata pari al 3%. Se è noto che sul mercato il tasso corrente per tale tipologia di debito è, in accordo con la struttura a termine dei tassi, pari al 5%, un'opportuna modalità di valorizzazione del debito dovrebbe utilizzare quest'informazione definendo il debito come il risultato della seguente equazione:

$$V_D = \frac{3.000}{(1+5\%)} + \frac{3.000}{(1+5\%)^2} + \frac{103.000}{(1+5\%)^3} = 94.554$$

V_D ovvero il valore di mercato del debito è pari al valore attuale dei flussi di pagamenti previsti nei prossimi tre anni che equivalgono al pagamento degli interessi per 3.000 euro e al rimborso a termine del capitale per 100.000 euro.

Ne deriva che poiché il tasso corrente di mercato (5%) è superiore a quello nominale del finanziamento (3%), l'impresa beneficia di un vantaggio, pagando il debito meno di quello che dovrebbe rinegoziando oggi il debito. La differenza tra il valore da rimborsare a termine (100.000 euro) e il valore corrente (94.554 euro) è parte dell'*Equity value* sicché nella Pfn verrà iscritto il finanziamento solamente per 94.554 euro.

I debiti finanziari non risultanti in bilancio che devono essere ricostruiti dal valutatore

Alcuni debiti finanziari, pur se contratti dall'impresa da valutare, possono non trovare rappre-

sentazione in bilancio.

È il tipico caso dei *leasing* finanziari stipulati da una società che redige il bilancio secondo i principi contabili nazionali. In tal caso, verranno iscritti in bilancio i canoni tra i costi per il godimento di beni di terzi, ma non risulterà il debito finanziario a fronte della quota capitale implicita nei canoni residui. Poiché tale debito rientra sicuramente nella Pfn² dovrà essere correttamente espresso utilizzando il criterio finanziario, applicato secondo le modalità richieste per l'informativa in nota integrativa.

Anche per il *leasing*, se a tasso fisso, si dovrà verificare l'eventuale differenza tra il valore ricostruito e il valore corrente.

La "rettifica *leasing*" si rende necessaria solamente per esprimere correttamente tutte le passività finanziarie, ma ovviamente ciò non ha alcun effetto ai fini del bilancio, in quanto l'operazione è ivi correttamente rappresentata. Potrebbe, invece, accadere che alcuni debiti finanziari non abbiano trovato una corretta rappresentazione nel bilancio della società da valutare e richiedano alcune rettifiche.

Un primo esempio riguarda le anticipazioni bancarie s.f.b. e le cessioni del credito *pro solvendo*. In tali casi è evidente che il rischio sul credito anticipato o ceduto rimane in capo alla società e, quindi, deve rimanere nell'attivo di bilancio, con contropartita un debito pari all'importo anticipato o risultante dalla cessione del credito. Può accadere, invece, che la società stralci il credito e iscriva i suddetti importi tra la liquidità. In simili fattispecie, il valutatore dovrà assicurarsi che il bilancio sia stato correttamente redatto anche rispetto a questi aspetti.

Il secondo esempio si riscontra frequentemente nelle situazioni di insoluti sul debito a medio lungo termine. La quota interessi nelle rate non pagate è da considerarsi debito finanziario nei confronti della banca (sui quali maturano solitamente anche gli interessi moratori) e non ratei passivi, come spesso vengono erroneamente rappresentati. La rettifica dovrà quindi consistere nella ricostruzione del debito complessivo nei confronti della banca, considerando anche gli interessi moratori, ove disponibili.

I debiti di natura operativa da includere nella Pfn

Il principio che guida l'inclusione delle passività nella Pfn è la natura onerosa del debito. I debiti commerciali nei confronti dei fornitori, i debiti nei confronti

² Tale rettifica riguarda esclusivamente il *leasing* finanziario, mentre il *leasing* operativo non ha alcun impatto sulla Pfn.

dello Stato per imposte, contributi e ritenute e i debiti nei confronti dei dipendenti non sono pertanto da considerare.

Tale conclusione è valida solamente nell'ipotesi "fisiologica", ovvero di debiti non scaduti, ma non regge se a scadenza il debito è rimasto impagato perché da quel momento possono decorrere gli interessi moratori sul debito commerciale e quelli previsti per legge, oltre alle sanzioni, per il debito tributario e previdenziale.

Questa soluzione è controversa nella prassi sia in merito alla stessa inclusione degli scaduti nella Pfn sia nella definizione di soglia temporale passata la quale il debito scaduto deve considerarsi finanziario; tuttavia non pare che esista spazio per simili discussioni in sede di valutazione d'azienda.

È, infatti, del tutto evidente che il mancato rispetto degli impegni contrattuali e degli adempimenti verso lo Stato riduce il fabbisogno finanziario che sarebbe stato soddisfatto con debito che tipicamente rientra nella Pfn.

In questa sede, è anche opportuno discutere in merito all'inclusione nella Pfn di una posta assai controversa, il Fondo Tfr.

Le posizioni di dottrina che non ritengono di includerlo nella Pfn motivano tale posizione sostenendo che il debito trae origine dai dipendenti che sono necessari all'operatività dell'azienda e non una scelta discrezionale di finanziamento, come per le altre voci della Pfn.

Al contrario, gli assertori dell'inclusione ravvisano una natura finanziaria nella rivalutazione annuale, che può essere equiparata ad un interesse e in subordine una protratta scadenza che non pare omogenea con la natura tipica delle passività commerciali.

Dal punto di vista teorico, appaiono convincenti le motivazioni di entrambe le posizioni; tuttavia, andrà notato che nella prassi corrente la scelta di includere il Fondo Tfr nella Pfn pare trovare maggiore favore. In tal caso, però, il debito andrà rivalutato utilizzando tecniche attuariali come peraltro previsto dallo Ias 19³.

³ Discorso diverso vale per il Fondo di fine mandato degli amministratori che viene solitamente considerata una passività di natura operativa e non finanziaria.

I debiti nei confronti dei soci

L'attribuzione dei debiti nei confronti dei soci alla Pfn o al patrimonio netto e, quindi, da includersi nell'*Equity value* è sicuramente uno degli aspetti che generano maggiore incertezza.

A opinione di chi scrive, le linee da seguire per considerare il finanziamento nelle Pfn dovrebbero essere le seguenti:

- a) il finanziamento soci è assimilabile per onerosità, struttura e modalità di rimborso ad un finanziamento erogato dal mercato finanziario. Sono ammissibili condizioni di favore (in caso contrario si ricorrerebbe direttamente al mercato), ma non devono essere tali da snaturare il finanziamento;
- b) esistono possibilità di rimborso da parte della società concrete e non solamente teoriche.

Quanto previsto all'art.2467 cod.civ. per le Srl (postergazione del finanziamento soci) e per certi versi estendibile, quanto meno in parte, alle Spa, indica un chiaro intendimento del Legislatore a considerare questi finanziamenti come patrimonio sostanziale. Anche per questi motivi l'attenzione del valutatore deve essere massima, specie nei casi di valutazione che hanno valore legale⁴.

La liquidità da considerare nella Pfn

La Pfn è costituita anche da poste dell'attivo di bilancio che ne riducono il valore.

Si tratta della liquidità disponibile e di tutti gli investimenti che possono tradursi in liquidità in tempi brevissimi e senza rischio di prezzo. In pratica, rientrano in quest'ultima categoria i titoli di Stato quotati sui mercati regolamentati e gli strumenti finanziari ad essi assimilabili.

Non pare corretto, invece, includere nella Pfn le eventuali ulteriori attività finanziarie dell'impresa da valutare, quali, ad esempio, i crediti verso le altre società del gruppo. Per queste voci è preferibile una evidenziazione nel capitale investito, pur se di natura accessoria e non operativa.

⁴ Nel caso delle acquisizioni di partecipazioni, ad esempio, questo aspetto ha un'incidenza minore, posto che il finanziamento soci rientra nell'investimento complessivo dell'acquirente dovendosi comunque riconoscere al venditore.