Orientamento Esma 32-382-1138 del 4 marzo 2021
Articolo 2428 del codice civile
Oic 6

Alessandro Germani
Dottore commercialista, Partner GDC Corporate & Tax

Nuova definizione di posizione finanziaria netta, il recente orientamento Esma

Per un lungo lasso temporale, in tema di **posizione finanziaria netta**, ci si è riferiti a quanto individuato dalla **Consob** nel **2006**, che peraltro faceva rimando alla **raccomandazione Cesr del 2005**. Queste definizioni erano state ribadite anche dai principi contabili nazionali, laddove l'**Oic 6** relativo alle ristrutturazioni del debito riportava uno schema di posizione finanziaria netta che ricalcava fedelmente quanto raccomandato da Consob e Cesr. Quel principio contabile è stato poi abrogato, in quanto buona parte è confluita nell'attuale Oic 19 relativo ai debiti, senza alcun accenno tuttavia alla definizione di posizione finanziaria netta.
È utile quindi tenere in considerazione la **novità dell'orientamento Esma dello scorso marzo**, che introduce una **nuova definizione**, anche se **nella sostanza non pare divergere troppo dalla precedente**. Ricordiamo che la nozione di Pfn (o di indebitamento finanziario netto, come chiamato attualmente) è **di primaria importanza** sia nell'ambito delle **relazioni sulla gestione al bilancio**, sia in ambito di **transazioni bancarie** (per i *covenants*) **o finanziarie volte ad acquisizioni**, perché il passaggio dall'*enterprise value*[1] all'*equity value* presuppone proprio l'introduzione della posizione finanziaria netta.

La precedente definizione di posizione finanziaria netta

Può essere utile considerare che, in passato, la nozione di posizione finanziaria netta faceva riferimento a due nozioni.

La prima era quella relativa alla **comunicazione Consob del 2006**[2]. In tale comunicazione si faceva espresso riferimento alla **nozione di "posizione finanziaria netta"** mediante **rinvio a quanto indicato sull'argomento dalla raccomandazione Cesr del 10 febbraio 2005** rubricata "*Raccomandazioni per l'attuazione uniforme del regolamento della Commissione Europea sui prospetti informativi*".

Al riguardo lo schema previsto dalla citata comunicazione Consob era il seguente:

A. Cassa	...
B. Altre disponibilità liquide (dettagli)	...
C. Titoli detenuti per la negoziazione	...
D. Liquidità (A) + (B) + (C)	**...**
E. Crediti finanziari correnti	**...**
F. Debiti bancari correnti	...
G. Parte corrente dell'indebitamento non corrente	...
H. Altri debiti finanziari correnti	...
I. Indebitamento finanziario corrente (F)+(G)+(H)	**...**
J. Indebitamento finanziario corrente netto (I) – (E) – (D)	**...**

1. *Per "enterprise value" si intende il valore dell'azienda, trattandosi di una nozione di tipo asset side, perché guarda appunto all'azienda, mentre l'equity value è il valore dell'azienda per l'azionista, trattandosi in questo caso di una nozione equity side, che guarda all'azionista.*

2. *Cfr. comunicazione Dem/6064293 del 28 luglio 2006.*

K. Debiti bancari non correnti	...
L. Obbligazioni emesse	...
M Altri debiti non correnti	...
N. Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M)	**...**
O. Indebitamento finanziario netto (J) + (N)	**...**

Si faceva quindi riferimento, nel paragrafo della comunicazione Consob, alla nozione di posizione finanziaria netta, sebbene poi nello schema di conteggio ci si riferisse all'**indebitamento finanziario**, distinto tra quello corrente e quello non corrente. Le lettere da A ad E infatti si riferivano alle voci attive, mentre le successive F, G e H erano relative ai debiti correnti. Si addiveniva così alla nozione di indebitamento finanziario corrente alla lettera I. Poi si introduceva la componente non corrente, per giungere all'indebitamento finanziario non corrente alla lettera N. Infine, quale sintesi finale di tutto, si giungeva all'indebitamento finanziario netto della lettera O.

Un paragrafo *ad hoc* (il 7.4) era dedicato dal principio contabile **Oic 6** relativo alla "Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio" proprio alla nozione di posizione finanziaria netta. Il documento, *in primis*, rammentava che non vi fosse una definizione delle modalità di calcolo nell'ambito dei principi contabili nazionali e internazionali (Ifrs), richiamando poi tanto la comunicazione Consob del 2006, quanto la raccomandazione Cesr del 2005.

Lo **schema riproposto dall'Oic 6 infatti ricalcava fedelmente quello della Consob**, a sua volta derivante dalla raccomandazione Cesr.

Ricordiamo poi che il principio contabile Oic 6, nella versione del 2 agosto 2011, è stato **successivamente abrogato**, in quanto le tematiche della ristrutturazione dei debiti sono andate direttamente a confluire nel principio contabile 19 relativo ai Debiti, senza tuttavia che in quest'ultimo documento venisse riportata la definizione di posizione finanziaria netta.

Se dunque questo è il quadro che ci ha accompagnato fino al 2021, è opportuno analizzare le **novità che sono state apportate dall'orientamento Esma del corrente anno**.

La nuova definizione in base all'orientamento Esma del 4 marzo 2021

In data 4 marzo 2021 l'**European Securities and Markets Authorities** (Esma)[3] ha introdotto un **orientamento**, in materia di obblighi di informativa ai sensi del regolamento sul prospetto, che **rielabora di fatto la definizione di posizione finanziaria netta** (Pfn). Ciò ha evidenti **ripercussioni** sia per ciò che concerne l'informativa di bilancio, sia per le transazioni finanziarie delle imprese che fanno riferimento a tale indicatore.

L'**entrata in vigore di tale orientamento è avvenuta il 5 maggio 2021**, considerato che gli orientamenti si applicano a partire da due mesi dopo la pubblicazione sul sito *web* dell'Esma in tutte le lingue ufficiali dell'Ue.

Gli **orientamenti dell'Esma sono fondamentali** sotto il profilo dell'informazione finanziaria e delle informazioni necessarie all'investitore[4].

I paragrafi da 175 a 189 del documento riguardano la nozione di indebitamento finanziario e introducono **rilevanti novità**.

3. *L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati è un organismo dell'Unione europea che, dal 1° gennaio 2011, ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo. A essa partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria dell'Unione europea.*

4. *In particolare, ai sensi del paragrafo 12, «Gli orientamenti relativi alla comunicazione di informazioni finanziarie hanno uno stretto rapporto con l'informativa finanziaria. L'Esma raccomanda che gli emittenti si rivolgano a esperti in materia di informativa finanziaria al fine di assicurare che le informazioni finanziarie contenute nei prospetti soddisfino gli obblighi stabiliti nei presenti orientamenti, nonché l'obbligo generale di assicurare, ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1, del regolamento sul prospetto, che il loro prospetto contenga le informazioni necessarie affinché l'investitore possa valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale, i risultati economici, la situazione finanziaria e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti. Analogamente, le autorità competenti dovrebbero assicurare che i funzionari addetti alla vigilanza conoscano il contenuto degli orientamenti e dispongano di competenze in materia di informativa finanziaria per affrontare i problemi che sorgono nell'applicazione degli orientamenti».*

In primis va notato lo stesso aspetto terminologico, per cui, mentre **in passato si parlava di posizione finanziaria netta, adesso il riferimento è alla nozione di indebitamento finanziario**.

A	Disponibilità liquide	...
B	Mezzi equivalenti a disponibilità liquide	...
	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 non corrente (I + J + K)	...
M	Totale indebitamento finanziario (H + L)	...

Vediamo, in prima battuta, il **nuovo schema riportato nell'orientamento** citato.

La componente che riguarda la liquidità appare simile alla precedente definizione. Infatti l'unica differenza appare il fatto di prevedere le attività finanziarie correnti alla lettera C, mentre nella precedente definizione i crediti finanziari correnti erano fuori dalla liquidità trovando allocazione nella successiva lettera E.

La componente del debito a breve termine che conduce alla definizione di indebitamento finanziario corrente netto appare identica alla precedente definizione dello schema Consob/Cesr. Lo stesso valga per le componenti dell'indebitamento non corrente. Alla lettera J ora si fa riferimento agli strumenti di debito, con una nozione che appare solo più ampia rispetto alle obbligazioni che comparivano alla lettera L precedente, ma la sostanza appare in ogni caso la medesima.

Vediamo le ulteriori indicazioni fornite direttamente dall'orientamento Esma.

Il paragrafo 177 prevede che, laddove l'emittente sia tenuto a redigere un bilancio consolidato, le persone responsabili del prospetto dovrebbero calcolare l'indebitamento su base consolidata. Inoltre, laddove l'emittente disponga di mezzi equivalenti a disponibilità liquide, le persone responsabili del prospetto dovrebbero fornire informazioni dettagliate sulla loro composizione. Le persone responsabili del prospetto dovrebbero comunicare eventuali restrizioni riguardanti le disponibilità liquide e i mezzi equivalenti (paragrafo 178).

La voce "Altre attività finanziarie correnti" dovrebbe includere le attività finanziarie (ad esempio, i titoli posseduti per negoziazione) che non sono (i) disponibilità liquide, (ii) mezzi equivalenti a disponibilità liquide o (iii) strumenti derivati utilizzati con finalità di copertura (paragrafo 179).

La voce "Debito finanziario" dovrebbe includere il debito remunerato (ovvero il debito fruttifero), che comprende, tra l'altro, le passività finanziarie relative a contratti di locazione a breve e/o a lungo termine (paragrafo 180).

La voce "Debiti commerciali e altri debiti non correnti" dovrebbe includere i debiti non remunerati che presentano una significativa componente di finanziamento implicito o esplicito, ad esempio i debiti verso fornitori con una scadenza superiore a 12 mesi. In questa voce dovrebbero essere inclusi anche eventuali altri prestiti infruttiferi (paragrafo 183). Il paragrafo 185 contiene importanti indicazioni sull'indebitamento indiretto e soggetto a condizioni, che dovrebbe essere descritto in un paragrafo sepa-

rato per consentire agli investitori di avere una visione completa[5].

Ricordiamo infine che la **Consob** ha dichiarato, tramite il "**Richiamo d'attenzione 5/21" del 29 aprile 2021**, di **conformare le proprie prassi di vigilanza ai suddetti orientamenti dell'Esma**. In particolare, la Consob ha affermato che i prospetti da essa approvati, a partire dal 5 maggio 2021, dovranno risultare conformi ai suddetti orientamenti Esma.

L'utilizzo della definizione di indebitamento finanziario netto

La **definizione di indebitamento finanziario o netto** (o di posizione finanziaria netta, secondo la vecchia definizione) appare **di larghissimo utilizzo**, motivo per cui le **modifiche che sono state apportate dal recente orientamento Esma** appaiono **di portata assai ampia**.

Di seguito vediamo questi ambiti di applicazione frequenti.

Bilanci e informativa di bilancio

Un primo ambito di destinatari sono **tutte le società quotate**, se consideriamo che la Consob con il "Richiamo di attenzione 5/21" del 29 aprile 2021 ha dichiarato l'intenzione di conformare le proprie prassi di vigilanza ai suddetti orientamenti Esma.

Questo comporta che, in base alle nuove previsioni, gli emittenti quotati hanno avuto l'**obbligo di presentare**, **nelle note illustrative dei bilanci annuali e delle semestrali**, pubblicate a partire **dal 5 maggio 2021** e quindi **comprese le relazioni semestrali chiuse al 30 giugno 2021**, un **nuovo prospetto in materia di indebitamento** da redigere **secondo le indicazioni contenute nei paragrafi** 175 e seguenti **dei suddetti orientamenti Esma**.

Occorre tuttavia ricordare che l'informativa finanziaria trova ampio spazio **anche nella relazione sulla gestione**, di cui all'articolo 2428 del codice civile, relativa a **tutte le società tenute al bilancio**. Non è infatti infrequente che, nella relazione sulla gestione al bilancio, fra gli indicatori finanziari vi sia il riferimento proprio alla posizione finanziaria netta. Tale riferimento è contenuto anche nel **documento congiunto** che nel **2018** è stato **emanato da Confindustria e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili**[6].

Covenants finanziari

Non è poi infrequente che le banche, **soprattutto nel caso di concessione di finanziamenti a medio-lungo termine**, richiedano alle imprese prenditrici il fatto di **rispettare determinati *convenants***.

Questi si distinguono in ***covenants* finanziari** e non finanziari.

Per quanto riguarda i primi, essi fanno riferimento a **indicatori di tipo finanziario**, fra i quali la **posizione finanziaria netta trova ampio spazio**. Trattandosi infatti di un **indicatore dell'indebitamento netto complessivo che l'impresa risulta avere**, tale parametro può essere considerato da un lato in valore assoluto, da un altro in valore relativo, se posto a confronto con il patrimonio netto[7]. Infatti, in questo secondo caso, si guarda alla solidità finanziaria dell'impresa, perché quanto più elevato è il rapporto, tanto maggiore sarà l'indebitamento dell'impresa, che può dipendere da un incremento del numeratore (e quindi dei debiti finanziari) oppure da una riduzione del denominatore (cioè del patrimonio netto). In ambedue i casi, la crescita del rapporto denota uno squilibrio di tipo finanziario, che può mettere in allerta i finanziatori.

5. *Il paragrafo 186 riporta alcuni esempi rilevanti di indebitamento indiretto o soggetto a condizioni:*
(i) gli accantonamenti rilevati in bilancio (come quelli per passività previdenziali o per contratti onerosi);
(ii) la garanzia di onorare un prestito bancario concesso a un soggetto che non fa parte del gruppo dell'emittente, se tale soggetto si rende inadempiente sul rimborso del prestito;
(iii) un impegno definitivo ad acquisire o a costruire un'attività nei 12 mesi successivi. Ad esempio, il soggetto ha firmato un contratto in base al quale si impegna ad acquisire un'attività materiale;
(iv) le penali o i risarcimenti che devono essere pagati dall'emittente nei 12 mesi successivi, se questi prevede di non rispettare eventuali impegni contrattuali;
(v) gli impegni relativi a contratti di locazione che non sono rilevati come passività nel bilancio dell'emittente e quindi inclusi nella dichiarazione sull'indebitamento;
(vi) gli importi relativi al "factoring indiretto" (reverse factoring) nella misura in cui non siano già inclusi nella dichiarazione sull'indebitamento.

6. *Cfr. Cndcec – Confindustria, "Relazione sulla gestione", giugno 2018.*

7. *Si tratta in questo caso del rapporto Pfn/Pn, ovvero posizione finanziaria netta/patrimonio netto.*

Ricordiamo che i ***covenants* finanziari sono spesso imposti** non solo dalle banche, ma **anche in tutte quelle operazioni di finanza alternativa che sono oggi proposte da interlocutori non bancari** quali i fondi di *private debt*. È assolutamente frequente infatti che, in operazioni di finanza non bancaria, quali emissioni di *minibond*, obbligazioni subordinate, prestiti mezzanini, si faccia ampio ricorso ai *covenants* e, in ultima analisi, alla posizione finanziaria netta.

Valutazioni d'azienda

Un terzo ambito in cui si ricorre con estrema frequenza alla nozione di posizione finanziaria netta è quello proprio delle **valutazioni di azienda**, **frequenti nelle operazioni di *mergers and acquisitions*** (m&a), ovvero di **fusioni e acquisizioni**.

In questo ambito, **spesso si ricorre a valorizzare l'azienda attraverso il metodo dei multipli di mercato**, data la sua oggettività e la sua facilità di applicazione. Soprattutto nelle operazioni che hanno a che fare con i fondi di *private equity*, infatti, questo tipo di valutazione è quella maggiormente utilizzata, a scapito sia dei metodi tradizionali, quali quello patrimoniale, misto e reddituale, sia dei metodi finanziari, quale lo sconto dei flussi di cassa (*discounted cash flow* – Dcf).

Quando si adotta il metodo dei multipli di mercato, il **valore dell'azienda** (***enterprise value***) è dato da un determinato indicatore, che spesso viene individuato nell'**Ebitda**[8], **per un determinato moltiplicatore** che dipende dalle caratteristiche del settore di riferimento e dell'azienda oggetto di valutazione.

Sotto questo profilo, il valore dell'azienda si misura come segue:

Enterprise value = Ebitda × moltiplicatore

Il passaggio successivo riguarda la determinazione dell'***equity value***, ovvero il **valore per l'azionista**. Tale passaggio viene effettuato prendendo appunto in considerazione la **posizione finanziaria netta**, per cui:

Equity value = *Enterprise value* - Posizione finanziaria netta

In altre parole, una volta **determinato il valore dell'azienda**, **per addivenire a quello dell'azionista**, andrà **sottratta la posizione finanziaria netta**, **se questa si estrinseca in un indebitamento finanziario netto**.

Qualora invece la stessa si caratterizzi per posizione di liquidità dell'impresa (tale per cui la cassa e gli elementi attivi siano superiori a quelli passivi), tale cassa viene di fatto **sommata all'*enterprise value* per raggiungere l'*equity value***, che mostrerà un maggiore valore rispetto al primo.

Note conclusive

La **nozione di posizione finanziaria netta è dunque cambiata**, sotto un profilo nominalistico, **in quella di indebitamento finanziario netto**. La definizione finora in auge, che risaliva alla comunicazione Consob del 2006, è stata sostituita dal recente orientamento Esma del 2021, che si applica dallo scorso 5 maggio.

Un aspetto di notevole interesse riguarda tutta la componente del cosiddetto "**indebitamento indiretto soggetto a condizioni**", che **va conteggiato a parte**.

Ciò che si rileva rispetto a questo indicatore è il suo utilizzo in ambiti variegati e molto diffusi. Perché trova spazio nei bilanci delle quotate così come in quelli di tutte le società, vista la presenza fra gli indicatori della relazione sulla gestione. Ma l'utilizzo è molto frequente anche nelle operazioni di debito, bancarie e non, nelle quali la posizione finanziaria netta è sovente uno dei *covenants* più ricorrenti.

Infine trova utilizzo ampio anche nelle acquisizioni laddove si ricorra al metodo dei multipli di mercato.

Per tutti questi motivi, la **nuova definizione** dovrà essere oggetto di familiarizzazione, perché **molto più ricorrente di quanto si possa pensare**. ☛

8. *L'Ebitda è un indicatore che piace particolarmente agli analisti finanziari, posto che, essendo calcolato prima degli ammortamenti e degli accantonamenti, oltre che dell'area finanziaria e delle imposte, è ritenuto assai oggettivo, perché tende a non risentire delle eventuali manovre del management aziendale che possono incidere sulla politica degli ammortamenti e degli accantonamenti.*