

Il merito delle imprese/1

I BILANCI

Per valutare la salute dell'azienda si considerano Ebitda e la Pfn

Il primo evidenzia la marginalità, l'altro indica l'indebitamento finanziario netto

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

■ L'impresa che necessita di capitali - a titolo di equity o di debito - per finanziare la propria crescita deve dimostrare, in base ai propri indicatori, sia storici, sia prospettici, di meritare le risorse richieste. In generale un finanziatore a titolo di equity è interessato all'incremento di valore dell'impresa tale da consentirgli di conseguire una plusvalenza in fase di exit, mentre un finanziatore a titolo di debito è interessato alla capacità dell'impresa di pagare gli interessi sul prestito e di rimborsare il capitale. Vediamone le differenti implicazioni.

Sono due gli indicatori di base, che servono poi per il calcolo di determinati quozienti utili alla valutazione delle operazioni: l'uno è di natura economica e coincide con l'Ebitda (earning before interest taxes depreciation and amortization), l'altro invece è di natura patrimoniale-finanziaria e coincide con la Pfn (posizione finanziaria netta).

Il primo corrisponde al margine

operativo lordo e si calcola come differenziale fra i ricavi e i costi dell'area caratteristica al lordo degli ammortamenti, delle svalutazioni e dei canoni di locazione finanziaria. È un indicatore assai apprezzato in quanto, per come è costruito, rappresenta una buona approssimazione del flusso di cassa. L'Ebitda dell'impresa va tenuto in considerazione sotto un duplice profilo:

- considerando in primis la marginalità del settore a cui l'impresa appartiene, essendoci settori con margini assai elevati (moda, IT e tecnologie in generale) rispetto ad altri molto più modesti (grande distribuzione), ma un aspetto apprezzato è anche la relativa stabilità e anticiclicità dei settori e quindi dei margini (alimentare);
- raffrontando all'interno del settore la performance dell'impresa rispetto ai suoi competitors.

A livello patrimoniale e finanziario è di fondamentale importanza la nozione di posizione finanziaria netta. In un'ottica estremamente semplificata la Pfn misura l'indebitamento finanziario dell'impresa, considerando i suoi debiti finanziari rispetto alle disponibilità attive di cassa. Ci sono molteplici definizioni di Pfn che declinano in vario modo il concetto appena riportato. Nel conteggiare la Pfn dell'impresa ci sono alcuni accorgimenti a cui bisogna prestare attenzione:

- anzitutto i debiti relativi alle operazioni di leasing che, non figurando nel passivo dello stato patrimoniale

PERFORMANCE AZIENDALI GLI INDICATORI PRINCIPALI

Le opzioni

Nell'ambito delle operazioni di private equity di maggioranza (fatte con ricorso al debito) e di private debt i rapporti più utilizzati sono i seguenti:

Gearing ratio - Gr (Debito/Equity)

Misura l'indebitamento finanziario rispetto al capitale di rischio, con valori elevati che testimoniano una bassa patrimonializzazione

Leverage Ratio - Lr (Debito/Ebitda)

Mostra quanti anni occorrerebbero a una società per rimborsare il suo debito in base al livello attuale di Ebitda

Interest Cover Ratio - Icr (Ebitda/interessi passivi)

Rivela quante volte l'EBITDA copre il pagamento degli interessi

Debt Service Cover Ratio (Dscr) (Flusso di cassa operativo/Quota capitale annua debito + Oneri finanziari)

Misura il flusso di cassa disponibile per ripagare il capitale e gli interessi, fornendo un'indicazione della capacità del debitore di rimborsare il debito utilizzando la cassa generata internamente

niale (se l'impresa redige il bilancio secondo i principi contabili nazionali), debbono essere considerati ad incremento della Pfn;

- il trattamento di fine rapporto, che è da sempre argomento dibattuto fra coloro che lo considerano una passività finanziaria e coloro che, viceversa, lo considerano operativa riguardando i dipendenti;
- infine in presenza di debiti scaduti gli stessi, anche se nominalmente di natura operativa, vengono a costituire una passività finanziaria dovendosi ricomprendere nella Pfn.

Vediamo ora i principali indicatori utilizzati nelle operazioni di private equity e di private debt. Spesso gli stessi coincidono per via della presenza del debito, a cui viene fatto ricorso anche nelle operazioni di private equity se si considerano le strutture di Lbo (leveraged buy out).

A livello dei cosiddetti leverage ratios possiamo considerare i seguenti rapporti:

- il gearing ratio, dato dal rapporto fra il debito finanziario e l'equity (D/E), misura l'indebitamento finanziario rispetto al capitale di rischio; un elevato rapporto indica una bassa patrimonializzazione dell'impresa che, in momenti di crisi, può determinare serie difficoltà nel ripagamento del debito contratto. Livelli più elevati di gearing sono ammissibili in mercati stabili, che godono di una scarsa competitività, mentre bassi livelli sono consueti nei settori con alti costi fissi in mer-

cati ciclici. Qualora il debito sia considerato al netto della cassa e delle attività finanziarie disponibili esso si trasforma nella Pfn e il rapporto diviene quindi Pfn/Pn;

- leverage ratio, dato dal rapporto fra il debito finanziario e l'Ebitda, misura il numero degli anni necessari alla società per rimborsare il debito contratto sulla base del proprio margine operativo lordo, che costituisce una buona approssimazione del flusso di cassa. L'indice è molto utilizzato dalle banche italiane come monitoraggio del rischio finanziario dell'impresa.

Invece per ciò che concerne i coverage ratios, che misurano la capacità dell'impresa di soddisfare il debito e/o gli interessi, possiamo considerare i seguenti rapporti:

- interest cover ratio (Icr), dato dal rapporto fra Ebitda e interessi passivi, misura quante volte l'Ebitda copre il pagamento degli interessi. Il suo maggior limite è dato dal fatto che l'Ebitda è solo un'approssimazione del cash flow, in quanto l'impresa dovrà poi anche rimborsare il capitale, aspetto non considerato da questo indicatore
- debt service cover ratio (Dscr) dato dal rapporto fra il flusso di cassa operativo e la somma della quota capitale del debito e degli oneri finanziari, esprime la capacità per l'impresa di generare flussi sufficienti per il servizio del debito nelle sue due componenti (debito e interessi).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Private equity e private debt. Per la redazione dei bilanci possibile ricorrere ai principi Oic o Ias-Ifrs

Con la finanza alternativa doppia opzione contabile

■ Le imprese che accedono alla finanza alternativa sono valutate in base agli indicatori di bilancio utilizzati dagli operatori del private equity e private debt. Per la redazione dei bilanci le stesse hanno la possibilità di ricorrere sia ai principi contabili nazionali, sia a quelli internazionali. Vediamone le implicazioni.

In primis è utile ripercorrere brevemente le caratteristiche dell'impianto contabile Oic rispetto a quello Ias-Ifrs. Sotto questo profilo possiamo ricordare che il cardine dei principi nazionali risiede nell'impostazione che si fonda sul principio del costo. Tipico esempio è dato dall'iscrizione delle immobilizzazioni materiali o degli investimenti immobiliari. Ciò a differenza dell'ambito Ias-Ifrs, che è invece fondato sul concetto del fair value, il quale permette una rappre-

sentazione del valore reale/economico degli elementi patrimoniali dell'impresa, determinando di contro una maggiore volatilità.

OBIETTIVI DIVERSI

La differente natura dei due framework contabili risponde al fatto che i principi nazionali hanno lo scopo di tutelare e misurare il patrimonio aziendale, mentre quelli internazionali mirano a fornire un'informazione agli investitori nei mercati finanziari e a tutti gli stakeholders. D'altro canto, invece, un avvicinamento fra i due set contabili è dato dal fatto che anche nei principi nazionali ha fatto il proprio ingresso, a seguito del Dlgs 139/15, il criterio del costo ammortizzato per i crediti, i debiti e i titoli, che è sempre stato caratteristico dell'impianto dei princi-

pi internazionali. Parimenti va detto che nei bilanci secondo i principi Oic è stato introdotto l'utilizzo del fair value per la valutazione degli strumenti finanziari derivati, così come avviene per i bilanci redatti secondo i principi internazionali.

METODO FINANZIARIO

E PATRIMONIALE PER I LEASING

Resta tuttora come differenza rilevante la contabilizzazione del leasing, che nei principi internazionali segue il metodo finanziario, mentre per i bilanci redatti secondo gli Oic è ancorata al metodo patrimoniale. E ciò comporta, per il calcolo della Pfn, di dover tenere conto del debito per il leasing che non appare nello stato patrimoniale dell'impresa.

Va poi detto che la legge di bilancio 2019 (articolo 1, comma 1070) ha in-

trodotto la facoltà di applicazione dei principi contabili internazionali laddove in passato esisteva un obbligo. Prescindendo da banche e assicurazioni non quotate, tale facoltà può riguardare le società emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante. In ogni caso questa facoltà può comportare il passaggio dal set dei principi internazionali a quello dei principi Oic, per il quale non esiste al momento alcun chiarimento né sul piano contabile, né tantomeno su quello fiscale. Ricordiamo, infatti, che un documento sulla transizione dagli Ias agli Oic era stato predisposto nel 2012 dall'Organismo italiano di contabilità ma non è mai stato reso pubblico. Questa tematica peraltro interessa anche quelle società che, a seguito di delisting, decidano di abbandonare i principi interna-

zionali per far ritorno ai nazionali.

Occorre altresì considerare che a seguito delle modifiche introdotte dal Dl 91/14 le società differenti da quelle che redigono il bilancio consolidato e da quelle incluse nel bilancio consolidato di società obbligate ai principi Ias/Ifrs, nonché da quelle che redigono il bilancio in forma abbreviata, hanno la facoltà di redigere il bilancio di esercizio secondo i principi contabili internazionali. Ciò allo scopo, invece, di favorire il percorso di conoscibilità e visibilità internazionale di quelle imprese che abbiano l'obiettivo di quotarsi in futuro.

Infine giova ricordare che le Pmi oggetto di quotazione all'Aim possono liberamente scegliere di adottare i principi internazionali o di mantenere il set nazionale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA