Posizione Finanziaria Netta (PFN) nelle operazioni di M&A

Quadro definitorio, perimetro negoziale, casistiche (leasing, TFR, factoring, debiti anomali) e strumenti contrattuali

Premessa e obiettivo del documento

Nelle operazioni di M&A, la PFN (net debt) è la variabile che trasforma l'Enterprise Value (EV) in Equity Value (EqV): ogni euro di PFN (più debito o meno cassa) impatta il prezzo in modo 1:1. L'assenza di una definizione univoca rende la PFN un terreno di negoziazione ad alta intensità: il perimetro (che cosa è debito, che cosa è cassa), il segno, la data di misurazione e la coerenza con EBITDA e Capitale Circolante determinano spesso il 'vero' prezzo più del multiplo dichiarato.

Questo paper fornisce un framework tecnico-operativo per (i) definire e misurare correttamente la PFN in uno SPA, (ii) gestire le principali poste ibride (leasing, TFR, debiti commerciali scaduti, factoring), (iii) prevenire errori tipici (double counting) e (iv) predisporre allegati/schedule robusti e difendibili in caso di dispute.

Messaggi chiave (in sintesi)

- La PFN non è 'un numero': è una definizione contrattuale + un metodo di misurazione + un perimetro di poste (debt-like / cash-like).
- PFN, EBITDA e NWC vanno trattati con coerenenza: molte poste possono essere una sola volta 'driver di prezzo'.
- Leasing e TFR sono spesso 'debito nascosto' o 'debito ibrido': l'impostazione contabile (OIC vs IFRS) non risolve il tema negoziale.
- Factoring/SBF e debiti commerciali 'anomali' alterano la cassa apparente: vanno normalizzati per evitare sovrastime.
- Il rischio non è solo economico, ma anche di contenzioso: definizioni generiche generano dispute al closing.

1. PFN nell'Equity Bridge e meccanismi di prezzo

L'equity bridge standard si basa su una relazione semplice: EqV = EV – PFN (con convenzione di segno coerente). In pratica, lo SPA specifica un prezzo base (o EV) e prevede un aggiustamento in funzione della PFN (e talvolta del Capitale Circolante Netto).

Enterprise Value (EV)	**– PFN (Net Debt)**	**= Equity Value (EqV)**
valore "asset-side" indipendente dalla struttura finanziaria	debiti finanziari e debt-like meno cassa e cash equivalents	prezzo del capitale alla data di riferimento

Attenzione al "segno"

- Nella prassi si trovano due convenzioni: (a) PFN positive (segno +) = indebitamento netto; (b) PFN negative (segno -) = indebitamento netto (convenzione tecnicamente errata).
- Lo SPA deve esplicitare la convenzione con esempi numerici.
- Suggerimento operativo: includere nell'allegato PFN almeno un esempio 'test' (numeri semplici) che renda impossibile l'errore di segno.

1.1 Closing Accounts vs Locked Box: impatto sulla PFN

• Closing accounts: PFN misurata al Closing Date su base statement (Closing Accounts). Prevede meccanismo di preparazione, review, contestazione e eventuale esperto indipendente.

• Locked box (meno frequente): prezzo fissato su una 'locked box date'; la PFN di riferimento è quella a tale data e la tutela dell'acquirente è affidata a covenants di leakage (divieto di distribuzioni/estrazioni di valore) e interessi (ticking fee) se previsti.

In entrambi i modelli, la PFN deve essere definita in modo 'chiuso': il tema non è solo 'cosa includo', ma anche 'come misuro' (valutazioni, cut-off, riconciliazioni, principio di consistenza).

2. Definizione di PFN: architettura contrattuale “principi, elenco”

Una definizione di PFN ‘da primario standing’ tende a combinare: (i) principi generali (per evitare arbitraggio), (ii) elenco analitico di voci incluse/escluse (per ridurre l’ambiguità) e (iii) regole di misurazione.

Struttura consigliata di clausola PFN

- Definizione: PFN = (Interest bearing debt + debt-like items + fondi assimilabili) – (Cash + cash equivalents + attività finanziarie prontamente liquidabili).
- Criteri di misurazione: bilancio management/closing accounts; principi contabili (OIC/IFRS) ‘as is’ e rettifiche; cut-off; stime e fair value.
- Coerenza: esclusione di poste già riflesse nel capitale circolante normalizzato o nell’EBITDA adjusted, salvo diversa previsione.
- Allegato (Schedule): tabella PFN con mapping a bilancio, riconciliazioni e supporting schedules (debito, cassa, leasing, factoring, TFR).

2.1 Perimetro: interest bearing debt vs debt-like items

La componente ‘interest bearing debt’ include tipicamente debiti verso banche, obbligazioni, finanziamenti soci, altri finanziatori. I ‘debt-like items’ includono passività che, pur non essendo sempre classificate come finanziarie nel bilancio civilistico, hanno sostanza finanziaria o comportano assorbimento di cassa ‘inevitabile’.

3. Matrice di classificazione: cash-like, debt-like, operativi

Per ridurre dispute, è utile adottare una matrice di classificazione guidata da domande semplici: (i) la posta genera interessi espliciti o impliciti? (ii) sostituisce di fatto un finanziamento? (iii) è ricorrente nel ciclo operativo e già catturata nel NWC? (iv) è immediatamente liquidabile?

Categoria	**Esempi**	**Trattamento tipico in M&A**
Cash	cassa, banche attive, depositi a vista	Riduce la PFN (se libera e disponibile)
Cash equivalents	titoli liquidabili in pochi giorni, pronti contro termine	Riduce la PFN se prontamente liquidabili e non vincolati
Interest bearing debt	debiti bancari, bond, mutui, finanziamenti soci	Aumenta la PFN
Debt-like items	leasing “off balance”, factoring pro-solvendo, debiti scaduti anomali	Aumenta PFN (se definizione include) e richiede schedule dedicato
Operative / NWC	fornitori “normali”, ratei/risconti operativi	In genere esclusi dalla PFN e gestiti via NWC / working capital adjustment

4. Casistiche ad alta criticità

4.1 Leasing: OIC vs IFRS 16 e aggiustamento PFN/EBITDA

Nel bilancio OIC, il leasing (anche finanziario) è tipicamente rappresentato come costo operativo (B8) senza iscrizione del debito residuo. Gli IFRS (IFRS 16) impongono invece il riconoscimento di Right-of-Use asset e lease liability. In M&A, la prassi ‘buyer-friendly’ include il debito residuo leasing nella PFN, per evitare debito fuori bilancio e migliorare comparabilità tra target.

Coerenza con EBITDA: se l’EBITDA è calcolato su base civilistica, i canoni di leasing sono già ‘dentro’ l’EBITDA e lo riducono. Se nel contempo si include il debito leasing nella PFN senza rettificare l’EBITDA, si rischia incoerenza economica. La soluzione professionale è: (i) definire EBITDA adjusted ‘as if IFRS 16’ (aggiungendo i

canoni e sostituendoli con ammortamento e interessi), oppure (ii) mantenere EBITDA civilistico e trattare il leasing in modo simmetrico (es. esclusione o trattamento parametrico).

Schema operativo (leasing)

- Step 1: identificare contratti con sostanza finanziaria (durata, opzioni, trasferimento rischi/benefici).
- Step 2: determinare debito residuo (quota capitale) alla data di riferimento e separare quota corrente/non corrente.
- Step 3: decidere la coerenza con EBITDA: 'as if IFRS 16' oppure mantenimento civilistico con trattamento esplicito.
- Step 4: includere nel schedule PFN un prospetto di riconciliazione canoni → debito residuo.

4.2 TFR: natura ibrida e rischio di double counting

Il TFR è uno dei nodi più insidiosi nelle negoziazioni: può essere (a) versato a INPS/fondi (costo monetario che impatta EBITDA e non genera debito futuro), oppure (b) accantonato a bilancio (passività verso dipendenti con rivalutazione annua), con possibile trattamento 'debt-like'.

Rischio di double counting: nelle società (tipicamente <50 dipendenti) che accantonano a bilancio, l'accantonamento di periodo può ridurre l'EBITDA e, contemporaneamente, il saldo del fondo può essere incluso nella PFN. L'impostazione corretta è scegliere un trattamento coerente e alternativo: (i) includere il TFR residuo in PFN e sterilizzare dall'EBITDA la rivalutazione/accantonamento non monetario, oppure (ii) non includere il TFR in PFN e lasciare l'EBITDA non rettificato.

Decisione negoziale (TFR)

- Se TFR prevalentemente 'versato' (INPS/fondi): in genere non in PFN; attenzione solo al pregresso ante-2007.
- Se TFR 'accantonato': trattarlo come debt-like oppure gestirlo via EBITDA, ma non entrambi.
- Inserire nello SPA una regola anti-double-counting esplicita e una tabella TFR (saldo iniziale, maturazioni, pagamenti, rivalutazione).

4.3 Factoring, anticipi SBF e pro-solvendo: la "cassa che non è cassa"

Le anticipazioni su crediti al salvo buon fine (SBF) e le cessioni pro-solvendo generano spesso un incremento apparente di liquidità, ma mantengono un'obbligazione implicita verso il finanziatore finché il credito non è incassato. Se la definizione PFN considera solo la cassa contabile senza includere il debito implicito, l'acquirente paga 'cassa' che in realtà è finanziata.

Approccio operativo: mappare tutte le linee (anticipo fatture, factoring, confirming), distinguere pro-soluto vs pro-solvendo, e includere in PFN la componente di debito (o rettificare la cassa) coerentemente con la rappresentazione economica dell'operazione.

4.4 Debiti commerciali scaduti e dilazioni "anomale"

I debiti commerciali ordinari appartengono al Capitale Circolante. Tuttavia, scadenze oltre la prassi (es. >90/120 giorni rispetto al normale) o piani di rateizzazione fiscali/previdenziali possono configurare una componente di finanziamento implicito: in tali casi, una definizione PFN robusta prevede criteri oggettivi (soglie temporali, deviazione da DPO normalizzato, accordi di dilazione) per riqualificare la porzione anomala come debt-like.

4.5 Derivati e mark-to-market

Gli strumenti derivati (swap, forward, opzioni) possono generare attività o passività a fair value. In M&A, è prassi includere nella PFN le passività mark-to-market e, simmetricamente, includere le attività se liberamente realizzabili, soprattutto quando i derivati incidono sulla sostenibilità del debito. Occorre chiarire: (i) data e fonte di valutazione (bank valuation, independent), (ii) netting per controparte e (iii) trattamento di derivati di copertura.

5. Coerenza tra PFN, EBITDA e Capitale Circolante: prevenire il double counting

Una PFN 'negoziale' non può essere definita in isolamento: molte poste sono 'di confine' tra PFN, NWC e EBITDA. Per evitare doppie penalizzazioni (o doppi benefici), lo SPA dovrebbe contenere una regola di coerenza: una posta può incidere sul prezzo una sola volta, salvo espressa deroga.

Mappa rapida dei rischi di double counting

- Leasing: canoni riducono EBITDA (civilistico) + debito residuo in PFN → serve EBITDA adjusted o regola specifica.
- TFR accantonato: accantonamento/rivalutazione in EBITDA + fondo in PFN → scegliere un solo driver.
- Factoring pro-solvendo: cassa aumenta + debito implicito non considerato → rettificare PFN o cassa.
- Debiti scaduti: già in NWC ma riqualificati in PFN → definire criteri e evitare sovrapposizioni.

6. PFN Schedule: struttura "difendibile" (template)

L'allegato PFN è lo strumento che rende operativa la definizione. Un schedule di livello professionale deve: (i) mappare ogni voce a bilancio, (ii) distinguere correnti/non correnti, (iii) indicare rettifiche 'as if' e (iv) prevedere supporting schedules per poste ibride.

Voce	Inclusione (Y/N)	Segno	Riferimento bilancio	Metodo di calcolo	Note / supporting
Cassa e banche attive	Y	–	Attivo C.IV	saldo contabile meno vincoli	escludere cassa vincolata; riconciliare estratti conto
Debiti verso banche	Y	+	Passivo D.4	quota capitale + interessi maturati	distinguere breve/ML; include scoperti
Finanziamenti soci	Y	+	Passivo D.3 / D.5	saldo per contratto	verificare subordinazione/convertibilità
Leasing (debito residuo)	Y*	+	Fuori bilancio (OIC) / Passivo (IFRS)	PV canoni residui o debito contabile	supporting: prospetto contratti e rate; coerenza EBITDA

Factoring/anticipo crediti pro-solvendo	Y*	+	debiti verso banche / note	saldo anticipi non estinti	supporting: aging crediti ceduti; tipologia (soluto/solvendo)
TFR residuo	Y*	+	Passivo (fondi)	saldo fondo alla data	regola anti-double counting; distinguere INPS vs accantonato

Legenda: segno '+' = aumenta PFN (più debito); segno '–' = riduce PFN (più cassa). Le voci 'Y' richiedono regole specifiche e supporting schedules.*

7. Governance, verifiche e dispute: come "blindare" la PFN

Le dispute su PFN nascono quasi sempre da: (i) definizioni generiche, (ii) assenza di esempi test, (iii) criteri di valutazione non fissati, (iv) carenza di supporting schedules. Per ridurre il rischio:

- Inserire una procedura di determinazione e contestazione (preparazione, review, notice of dispute, expert).
- Prevedere standard di preparazione (consistency, cut-off, no subsequent events salvo specifiche).
- Includere esempi numerici e riconciliazioni obbligatorie (bank reconciliation, debt roll-forward).
- Stabilire materiality threshold e regole di arrotondamento.

8. Drafting toolkit: clausole e allegati (strumenti pratici)

Di seguito una traccia operativa (non sostitutiva della consulenza legale) per impostare una definizione PFN e i relativi allegati in modo coerente e verificabile.

8.1 "Regola di coerenza" anti-double counting (bozza concettuale)

- Qualsiasi voce inclusa nella PFN non deve essere, direttamente o indirettamente, inclusa anche nel Capitale Circolante Netto o nell'EBITDA adjusted utilizzato per la determinazione del prezzo, salvo espressa indicazione nello Schedule.

- In caso di sovrapposizione, prevale la classificazione indicata nello Schedule PFN e la voce è neutralizzata dall'altra grandezza.

8.2 "Esempio test" di segno (da inserire nell'allegato)

- Esempio: se alla Reference Date la Target ha cassa € 2,0m e debiti bancari € 5,0m, la PFN (con convenzione PFN positiva = indebitamento netto) è € 3,0m. L'EqV = EV – 3,0m.
- Se la convenzione adottata è opposta, lo Schedule deve includere l'equazione equivalente e lo stesso esempio con risultato coerente.

Appendice A – Esempi numerici di coerenza PFN/EBITDA

A.1 Leasing: perché serve coerenza con EBITDA

Scenario (OIC): canoni leasing annui € 0,5m inclusi nei costi operativi → EBITDA civilistico più basso. Se nello SPA si include anche il debito residuo leasing nella PFN senza rettificare l'EBITDA, l'acquirente 'paga due volte' (margine più basso + debito più alto).

Opzione 1 – EBITDA adjusted "as if IFRS 16"	**Opzione 2 – EBITDA civilistico + regola PFN**
+ riaggiungo canoni leasing all'EBITDA	EBITDA resta civilistico (canoni già dentro)
– considero ammortamento ROU e interessi fuori EBITDA	PFN include leasing solo se definito con correttivo (es. trattamento parametrico) oppure si esclude il leasing dalla PFN
+ includo debito residuo leasing in PFN	→ evitare doppia penalizzazione
→ risultato economicamente coerente	

A.2 TFR: due approcci alternativi per evitare il double counting

Scenario: società con TFR accantonato. In anno N l'accantonamento/rivalutazione (€ 0,1m) è nel costo del personale e riduce EBITDA; a Reference Date il fondo TFR è € 1,2m.

Approccio A – TFR in PFN + sterilizzo EBITDA	**Approccio B – TFR fuori PFN + EBITDA non rettificato**
PFN include € 1,2m come debt-like	PFN non include il fondo TFR
EBITDA adjusted aumenta di € 0,1m (sterilizzo voce non monetaria)	EBITDA resta come da CE (include € 0,1m)
→ prezzo coerente e trasparente	→ prezzo coerente ma meno 'debt-like'

Appendice B – Checklist Due Diligence e Data Room (PFN)

Richieste documentali tipiche

- Conferme bancarie e riconciliazioni (estratti conto, cash pooling, conti vincolati).
- Debt schedule completo (contratti, piani di ammortamento, interessi maturati, covenant, penali estinzione).
- Contratti di leasing/locazione con dettaglio canoni residui, opzioni, duration e indicazione di beni 'strategici'.
- Accordi di factoring/anticipo crediti (pro-soluto/pro-solvendo), plafond, condizioni, evidenza saldi anticipi e crediti ceduti.
- Aging fornitori e analisi scaduti (soglie, accordi di dilazione, rateizzazioni fiscali/previdenziali).
- Prospetto TFR (saldo iniziale, maturazioni, trasferimenti a INPS/fondi, pagamenti, rivalutazione), distinguendo ante/post 2007.
- Derivati: contratti ISDA, mark-to-market, collateral/margining, hedge accounting.

Test di coerenza (quick checks)

- Coerenza segno PFN vs formula EqV in SPA (inserire esempio test).
- Riconciliazione 'cash' vs estratti conto e cut-off (incassi/pagamenti a cavallo della data).
- Debt roll-forward: apertura + drawdown – rimborsi + interessi maturati = chiusura.
- Leasing: canoni residui ↔ debito attualizzato; coerenza con EBITDA (civilistico vs adjusted).
- Factoring: cassa 'aumento' ↔ debito implicito; evitare cash-like fittizia.
- Debiti scaduti: confronto DPO normalizzato e identificazione porzione 'finanziamento implicito'.

Appendice C – Libreria di poste (cash-like / debt-like) e trattamenti tipici

Tabella indicativa da adattare al contesto (settore, principi contabili, struttura finanziaria, prassi del deal).

Posta	Tipologia	Tendenza di mercato	Nota pratica
Cassa vincolata / escrow	Cash-like (spesso esclusa)	Spesso esclusa dalla PFN come cash disponibile	Definire 'Available Cash' e allegare estratti/contratti vincolo
Depositi cauzionali	Cash-like (illiquido)	Spesso esclusi o trattati in NWC	Valutare liquidabilità e tempi di rimborso
Interessi maturati su debito	Debt-like	Inclusi (aumentano PFN)	Evitare che restino in ratei e non vengano conteggiati
Penali estinzione anticipata	Debt-like (condizionale)	Spesso incluse se estinzione richiesta dal deal	Chiarire se debt "as is" o "repayment" basis
Finanziamenti infragruppo scaduti	Debt-like	Inclusi se di fatto finanziamento	Definire criteri (anzianità, rinnovi, subordinazione)
Debiti verso fornitori oltre termini	Operativo → debt-like	Inclusi per porzione anomala	Serve soglia oggettiva e baseline DPO
Rateizzazioni fiscali/previdenziali	Debt-like	Spesso incluse	Distinguere quota corrente/non corrente e interessi
Derivati MTM passivi	Debt-like	Inclusi	Chiarire fonte valutazione e netting
Derivati MTM attivi	Cash-like / riduzione PFN	Inclusi se realizzabili	Valutare collateral e restrizioni