

# IL CASO DELL'IMPRESA IN EQUILIBRIO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO

Dott. Andrea Rey  
*Ricercatore in Economia Aziendale*  
*Università degli studi di Napoli*  
*«Federico II»*  
Dottore Commercialista

# INDICE

- ❑ Equilibrio e disequilibrio economico secondo il DL 118/2021
- ❑ Il concetto di Equilibro Economico
- ❑ La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- ❑ I principali indici di redditività
- ❑ Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda



# PROGRAMMA

☐ Equilibrio e Disequilibrio economico secondo il DL 118/2021

---

DOTT. ANDREA REY

IL CASO DELL'IMPRESA IN EQUILIBRIO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO



# EQUILIBRO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO (DL 118/2021)

- Il test è volto a consentire una **valutazione preliminare** della complessità del risanamento attraverso il rapporto tra l'entità del debito che deve essere ristrutturato e quella dei flussi finanziari liberi che possono essere posti annualmente al suo servizio. In particolare [...] ci si può limitare ad esaminare l'indebitamento ed i dati dell'andamento economico attuale, depurando quest'ultimo da eventi non ricorrenti
- Il test **non** deve essere considerato alla stregua degli **indici della crisi**, ma è utile a rendere evidente il grado di difficoltà che l'imprenditore dovrà affrontare e quanto il risanamento dipenderà dalla capacità di adottare iniziative in discontinuità e dalla intensità delle stesse.
- Il test si fonda principalmente sui dati di flusso a regime.



# EQUILIBRO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO (DL 118/2021)

debito scaduto di cui relativo ad iscrizioni a ruolo
(più) debito riscadenziato o oggetto di moratorie -
(più) linee di credito bancarie utilizzate delle quali non ci si attende il rinnovo
(più) rate di mutui e finanziamenti in scadenza nei successivi due anni
(più) investimenti relativi alle iniziative industriali che si intendono adottare
(meno) ammontare delle risorse ritraibili dalla dismissione di cespiti (immobili, partecipazioni, impianti e macchinario) o rami di azienda compatibili con il fabbisogno industriale
(meno) nuovi conferimenti e finanziamenti, anche postergati, previsti
(meno) stima dell'eventuale margine operativo netto negativo nel primo anno, comprensivo dei componenti non ricorrenti
<b>TOTALE [A] – Numeratore – ENTITA DEL DEBITO DA RISTRUTTURARE</b>
stima del Margine Operativo Lordo prospettico normalizzato annuo, prima delle componenti non ricorrenti, a regime
(meno) investimenti di mantenimento annui a regime
(meno) imposte sul reddito annue che dovranno essere assolte
<b>TOTALE [B] – Denominatore - I FLUSSI ANNUI AL SERVIZIO DEL DEBITO</b>

DOTT. ANDREA REY

IL CASO DELL'IMPRESA IN EQUILIBRIO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO



# EQUILIBRO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO (DL 118/2021)

□ Se l'impresa è prospetticamente in equilibrio economico e cioè presenta, a decorrere almeno dal secondo anno, flussi annui di cui a [B], superiori a zero e destinati a replicarsi nel tempo, il grado di difficoltà del risanamento è determinato dal risultato del rapporto tra il debito che deve essere ristrutturato [A] e l'ammontare annuo dei flussi al servizio del debito [B]. Il risultato del rapporto fornisce una prima indicazione di massima: - del numero degli anni per estinguere la posizione debitoria; - del volume dell'esposizioni debitorie che necessitano di ristrutturazione; - dell'entità degli eventuali stralci del debito o conversione in equity.



# EQUILIBRO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO (DL 118/2021)

Fascia	Grado di difficoltà	Descrizione
0		Grado di difficoltà non calcolabile
1	$\leq 1$	<b>Difficoltà contenute</b>
2	$>1$ e $\leq 2$	l'andamento corrente dell'impresa <b>può essere sufficiente</b> ad individuare il percorso di risanamento
3	$>2$ e $\leq 3$	il risanamento <b>dipende</b> dall'efficacia e dall'esito delle <b>iniziative industriali</b> che si intendono adottare.
4	$>3$ e $\leq 4$	il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare.
5	$>4$ e $\leq 5$	la presenza di un <b>marginale operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.</b>
6	$>5$ e $\leq 6$	la presenza di un margine operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.
99	$>6$	l'impresa si presenta in <b>disequilibrio economico a regime</b> , si rendono necessarie iniziative in discontinuità rispetto alla normale conduzione dell'impresa (ad esempio, interventi sui processi produttivi, modifiche del modello di business, cessioni o cessazione di rami di azienda, aggregazioni con altre imprese).



Gli esiti del *test* pratico hanno una valenza “**indicativa**”.

**Saranno le competenze dell'esperto** a confermare l'attendibilità del *test*, anche alla luce di fattori specifici relativi alla singola impresa che possano avere un qualche rilevante effetto sul giudizio prognostico legato ad una lettura “standardizzata” dei risultati del *test*.



# PROGRAMMA

## □ Il concetto di Equilibrio Economico

---

DOTT. ANDREA REY

IL CASO DELL'IMPRESA IN EQUILIBRIO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO



# IL CONCETTO DI EQUILIBRO ECONOMICO

❑ L'economicità è il criterio che ispira le scelte aziendali: esso determina la convenienza ad intraprendere, continuare estinguere o modificare una determinata iniziativa economica.

❑ Condizioni di economicità aziendale:

1. l'equilibrio economico dell'esercizio (o, anche, «autosufficienza economica dell'esercizio»);
2. l'adeguata potenza finanziaria.



# IL CONCETTO DI EQUILIBRIO ECONOMICO

## □ Definizione di equilibrio economico:

➤ è l'attitudine dell'impresa a remunerare, alle condizioni cui essa debba ritenersi vincolata, tutti i fattori produttivi necessari al conveniente svolgimento della gestione.

□ In altri termini, c'è equilibrio economico quando i ricavi, ossia i proventi derivanti dalla gestione, siano almeno uguali alla remunerazione dei fattori di produzione.

## □ Quali sono le caratteristiche di remunerazione dei fattori di produzione?

➤ Fattori di produzione in posizione contrattuale (materie prime, lavoro dipendente, capitali finanziati da terzi, etc.): hanno una remunerazione *fissa, prioritaria e certa*

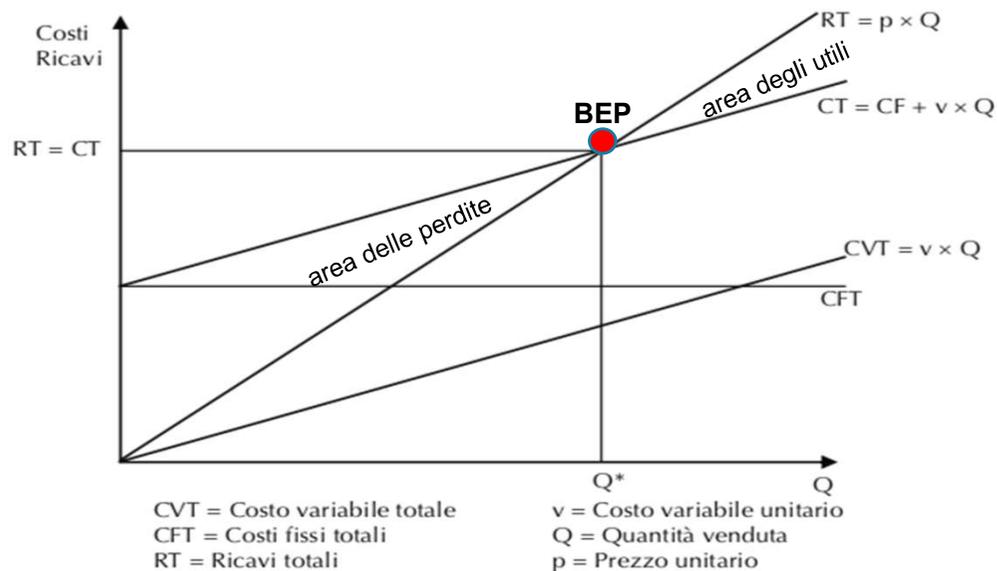
➤ Fattori di produzione in posizione residuale (capitali finanziari dai soggetti proprietari, rischio d'impresa, opera direzionale dell'imprenditore): hanno remunerazione *variabile, successiva e incerta*

## Quando un'impresa è in equilibrio economico?

L'impresa realizza il suo equilibrio economico se – con il flusso dei ricavi derivanti dalla gestione – riesce a coprire il costo dei fattori produttivi in posizione contrattuale e a remunerare «congruamente» i fattori produttivi posti in posizione residuale.



# IL CONCETTO DI EQUILIBRIO ECONOMICO



- Il BEP non è un punto di equilibrio economico: esso indica il punto in cui i ricavi totali sono uguali ai costi totali.
- Il BEP non considera la congrua remunerazione dei fattori produttivi in posizione residuale.
- Un'impresa che abbia raggiunto il BEP non è in equilibrio economico.



# IL CONCETTO DI EQUILIBRO ECONOMICO

## ❑ La congrua remunerazione del capitale:

- indica il compenso che è in linea con le remunerazioni percepibili dai migliori investimenti alternativi, tenendo conto del rischio e del lavoro imprenditoriale svolto.

## ❑ Il tasso di congrua remunerazione è un tasso composito che compensi, oltre al puro impiego di capitale, l'attività dell'imprenditore e i rischi ai quali il capitale è esposto nella specifica attività d'impresa.

## ❑ Quali sono le caratteristiche di remunerazione dei fattori di produzione?

- Reddito atteso dalla gestione  $\geq$  Reddito congruo: vi è convenienza a intraprendere o a continuare una certa iniziativa economica;
- Reddito atteso dalla gestione  $<$  Reddito congruo: i soggetti proprietari potrebbero trovare convenienza a iniziare o investire in altre iniziative



# IL CONCETTO DI EQUILIBRO ECONOMICO

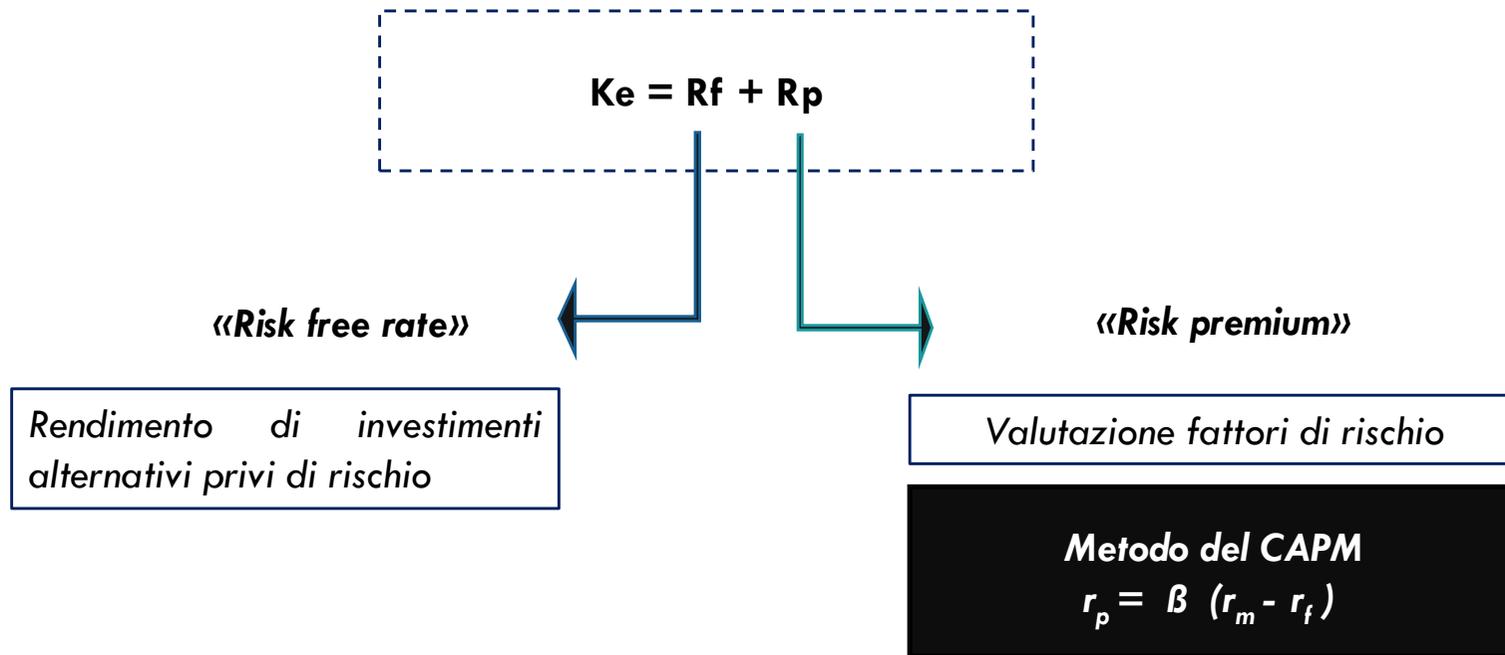
## Il tasso di congrua remunerazione

- È il tasso di sconto definibile, in prima approssimazione, come il saggio di rendimento richiesto dagli investitori, reali o potenziali, con riferimento all'azienda da valutare.
- È un tasso «minimo» di rendimento che rende gli azionisti indifferenti tra l'investimento nel capitale dell'azienda ovvero in un'attività alternativa.
- È un tasso opportunità specificamente riferito a una determinata azienda.



# IL CONCETTO DI EQUILIBRIO ECONOMICO

Il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio («cost of equity»,  $K_e$ )



# IL CONCETTO DI EQUILIBRO ECONOMICO

## Seconda condizione di economicità aziendale: l'adeguata potenza finanziaria

□ L'andamento nel tempo del fabbisogno finanziario e le modalità di copertura:



FASCIA COSTANTE DI FABBISOGNO FINANZIARIO  
FASCIA CRESCENTE DI FABBISOGNO FINANZIARIO

- sono tendenzialmente finanziate ricorrendo a nuovo capitale di rischio o a forme di prestiti con garanzia di stabilità

FASCIA VARIABILE DI FABBISOGNO FINANZIARIO

- sono tendenzialmente finanziate con finanziamenti elastici, cioè modificabili a secondo delle varie esigenze aziendali



# IL CONCETTO DI EQUILIBRO ECONOMICO

## Seconda condizione di economicità aziendale: l'adeguata potenza finanziaria

### L'adeguata potenza finanziaria:

❖ è necessario che il fabbisogno finanziario richiesto dalla gestione sia inferiore o uguale al fabbisogno finanziario concretamente fronteggiabile dall'impresa sulla base delle fonti di finanziamento di cui dispone, a titolo di:

- capitale proprio;
- autofinanziamento;
- capitale di credito.

Il fabbisogno finanziario concretamente fronteggiabile dall'impresa, data la struttura delle fonti di finanziamento, esprime la potenza finanziaria dell'impresa stessa.

L'equilibrio finanziario – inteso come attitudine a fronteggiare il fabbisogno finanziario richiesto pienamente, continuamente e convenientemente – deve essere sempre soddisfatto, anche con riferimento al breve termine.

**In definitiva, un'impresa per rispondere alla seconda condizione di economicità aziendale deve essere sempre il grado di coprire il fabbisogno finanziario richiesto dalla gestione**



# PROGRAMMA

☐ La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## □ Indicatori e indici di bilancio

- Riclassificazione di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario;
  - ❖ *Valori aggregati vs. Valori differenziali;*
  - ❖ *Grandezze flusso vs. Grandezze stock;*
  - ❖ *Flussi economici vs. Flussi finanziari.*
- Lettura a sistema e limiti interpretativi;
- Capacità segnaletica;
- Modalità di costruzione.

## ▪ Equilibri aziendali:

1. equilibrio economico o reddituale;
2. equilibrio patrimoniale;
3. equilibrio finanziario



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## CLASSIFICAZIONE DEGLI INDICI



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## 1. Modalità di costruzione

- Lettura degli indici di bilancio all'interno del sistema degli indicatori dell'impresa

## 2. Significato economico-aziendale

- Esistenza o meno di punti di riferimento nell'interpretazione dei risultati

## 3. Interpretazione dei risultati

- Interpretazione dei risultati con riferimento specifico al contesto dell'impresa in esame

## 4. Altri indici collegati

- Analisi dei bilanci con riferimento ad un orizzonte temporale esteso



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## La struttura delle coperture finanziarie



La posizione finanziaria netta è data dalla differenza tra debiti finanziari, attività liquide e crediti finanziari.

La dimensione della posizione finanziaria netta segnala l'**effettivo grado di indebitamento** delle imprese



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## Il collegamento con il conto economico

### **VALORE DELLA PRODUZIONE OTTENUTA**

- costo delle materie prime, sussidiarie e di consumo utilizzate

- costo dei servizi consumati

### **= VALORE AGGIUNTO**

- costi per il personale (retribuzione attuale e differite)

### **= MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)**

- ammortamenti e accantonamenti per rischi e spese future collegate alla gestione tipica

### **= REDDITO OPERATIVO (EBIT)**

+/- risultato della gestione accessoria

+/- risultato della gestione finanziaria

### **= REDDITO DELLA GESTIONE ORDINARIA**

+/- saldo della gestione straordinaria

### **= REDDITO AL LORDO DELLE IMPOSTE**

- Imposte sul reddito

### **= REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO**

### **VALORE AGGIUNTO**

E' la differenza tra il Valore della produzione e i Costi "esterni", destinata alla remunerazione dei fattori produttivi interni (Lavoro e Impianti) e del Capitale (di credito e di rischio)

### **MARGINE OPERATIVO LORDO - (EBITDA)**

E' il valore aggiunto destinato a remunerare capitale tecnico e di finanziamento - esprime l'autofinanziamento operativo della gestione



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## Il collegamento con il conto economico



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## Dai flussi REDDITUALI a quelli MONETARI

I collegamenti esistenti tra Stato Patrimoniale e Conto Economico consentono di stabilire una **relazione** tra specifici **flussi di risultato**, misurati in termini economici, e specifiche **risorse impiegate**

Dinamica finanziaria e principali configurazioni di flussi monetari:

- il flusso monetario della gestione corrente;
- il flusso monetario dell'area finanziaria;
- il flusso monetario dell'area fiscale;
- il flusso monetario delle aree accessorie.



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## I flussi monetari riferibili all'AREA OPERATIVA

**FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE CORRENTE =  
Margine operativo lordo (MOL) - Variazione del Capitale Circolante Netto (CCN)**

- le risorse liquide generate dalle operazioni di gestione corrente (acquisto-trasformaz.-vendita) possono essere calcolate sommando al risultato operativo gli oneri che non hanno rilevanza finanziaria (cioè, non originano effettivi movimenti monetari): si tratta principalmente degli ammortamenti, in quanto
$$\text{MOL} = \text{RO} + \text{Ammortamenti}$$
- la possibilità di destinare il MOL al finanziamento di impieghi estranei alla gestione corrente (p.e., acquisto di immobilizzazioni, rimborso di finanziamenti, etc.) dipende dalle variazioni del CCN; infatti, se aumenta il CCN, il flusso generato dalla gestione corrente risulta “congelato” in seguito all’aumento dei crediti commerciali o delle scorte di magazzino (ecco perché occorre tener conto delle Var. CCN).



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## I flussi monetari riferibili all'AREA OPERATIVA

$$\begin{aligned} & + \text{Margine operativo lordo} \\ & - \text{Variazione del Capitale Circolante Netto} \\ & = \text{Flusso monetario della gestione corrente} \\ & \pm \text{Variazione del Fondo TFR} \\ & - \text{Investimenti riferibili all'area operativa} \\ & + \text{Disinvestimenti riferibili all'area operativa} \\ & = \text{Flusso monetario riferibile all'area operativa} \end{aligned}$$



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## I flussi monetari riferibili all'AREA FINANZIARIA

- Pagamento degli int.passivi
- Distribuzione dei dividendi
- +/- Debiti
- +/- Capitale sociale

**= Flusso monetario riferibile all'area finanziaria**

Il flusso monetario della gestione finanziaria è calcolato sulla base di tutti i movimenti monetari riferibili all'area del capitale di credito e del capitale di rischio (non solo con riferimento alle remunerazioni delle fonti di finanziamento – interessi passivi e dividendi – ma anche alla negoziazione di nuovi prestiti, al rimborso di quelli già esistenti e alle operazioni di raccolta e rimborso del capitale proprio.)



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

## I flussi monetari riferibili alla **GESTIONE ACCESSORIA** (o dei *surplus assets*)

E' composto principalmente da due elementi:

- a) la quota di redditi maturata dalla gestioni accessorie che si è trasformata in flusso monetario;
- b) il saldo tra i nuovi investimenti e le dismissioni che si sono osservate nella gestione accessoria.

Anche in questa area gestionale la corretta determinazione del flusso monetario dovrebbe avvenire al netto delle rettifiche di carattere fiscale.



# VALUTAZIONE TRAMITE INDICI DI BILANCIO

Rapporti tra grandezze flusso e grandezze stock



# PROGRAMMA

□ Gli indici di redditività

---

DOTT. ANDREA REY

IL CASO DELL'IMPRESA IN EQUILIBRIO E DISEQUILIBRIO ECONOMICO



# GLI INDICI DI REDDITIVITÀ

L'analisi della *redditività* ha l'obiettivo di misurare la capacità di produrre reddito dall'impiego delle risorse investite. A questo scopo vengono analizzati i rapporti che legano alcuni risultati economici con le correlate voci dello stato patrimoniale.

Gli indici di redditività, nella loro configurazione tipica, mettono a confronto una determinata configurazione di reddito con il capitale dal quale lo stesso reddito è stato prodotto;

- confronto con dati di mercato / valori economici;
- processi di creazione / distruzione di valore economico.

Gli indicatori principali della redditività dell'impresa sono:

1. ROI – Return on Investment
2. ROE – Return on Equity
3. ROS – Return on Sales
4. ROD – Return on Debts



# GLI INDICI DI REDDITIVITÀ

ROE = Return on Equity

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Mezzi Propri}} \longrightarrow \frac{\text{RO}}{\text{CI}} \times \frac{\text{CI}}{\text{PN}} \times \frac{\text{E}}{\text{RO}}$$

Esprime il tasso medio di remunerazione dei mezzi propri investiti all'interno dell'azienda dai conferenti il capitale-risparmio. È quindi il rendimento percentuale del capitale di rischio investito dalla «proprietà».

Per interpretare il valore del ROE, esso - per essere soddisfacente - dovrebbe essere almeno pari al rendimento atteso e, pertanto, al rendimento di investimenti alternativi



# GLI INDICI DI REDDITIVITÀ

ROI = Return on Investment

$$\text{ROI} = \frac{\text{RO}}{\text{CI}} = \frac{\text{Reddito Operativo (EBIT)}}{\text{Capitale Investito Netto Operativo}} \longrightarrow \text{ROS} \times \text{Turnover Ratio}$$

- Il ROI indica il rendimento del capitale investito nella gestione operativa dell'impresa;
- Il capitale investito netto operativo misura il valore complessivo delle risorse investite nella gestione operativa;
- Il capitale investito netto operativo va distinto dal capitale investito nella gestione accessoria-patrimoniale ed, eventualmente, da quello investito nella gestione finanziaria attiva.

Return on Sales

$$\frac{\text{RO}}{\text{Sales}} \times$$

Rotazione del CI

$$\frac{\text{Sales}}{\text{CI}}$$

- Margine generato dalla gestione tipica per la remunerazione del capitale investito
- Reddito disponibile, per euro di fatturato, dopo la copertura dei costi operativi

- Velocità di disinvestimento delle risorse aziendali
- Adeguatezza volume attività / struttura disponibile
- Misura indiretta di produttività



# GLI INDICI DI REDDITIVITÀ

## ROE & ROI – La LEVA FINANZIARIA

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - i) \times \frac{\text{Mezzi Terzi}}{\text{Mezzo Propri}}$$



$$i = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Mezzi Terzi}}$$

se  $\text{ROI} > i$  &  $\text{MT/MP} > 1$

Il rapporto di indebitamento ha effetti incrementativi sulla redditività dei Mezzi Propri

### EFFETTO LEVA:

il ROE risente in modo più che proporzionale delle variazioni della redditività del capitale investito, data la presenza di un certo indebitamento



# PROGRAMMA

□ Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda



# EVIDENZE DI VALORE: LOGICHE *RESIDUAL INCOME* E VALORE D'AZIENDA

Ammettendo, quindi, un'impresa con capitale proprio di € 10.000 ed un risultato economico della gestione di € 1.000, si avrà:

<b>Rendimento del capitale proprio (ROE)</b>	$1.000/10.000 = 10\%$
<b>Costo opportunità del capitale proprio (Ke)</b>	8,25%
<b>Nuovo valore per gli azionisti</b>	$(0,10 - 0,0825) \times 10.000 = € 175$
<b>In formula: <math>(ROE - Ke) \times CN = \text{reddito residuale}</math></b>	



# EVIDENZE DI VALORE: LOGICHE *RESIDUAL* *INCOME* E VALORE D'AZIENDA

Un'altra via per verificare l'equilibrio economico è il confronto tra il NOPAT/IC e il WACC

Secondo questo approccio, un'impresa crea valore se il rendimento effettivamente ottenuto dal capitale investito (**R**) (**Net Operating Profit After Taxes/Invested Capital**) eccede il costo del capitale complessivamente fornito sia dai terzi finanziatori, sia dai proprietari (**WACC – Weighted Average Cost of Capital**)

È alla base del metodo di valutazione dell' Economic Value Added (EVA), molto utilizzato nel mondo anglosassone per la stima del valore d'azienda e per misurare le performance del TMT

**Con dati prospettici è un metodo di valutazione dell'azienda**

- È un approccio asset side

$$EVA = (r - c) \times CI$$

- $c$  = costo del denaro (WACC)
- $r$  =  $\frac{NOPAT \text{ (Net Operating Profit After Taxes)}}{CI}$
- $\underline{n}$  = importanza della qualità del reddito e dei rischi intravisti

ovvero:

$$EVA = NOPAT - (CI \times c)$$

$$\frac{NOPAT}{CI} = r \quad \longrightarrow \quad r > WACC$$



# CONCLUSIONE

Grazie per l'attenzione

Dott. Andrea Rey

[andrea.rey@unina.it](mailto:andrea.rey@unina.it)

