

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
TOTALE [A] – Numeratore – ENTITA DEL DEBITO DA RISTRUTTURARE
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
TOTALE [B] – Denominatore - I FLUSSI ANNUI AL SERVIZIO DEL DEBITO

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	≤ 1	Difficoltà contenute
2	>1 e ≤ 2	l'andamento corrente dell'impresa può essere sufficiente ad individuare il percorso di risanamento
3	>2 e ≤ 3	il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare.
4	>3 e ≤ 4	il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare.
5	>4 e ≤ 5	la presenza di un marginale operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.
6	>5 e ≤ 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 disequilibrio economico a regime , 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*

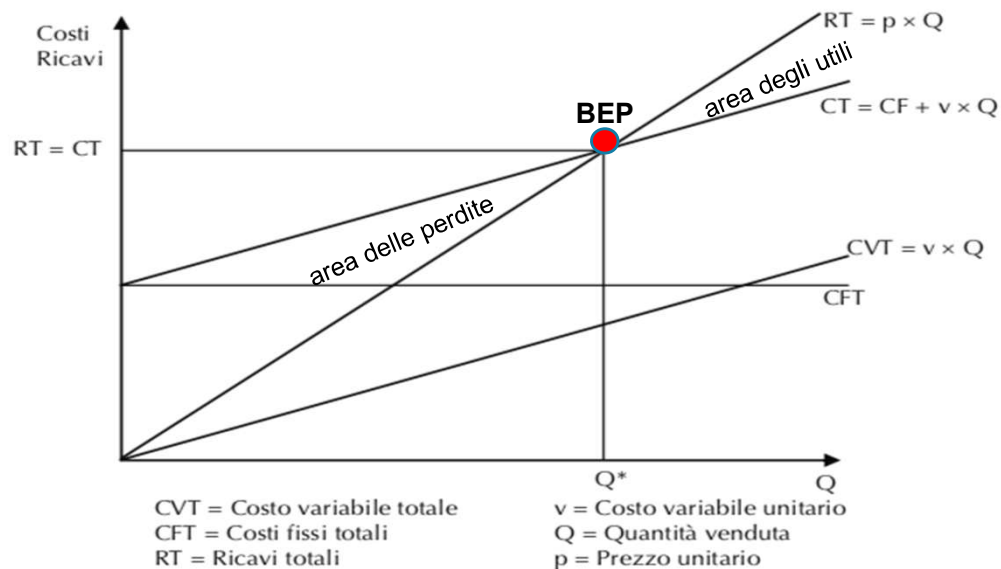
➤ Fattori di produzione in posizione residuale (capitali finanziari dai soggetti proprietari, rischio d'impresa, opera direzionale dell'imprenditore): hanno remunerazione *variabile, successiva e incerta*

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

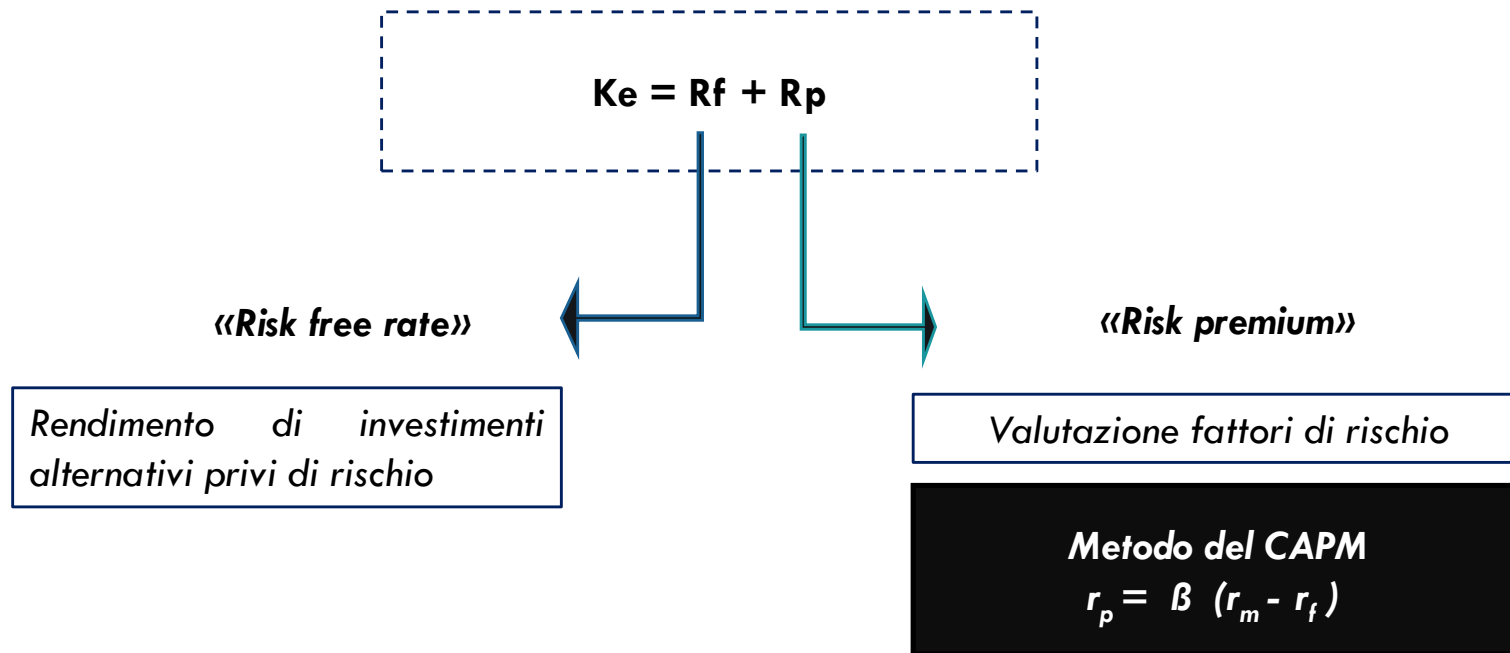
Il tasso di congrua remunerazione

- 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 EQUILIBRIO 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

+ Margine operativo lordo
- Variazione del Capitale Circolante Netto

= Flusso monetario della gestione corrente

± Variazione del Fondo TFR
- Investimenti riferibili all'area operativa
+ Disinvestimenti riferibili all'area operativa

= Flusso monetario riferibile all'area operativa



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

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

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

- 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.

- 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:

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



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

