

## Oltre i valori contabili: il valore economico del capitale (pag 443-483)

Cap12

### Il valore economico del capitale

Il soggetto economico si deve costantemente interrogare sugli effetti che l'attività di gestione pianificata e successivamente realizzata, produce sul **valore economico del capitale (W)** che rappresenta una configurazione del valore attribuibile al capitale di rischio d'impresa che dipende in particolare dall'economicità alimentata dalla durabilità, competitività e rispetto dei diversi attori sociali.

Su tale valore, dato che guarda necessariamente al futuro, influiscono condizioni di rischio che inevitabilmente influenzano lo svolgimento futuro della gestione.

Sia il Conto Economico, sia lo Stato Patrimoniale risultano limitanti nel descrivere tale valore. Per cui partendo dai valori contabili che rappresentano la base bisogna andare oltre a questi.

Da qui il concetto di **valore potenziale del capitale (Wp)** che considera gli effetti prodotti da condizioni di discontinuità strategica con il passato, dalle quali possono derivare nuove capacità economiche: svincolato dai rapporti con i risultati passati dell'azienda, ma legato ai diversi scenari immaginati per il futuro sviluppo della combinazione produttiva.

Tale valore è molto utile ad esempio, in caso di cessione, ai possibili acquirenti, in quanto non tiene conto solo dell'odierno valore ma anche dei diversi vantaggi che egli spera di ottenere.

Però mal si adatta ai fini di controllo delle operazioni di gestione pianificate e alla determinazione di un valore più possibile oggettivo. Per cui faremo riferimento al Valore economico del capitale (W) da ora in poi

### Criteri e metodi di determinazione del valore economico del capitale

Si tratta di una stima caratterizzata da molti elementi di soggettività, tuttavia deve essere quanto più possibile:

- razionale;
- dimostrabile;
- neutrale.

La valutazione è **razionale** quando deriva da un processo logico chiaro e convincente. Affinché il processo sia razionale è necessario che esso sia tradotto in una *formula* con grandezze **dimostrabili**. Affinché la valutazione sia **neutrale** gli ingredienti della formula non devono presentare caratteri di soggettività.

Si possono distinguere fra valutazioni *assolute*, e valutazioni *relative*. Le prime sono basate su metodi *indiretti*; le seconde su moltiplicatori desunti da prezzo di scambio sul mercato per cui metodi *diretti*.

Le **valutazioni assolute** contengono teoricamente solo componenti razionali ed esprimono risultati stabili almeno nel breve periodo. Si adattano bene alle trattative di acquisizione-vendita. Esse possono essere condotte secondo diversi criteri:

- metodi puri;
- metodi misti.

I **metodi puri** sono basati su un tipo di informazione: reddituale o patrimoniale.

I **metodi puri di tipo patrimoniale** hanno il pregio della semplicità ed apparente oggettività in quanto prendono in considerazione il solo valore del patrimonio dell'impresa; tuttavia il patrimonio non ha valore se non riesce a generare flussi,

I **metodi puri basati sui flussi**, al contrario enfatizzano l'aspetto della ricchezza che riesce a generare nel corso del tempo. Il valore di un complesso aziendale è stimato attraverso l'attualizzazione, a un tasso determinato, dei flussi di ricchezza attesi (flussi di reddito considerati più robusti, o flussi monetari). Tale metodo però genera solo un unico valore che non tiene in considerazione la consistenza patrimoniale.

Per ovviare a questi limiti si propongono i **metodi misti**, in particolare emerge il metodo di valutazione indicato come **misto patrimoniale-reddituale**.

### La determinazione basata sui flussi reddituali attesi

L'impiego della logica basata sui flussi reddituali presuppone la stima di due variabili

- i redditi prospettici;
- il tasso di attuazione.

### I redditi prospettici

Guardando ai flussi di reddito, questi possono essere determinati attraverso diversi approcci:

- la **proiezione dei risultati storici** si basa su un'analisi dei risultati reddituali conseguiti in passato, individuando i fattori che lo hanno determinato.
- l'approccio dei **risultati programmati** si fonda su risultati reddituali indicati nei documenti di pianificazione e programmazione. I valori devono essere ipotesi di svolgimento ragionevoli e complessivamente accettabili. L'orizzonte di previsione non può andare oltre pochi anni;
- l'approccio della **crescita attesa** consiste nel tener conto della capacità di sviluppo dell'impresa considerata *stand alone*. Si tratta di incorporare nella previsione gli effetti di accrescimento nel tempo della dimensione, e quindi del volume d'affari dell'impresa senza considerare progetti modificativi o innovativi, nuove strategie e nuove acquisizioni.
- l'approccio delle **opzioni innovative**, presuppone che il valore dell'azienda debba tener conto della costante necessità di cercare nuove vie di sviluppo.

I primi due sono pienamente compatibili con la determinazione di un valore aziendale allineato al concetto di capitale economico, gli ultimi due si prestano alla stima del *valore potenziale*.

### Il costo del capitale

Problematiche applicative pone la stima del tasso di interesse, ossia del costo del capitale impiegato per l'attuazione o per la capitalizzazione dei flussi attesi, ossia per trasformare una serie di redditi futuri in un equivalente ammontare di capitale ad oggi.

Il **costo del capitale** esprime quanto deve rendere un capitale per ripagare il rischio che grava sulle attività nelle quali è investito.

Scegliendo di attualizzare i redditi netti, il costo del capitale ( $K_e$ ) deve incorporare tutti i rischi gravanti il soggetto economico. Si tratta del tasso  $K_e$  già individuato per la quantificazione degli *oneri figurativi*

Le condizioni di rischio si traducono in un congruo differenziale di rendimenti (premio per il rischio) e può essere determinato seguendo due impostazioni:

- costruzione per fattori;
- deduzione dai mercati

La **costruzione per fattori** presuppone un percorso articolato in più momenti:

- identificazione delle principali circostanze dalle quali dipende il rischio aziendale;
- la ricerca di un criterio per esprimere quantitativamente le circostanze;
- la sintesi delle misure attribuite a ciascuna componente

Per rendere la determinazione meno soggettiva si ricorre a **stime basate sui prezzi di mercato**.

Uno degli sviluppi più noti è costituito dal *Capital Asset Pricing Model* che si basa sull'ipotesi di mercati efficienti e caratterizzate da aspettative omogenee degli investimenti.

Il premio del rischio viene determinato come prodotto di due fattori: il premio per il rischio di mercato; il grado di rischio sistematico dell'impresa espresso da *Beta*. Il costo del capitale di rischio è uguale a:  $K_e = R_f + \text{Beta} \times [E(R_m) - R_f]$  [1] con:

$R_f$  = rendimento di titoli privi di rischio

$E(R_m)$  = rendimento generale medio atteso del mercato azionario

$E(R_m) - R_f$  = premio atteso per il rischio di mercato

Beta = coefficiente di rischio sistematico dell'attività d'impresa.

Il **tasso risk free** dovrebbe essere espresso dal rendimento offerto da titoli di stato a rischio nullo. Esso viene rappresentato dal rendimento offerto dai titoli del paese nel quale opera l'impresa oggetto di valutazione.

**Beta** esprime il rischio *sistematico*, ossia la maggiore o minore variabilità del rendimento del capitale investito nell'azienda. (se  $\text{beta} = 1$ , rischio uguale a quello medio di mercato,  $\text{beta} > 1$  rischio maggiore,  $\text{beta} < 1$  rischio minore). Esso viene solitamente calcolato per settore di attività e con riferimento a mercati finanziari di determinate aree geografiche da società di informazione finanziaria e resi disponibili agli operatori e analisti.

## I metodi di capitalizzazione

Una volta identificate le variabili, la capitalizzazione può essere compiuta applicando:

- metodi sintetici;
- metodi analitici.

I **metodi sintetici** si fondano sulla stima di un unico valore del flusso di reddito e sull'ipotesi che questo potrà essere conseguito per un tempo indefinito (produzione perpetua).

Il valore del capitale ( $W$ ) impiegato in un'impresa è :

$$R / K_e \quad [2]$$

Esempio: Si ipotizzi che il reddito prospettico sia 120 e che il costo del capitale sia pari al 10%. Il valore economico del capitale sarà :  $W = R/K_e = 120/0,1 = 1200$ , ovvero per chi possiede denaro è razionale investire 1200 in un'impresa che assicura reddito annuo 120 se si ritiene che, per quell'investimento, il 10% di rendimento sia soddisfacente.

L'impiego di un flusso perpetuo richiede che il reddito netto da impiegare nella valutazione sia non solo prospettico, ma anche:

- normalizzato;
- medio.

Il reddito **normalizzato** è il reddito ordinario al netto delle imposte gravanti sulla gestione ordinaria.

Inoltre il reddito deve essere anche **medio**, infatti in sede di previsione è possibile che vengano individuati diversi valori di reddito, su un lasso di tempo di più anni.

La formula [2] è basata sul presupposto che il reddito ( $R$ ) abbia durata indefinita; in concreto, però, possono presentarsi situazioni nelle quali questi presupposti vengono meno.

Ad esempio un'impresa che basi la sua attività su una concessione della durata di  $n$  anni, la determinazione di  $W$  avviene attraverso l'utilizzo della seguente formula che adotta una rendita limitata a un numero  $n$  di anni :

$$W = R \times [(1 + K_e)^n - 1] / [K_e \times (1 + K_e)^n] \quad [3]$$

Esempio : Si ipotizzi un'attività imprenditoriale di 7 anni ( $n = 7$ ). Reddito attesi, per i prossimi sette anni, pari 100 e costo del capitale pari al 10%, applicando [3]:

$$W = 100 \times [(1 + 0,1)^7 - 1] / [0,1 \times (1 + 0,1)^7] = 487$$

### I metodi analitici

Possono presentarsi casi nei quali occorre fare riferimento a più valori diversi di  $R$ .

Si pensi ad esempio, in ragione della particolare fase del *ciclo di vita* attraversata produrranno nell'immediato futuro redditi diversi rispetto a quelli che si realizzeranno una volta che tutti gli investimenti saranno andati a regime.

In questi casi, la determinazione di  $W$  può avvenire per "stadi". Una soluzione è quella di ricorrere alla capitalizzazione di un reddito  $R$  medio atteso per i primi  $n$  anni utilizzando [3], con l'aggiunta del **terminal value** che sintetizza la componente del valore economico del capitale originata dai redditi prodotti *stabilimente*. Tale valore deve essere calcolato utilizzando un valore di  $R$  diverso da quello adottato per i primi anni.

$$TV = (R_{n+1} / K_e) / (1 + K_e)^n \quad [4]$$

- il numeratore restituisce il valore di un capitale, all'inizio dell'anno  $n + 1$ , che corrisponde sulla base di un dato tasso di interesse, a un flusso perpetuo di reddito previsto dall'anno  $n + 1$ ;
- il denominatore riporta al momento iniziale della valutazione (valore attuale in  $T_0$ ) la componente del valore economico  $TV$  determinata alla fine dell'anno  $n$ .

Combinando la [3] con la [4] sia ha:

$$W = R \times [(1 + K_e)^n - 1] / [K_e \times (1 + K_e)^n] + (R_{n+1} / K_e) / (1 + K_e)^n \quad [5]$$

Esempio : si ipotizzi che il reddito medio atteso futuro per i prossimi sette anni ( $n = 7$ ) sia 90, reddito previsto dall'ottavo anno in poi sia 100, ed il costo del capitale sia 10%:

$$W = 90 \times [(1 + 0,1)^7 - 1] / [0,1 \times (1 + 0,1)^7] + (100 / 0,1) / (1 + 0,1)^7 = 438$$

### La determinazione basata sul valore degli stock patrimoniali, integrato con la stima dell'avviamento

In determinate occasioni, l'enucleazione dei valori patrimoniale è importante.

A questa esigenza rispondono i metodi misti, i quali calcolano il valore economico del capitale combinando dati patrimoniali e dati relativi ai flussi. Tipica espressione indicata è il metodo patrimoniale-reddituale.

Due sono i passaggi critici della valutazione:

- la determinazione del capitale netto sostanziale;
- la stima del contributo reddituale

#### Il valore sostanziale del capitale

L'informazione patrimoniale fornita dal capitale netto contabile assume scarso rilievo in un processo di valutazione economica, per superare questi limiti occorre determinare il **capitale netto sostanziale (K)**. Il passaggio da quello contabile a quello sostanziale avviene attraverso due tipologie di operazioni:

- la correzione di valori esistenti;
- l'aggiunta di valori non espressi dal sistema contabile.

La correzione dei valori esistenti avviene per gradi. Anzitutto, le poste di Attivo e di Passivo, vengono valutate a **valori correnti**. CHE porta ad una **logica patrimoniale semplice**.

Il valore che si ottiene dovrebbe tendenzialmente coincidere con l'investimento netto necessario per avviare una nuova impresa. Le principali voci interessate da questo processo sono:

- immobili;
- impianti e macchinari;
- crediti;
- rimanenze di magazzino;
- fondi per rischi e oneri

Gli **immobili** devono essere valutati al loro valore di mercato.

Per gli **impianti e macchinari** la correzione è più difficile poiché la determinazione del valore può non trovare riscontro nei valori di mercati; in questi casi devono essere presi come riferimento il *costo di produzione* o il suo *costo di sostituzione*.

Per i **crediti** deve essere valutata la loro esigibilità, ovvero l'effettiva possibilità che gli importi siano incassati: laddove si verifichi l'esistenza di crediti iscritti per valori superiori alla loro esigibilità si deve procedere alla decurtazione di questi maggiori importi, può capitare anche la situazione inversa, ovvero, nel caso in cui gli accantonamenti a fondi di svalutazione crediti sia in eccesso, i crediti quindi devono essere maggiorati degli importi accantonati in eccesso.

Le **rimanenze di magazzino** devono essere rilette con la lente dei valori correnti e si individuano due casi:

- prodotti iscritti a valori di costo più bassi di quelli di mercato: si deve procedere ad adeguare il magazzino al maggiore valore di mercato
- prodotti obsoleti iscritti a valori più alti: si deve procedere ad una riduzione del valore, anche se questa evenienza non dovrebbe esserci in presenza di una contabilizzazione corretta, in quanto le scorte devono essere valutate al minore fra il valore il costo e quello desumibile dall'andamento del mercato

Infine, sono da esaminare gli **accantonamenti per rischi ed oneri** in quanto spesso i valori accantonati non sono adeguati alle circostanze che li hanno originati. Ci sono due configurazioni:

- gli accantonamenti sono in eccesso rispetto ai costi che devono fronteggiare per cui si dovranno ridurre i fondi;
- gli accantonamenti non sono sufficienti per cui si dovrà procedere a un loro aumento.

Le rettifiche richiamate sono quelle proprie del metodo patrimoniale applicato nella sua configurazione definita *semplice*. In una prospettiva economica risulta incompleta, in quanto bisogna anche considerare i cosiddetti beni immateriali *invisibili*. Ne sono esempi: valore di una rete di conoscenze acquisite dal personale impiegato, rete di vendita ecc. La valorizzazione di questi elementi presuppone l'applicazione del **metodo patrimoniale complesso**.

Molto spesso alla base dei valori *invisibili* si ritrovano costi sostenuti dall'impresa; tali costi, tuttavia, non esprimono il reale valore che si è accumulato e soprattutto non trovano collocazione nello Stato Patrimoniale, ma generalmente, nel Conto Economico.

Per definire concretamente cosa sia un bene intangibile e individuare i criteri di valutazione è utile distinguere fra:

- beni immateriali di **marketing**;
- beni immateriali di **tecnologia**.

Gli intangibili di marketing sono quei plusvalori originati dalla capacità dell'impresa di interagire con il mercato e, quindi di costruirsi un marchio, fidelizzare i clienti, creare reti di vendita ecc. Gli intangibili di tecnologia sono quei plusvalori legati alla capacità dell'azienda di realizzare la sua produzione; quindi la capacità di innovare, formulare nuovi brevetti, dotarsi personale qualificato, ecc.

Un bene per essere considerato intangibile deve essere:

- all'origine di costi che hanno *utilità differita nel tempo*;
- *trasferibile*, cioè cedibili a terzi;
- *misurabile* nel suo valore

Tirando le fila per passare dal valore di capitale netto contabile a quello di capitale sostanziale - o rettificato - (K) è necessario esprimere i valori contabili a valori correnti e far emergere il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

## L'avviamento

Per giungere alla determinazione del valore economico del capitale, il valore K attribuito al patrimonio deve essere integrato con la valutazione delle condizioni reddituali della gestione. Devono essere considerati due elementi:

- il valore del reddito (R)
- il tasso di remunerazione atteso (i)

Tale reddito deve essere *integrato* di tutti i valori che trovano origine nella rideterminazione del patrimonio.

Il **tasso di remunerazione** (i) corrisponde al *costo del capitale*. Immaginando di lavorare su flussi di reddito netto, si tratta del tasso  $K_e$ .

Il contributo in termini di valore derivante dai flussi di reddito generati dalla gestione si ottiene applicando il tasso di remunerazione al valore del capitale netto sostanziale. Esempio: immaginiamo che il costo del capitale sia pari al 10%, il flusso in parola ammonterebbe a 15 (K) (ossia il 10% di 150 che rappresenta il valore rettificato rispetto al valore contabile netto pari a 100).

Il valore così ottenuto va confrontato con il reddito medio normale prospettico, ossia con la remunerazione che si stima l'investimento "sostanziale" sarà in grado effettivamente di offrire:  $R - (K \times K_e)$  [7]

Ipotizzando che tale differenza sia un flusso annuo prospettico, è possibile tradurlo in un *valore capitale*. Per farlo si può ricorrere alla formula della rendita perpetua :

$$[R - (K \times K_e)] / K_e \text{ [8]}$$

I calcoli di [8] possono far emergere tre situazioni diverse:

- il reddito medio normale atteso (R) è *uguale* al valore che si ottiene applicando il costo del capitale al valore sostanziale del capitale;
- il reddito medio normale atteso (R) è *maggiore* del valore applicando il costo del capitale al valore sostanziale del capitale;
- il reddito medio normale atteso (R) è *minore* del valore che si ottiene applicando il costo del capitale al valore sostanziale del capitale.

Nel primo caso si ha una situazione di *equilibrio economico soggettivo* e riguardo all'esempio citato se R è 15 attraverso la formula [8] avremo:

$$[15 - (150 \times 10\%)] / 10\% = 0$$

Nel secondo caso si ha una condizione di *equilibrio economico soggettivo* ed il surplus di valore generato viene chiamato **avviamento** (A) : considerando R = 20

$$[20 - (150 \times 10\%)] / 10\% = 50$$

L'avviamento rappresenta un valore attribuibile all'impresa che va al di là del valore rettificato del patrimonio e non è riconducibile a nessun elemento patrimoniale specifico, ma è un valore indistinto da aggiungere al capitale netto sostanziale per arrivare all'individuazione del valore economico del capitale.

Nel terzo caso in cui R è inferiore a  $K \times K_e$  i redditi futuri non sono sufficienti a coprire gli oneri figurativi, e ciò si traduce in una perdita economica ed emerge il valore di **disavviamento o avviamento negativo** (badwill).

$$[10 - (150 \times 10\%)] / 10\% = -50$$

Il ragionamento economico si qui delineato trova espressione nella seguente formula che sintetizza la logica del metodo misto-patrimoniale:

$$W = K + [R - (K \times K_e)] / K_e \text{ [9]}$$

Tale formula aiuta a comprendere che la determinazione dell'avviamento può avvenire in due modi:

- per via diretta o autonoma;
- per via indiretta.

La determinazione in via diretta è quella alla base della determinazione del capitale economico attraverso il metodo misto-patrimoniale. Infatti tenuta conto della [8], avremo:

$$A = [R - (K \times K_e)] / K_e$$

Di conseguenza il valore economico del capitale risulta uguale a:

$$W = K + [R - (K \times K_e)] / K_e = K + A \quad [10]$$

Si ipotizzi ad esempio la seguente situazione:

- capitale netto sostanziale (K) = 1000;
- reddito normalizzato medio prospettico (R) = 120
- costo del capitale = 10%

In base a queste informazioni, il valore economico del capitale con il metodo misto patrimoniale-reddituale è:

$$W = 1000 + [120 - (1000 \times 0,1)] / 0,1 = 1000 + (120 - 100) / 0,1 = 1000 + 200 = 1200$$

dove 200 rappresenta l'ammontare dell'avviamento.

Ai fini del calcolo dell'avviamento, la [9] presuppone la capitalizzazione illimitata dei sovraredditi. Quando si ritenga che il sovrareddito non possa essere mantenuto oltre un certo numero di anni, la determinazione di A avviene così:

$$A = [R - (K \times K_e)] \times [(1 + K_e)^n - 1] / [K_e \times (1 + K_e)^n] \quad [11]$$

Si consideri ad esempio:

- capitale netto sostanziale (K) = 1000
- reddito normalizzato medio prospettico (R) = 120
- costo del capitale (K<sub>e</sub>) = 10%
- anni di durata sovrareddito = 5

$$A = [120 - (1000 \times 0,1)] \times [(1 + 0,1)^5 - 1] / [0,1 \times (1 + 0,1)^5]$$

$$A = (120 - 100) \times (1,01^5 - 1) / (0,1 \times 1,01^5) = 76$$

In caso di determinazione di W attraverso *capitalizzazione perpetua* dei flussi reddituali avremmo:

$$A = (R / K_e) - K \quad [12]$$

Considerando R 0 120 ed il costo del capitale sia del 10% risulta:

$$W = R / K_e = 120 / 0,1 = 1200$$

Si supponga che il capitale netto sostanziale (K) sia 1000 e che l'avviamento ammonti a 200, attraverso il metodo misto patrimoniale-reddituale si ha:

$$W = 1000 + [120 - (1000 \times 0,1)] / 0,1 = 1000 + 20 / 0,1 = 1000 + 200 = 1200$$

Si ipotizzi la seguente situazione:

- capitale netto sostanziale (K) = 1000
- reddito futuro atteso (R) = -10
- costo del capitale = 10%

$$W = 1000 + (-10 - 100) / 0,1 = 1000 - 1100 = -100$$

Quest'ultima situazione pone due ordini di problemi tra loro collegati:

- come si affronta logicamente la determinazione del valore di un'azienda in perdita;
- qual è il valore minimo che si può assegnare a un'azienda, anche se in perdita, data comunque la presenza di elementi patrimoniali.

La risposta può essere ricercata nella formulazione di un **piano di ristrutturazione** delle attività di gestione. Il ricorso ad esso ha senso se si ritenga che la condizione di perdita sia reversibile.

Il valore che si otterrà attraverso le formule dovrà poi essere decurtato dell'entità dell'investimento necessario per mettere in piano l'atto.

L'impostazione comporta due problemi:

- le forti incertezze che gravano sul piano ristrutturazione, specie quando le ragioni della crisi siano profonde e l'entità della perdita grave. Ciò impone di tener conto di tale circostanza attraverso una maggiorazione del costo del capitale o l'impiego di un *parametro che esprima la probabilità di successo dell'operazione*.
- Inoltre, occorre che vi sia la disponibilità reale di qualcuno a rischiare i capitali necessari per ristrutturare l'azienda. Nell'ambito di cessione si parla di una "dote" da attribuire a chi volesse rilevare l'azienda.

Immaginando tutto ciò il valore minimo attribuibile all'azienda in perdita può essere ricavato:

$$W = W_r \times p - I \quad [13]$$

- $W_r$  = valore del capitale dopo il piano di risanamento
- $I$  = entità di investimento necessario per realizzare la ristrutturazione
- $p$  = probabilità di successo

Si ipotizzi ad esempio:

- reddito futuro atteso ( $R$ ) = -10
- costo del capitale = 10%
- si consideri un piano di ristrutturazione che porti i redditi attesi da -10 a 10, con investimento richiesto di 300 e la probabilità di successo del 40%
- $W_r = 1000$  ottenuto mediante capitalizzazione perpetua a un costo capitale del 10%

$$W = 1000 \times 0,40 - 300 = 400 - 300 = 100$$

Più razionale e credibile è il ricorso al **valore di liquidazione del capitale** che si riferisce alla fase terminale dell'impresa. La logica e i criteri che vengono adottati per determinare i componenti attivi e passivi del capitale sono diversi a quelli della fase di cessione; in fase di liquidazione le prospettive reddituali non hanno più rilievo. Il criterio di valutazione delle attività non può essere il costo storico ma, piuttosto, si farà riferimento al **valore di realizzo** a *stralcio* o *per parti*, al netto degli oneri diretti di realizzo. Per le passività si adotta il criterio del **valore di estinzione**, ossia il valore nominale aumentato degli oneri necessari per l'estinzione.

Il valore di liquidazione è il valore minimo che si può attribuire all'azienda anche in caso di gestione in perdita.

Si prospettano in conclusione tre valori di riferimento del capitale aziendale:

- il *valore contabile* espresso dal bilancio di esercizio frutto di principi e convenzioni valutative;
- il *valore economico*, che riflette i valori di economicità futura della gestione;
- il *valore di liquidazione*, che si manifesta nella fase terminale dell'azienda, allorquando viene meno la coordinazione sistematica e gli elementi patrimoniali vengono considerati singolarmente

### La scelta del metodo

Esistono numerosi criteri per stimare il valore di un'azienda, a parità di informazioni l'utilizzo di metodi diversi può determinare risultati diversi. Esistono metodi diversi proprio perché la

valutazione di imprese, che operano in diverse condizioni e secondo logiche di gestioni differenti, deve essere fatta con metodologie differenti.

In questo quadro bisogna considerare anche la tipologia e la natura delle variabili che vengono elaborate attraverso le formule valutative. Nelle quantificazioni di tali variabili vi sono elementi di soggettività significativi.

