

Per il valore intrinseco rileva la capacità di reddito corrente dell'azienda

Secondo i PIV, tale configurazione è applicabile anche per la valutazione di partecipazioni, beni immateriali e strumenti finanziari

/ Nicola AGNOLI e Martino ZAMBONI

I Principi italiani di valutazione (PIV) prevedono un'ulteriore configurazione di valore per le valutazioni di **aziende e partecipazioni**, beni immateriali e strumenti finanziari: il valore intrinseco o fondamentale. Si tratta di una configurazione di valore che trae origine dalla tradizione economico-aziendale italiana e che è la sola a non essere presente anche negli IVS (*International Valuation Standards*).

Il valore intrinseco – chiamato anche valore economico del capitale nel caso di stima di aziende – esprime "l'apprezzamento che un **qualsiasi soggetto razionale** operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi" (principio I.6.8). Come il valore di mercato e quello di liquidazione ordinaria è un valore oggettivo, dato che esprime valori rilevanti per generici soggetti partecipanti al mercato.

Il **valore intrinseco** riflette la realtà operativa dell'azienda o del bene oggetto di stima nelle sue condizioni correnti e non considera alcuna sinergia né miglioramento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo d'acquisto. Esprime quindi un valore "as is" che tiene conto delle condizioni aziendali correnti, con le attuali destinazione d'uso, organizzazione, efficienza manageriale ed efficienza operativa, escludendo ogni tipo di potenzialità latente.

Nella determinazione del valore intrinseco l'esperto deve considerare la **capacità di reddito** corrente dell'azienda o del bene che già si stanno manifestando e le opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni e progetti in cui l'impresa già si è impegnata.

Si tratta di un valore in atto, che diversamente dal valore potenziale, esclude ogni ipotesi speciale o condizione ipotetica e si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di assunzioni e riscontri relativamente ai principali driver di valore (principio I.6.11).

Per la **determinazione** del **valore intrinseco** è necessaria l'analisi fondamentale per la stima dei benefici economici – espressi nel caso di un'azienda dai flussi di reddito attesi e dalla sua consistenza patrimoniale – oltre che l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.

Analisi fondamentale che in un incarico di valutazio-

ne d'azienda dovrà esser condotta mediante cinque fasi specifiche (III.1.2), illustrate in precedente contributo (si veda "[Flussi prospettici alla base della valutazione d'azienda](#)" del 27 giugno 2016), dedicate all'**analisi strategica** a livello di settore, mercato di riferimento ed azienda, all'individuazione dell'evoluzione dei driver di valore, all'esame delle previsioni economiche e finanziarie ed all'analisi dello scenario economico e del mercato dei capitali.

In un mercato razionale ed efficiente il valore intrinseco, che costituisce la grandezza di riferimento degli investitori con un orizzonte di riferimento di lungo termine, dovrebbe esser riflesso nel **valore di mercato**. In situazioni di asimmetrie informative o turbamenti di mercato, anche non razionali, i prezzi di mercato possono discostarsi dal valore intrinseco in misura rilevante e non essere coerenti con i sottostanti "fondamentali". Un'altra ragione di scostamento tra valore di mercato ed intrinseco si verifica quando l'esperto nello stimare il valore fondamentale di un'azienda è a conoscenza di un piano industriale di sviluppo o ristrutturazione non ancora diffuso nei suoi dettagli al mercato.

Il valore intrinseco, infine, non è un valore di scambio alla data di riferimento della valutazione e non include premi o sconti. Esprime, infatti, il **valore recuperabile** da un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici e quindi mediante l'uso del bene o dell'attività, non tramite la sua cessione.

Nella valutazione di opzioni, il valore intrinseco esprime la differenza tra il prezzo di esercizio ed il valore di mercato dello strumento finanziario sottostante. La differenza tra il valore di mercato ed il valore intrinseco di un'opzione ne rappresenta poi il *time value*.

Nel caso di **progetti di ricerca e sviluppo** o progetti immobiliari assimilabili ad opzioni reali, il cui valore è legato al modificarsi di condizioni ambientali quali ad esempio il prezzo del petrolio o il livello dei tassi di interesse, il valore intrinseco coincide con il valore ricavabile dai flussi attesi alla data di valutazione, al netto dei correlati oneri ancora da sostenere.

Esclude pertanto il maggior valore (*time value*) che alla data della stima si potrebbe riconoscere in base alla volatilità delle condizioni ambientali che influenzano il valore del sottostante ed alla durata dell'opzione reale.