

La gestione della disponibilità di cassa indica stabilità finanziaria e merito di credito

# Liquidità, un valore che conta

## Indici doc per la capacità di rispettare gli impegni a breve

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

In tempi di instabilità finanziaria, la liquidità non è solo un indicatore finanziario o un requisito per far fronte alle scadenze: è un moltiplicatore di valore. La liquidità incide direttamente sulla valutazione d'impresa. Dal punto di vista degli investitori, il valore della liquidità è concreto e misurabile: a parità di condizioni, un'attività perfettamente liquida vale di più della stessa attività se illiquida.

**Significato e importanza della liquidità.** In ambito finanziario aziendale, la liquidità può essere intesa sia come disponibilità immediata dell'impresa a far fronte alle uscite di cassa - attraverso risorse liquide o facilmente convertibili in denaro - sia come facilità con cui uno strumento finanziario può essere negoziato sul mercato senza incidere sul prezzo. La prima accezione, legata al bilancio aziendale, misura la capacità dell'impresa di mantenere la solvibilità operativa e affrontare imprevisti o investimenti; la seconda, riferita alla liquidità di mercato, incide direttamente sulla valutazione degli asset, poiché strumenti difficilmente negoziabili subiscono uno sconto o richiedono un premio al rischio per compensare l'investitore. Durante le crisi finanziarie, questa dinamica diventa ancora più evidente: la scarsità di liquidità spinge gli operatori a esigere maggiori rendimenti, facendo calare il valore degli strumenti illiquidi.

**Liquidità nelle Pmi vs. società quotate.** Il ruolo della liquidità varia sensibilmente a seconda che si considerino piccole-medie imprese non quotate o società presenti sui mercati regolamentati. Le Pmi, non disponendo di un mercato liquido per le proprie partecipazioni, presentano un profilo di illiquidità marcato che si traduce, in sede valutativa, nell'applicazione di uno sconto - spesso tra il 20% e il 30% - per riflettere le difficoltà di dismissione delle quote. Tale sconto, tuttavia, non è fisso e dipende da numerosi fattori specifici, come la dimensione dell'impresa, il settore di appartenenza, le prospettive di uscita e la presenza di clausole contrattuali che limitano la trasferibilità.

Diversa è la situazione delle società quotate che godono generalmente di una maggiore liquidità delle proprie azioni. In questi casi, la facilità di negoziazione si traduce in un premio di liquidità e in un minor costo del capitale, poiché

### Liquidità vs. Illiquidità: impatti sulla valutazione

Caratteristica	Asset Liquido	Asset Illiquido
Mercato di riferimento	Quotato / attivo / regolamentato	Non quotato / privato / assente
Facilità di dismissione	Elevata (giorni)	Limitata (mesi o anni)
Bid-ask spread	Ridotto	Ampio
Prezzo realizzabile	Prossimo al valore teorico	Spesso soggetto a sconto di realizzo
Metodo valutativo applicabile	DCF / multipli di mercato	DCF + DLOM / multipli + sconto per illiquidità
DLOM applicabile	No o trascurabile	Sì, in media tra 20%-30% (fino a 40% in casi estremi)
Costo del capitale (Ke)	Più contenuto (rischio inferiore)	Più elevato (premio per rischio di illiquidità)
Accesso al capitale	Maggiore (equity e debito a tassi migliori)	Limitato, spesso condizionato o oneroso
Percezione degli investitori	Positiva (exit agevole)	Più cauta (tempi e condizioni incerte)
Valore di mercato	Più stabile e tracciabile	Più volatile e soggetto a forte negoziazione

gli investitori accettano rendimenti più contenuti. Tuttavia, anche tra le quotate esistono differenze: le società a bassa capitalizzazione (small cap) o quotate su mercati secondari possono soffrire di volumi ridotti e maggiore volatilità, sperimentando quindi un "illiquidity discount" nel prezzo di mercato. Ad esempio, vendere una large stake (quota azionaria rilevante) in una società quotata ma poco liquida potrebbe richiedere uno sconto sul prezzo per attirare acquirenti, analogamente a quanto avviene per asset non quotati.

**Liquidità e valutazione d'impresa: dal Dcf al Dlom.** La connessione tra liquidità e valutazione d'impresa si manifesta in diversi passaggi del processo valutativo, incidendo tanto sulla stima dei flussi di cassa quanto sull'applicazione di eventuali aggiustamenti di valore.

Il metodo Dcf, tra i più utilizzati nella prassi, si basa sulla proiezione dei flussi di cassa futuri generati dall'azienda e sulla loro attualizzazione

a un tasso che riflette il rischio dell'investimento. I flussi considerati nel Dcf sono tipicamente i Free cash flow (Fcf), ossia la liquidità netta prodotta dalla gestione operativa dopo aver soddisfatto gli investimenti necessari e il capitale circolante. Più elevata è la capacità di produrre liquidità, maggiore sarà il valore

**Il Discount for lack of marketability (Dlom) è lo strumento tecnico con cui i valutatori tengono conto del minor valore attribuibile a partecipazioni e asset illiquidi. Consiste in una percentuale di riduzione del valore altrimenti attribuito a un asset, allo scopo di compensare l'acquirente per l'assenza di un mercato liquido**

attribuito all'impresa, a parità di altre condizioni. Tuttavia, il Dcf si fonda sull'ipotesi di continuità aziendale: se la liquidità disponibile è insufficiente a garantire la sopravvivenza nel breve termine, è necessario integrare il modello con scenari alternativi, come il valore di liquidazione, nor-

malmente più basso per effetto di dismissioni forzate e asset illiquidi. Sebbene il Dcf non consideri direttamente la liquidità di mercato delle partecipazioni, è possibile tenerne conto includendo un premio per illiquidità nel tasso di sconto o applicando, in un secondo momento, uno sconto sul valore ottenuto. Questo secondo metodo è quello più utilizzato per le Pmi: si calcola il valore teorico come se le quote fossero pienamente liquidabili, per poi ridurlo in base alla reale difficoltà di dismissione.

Il Discount for lack of marketability (Dlom), invece, è lo strumento tecnico con cui i valutatori tengono conto del minor valore attribuibile a partecipazioni e asset illiquidi. Consiste in una percentuale di riduzione del valore altrimenti attribuito a un asset, allo scopo di compensare l'acquirente per l'assenza di un mercato liquido. In pratica, il Dlom quantifica quanto valore l'investitore rinuncia a causa dell'impossibi-

lità (o difficoltà) di rivendere rapidamente la propria quota. Le motivazioni per applicare un Dlom includono: il rischio e l'incertezza sul prezzo di realizzo futuro (tempi e condizioni di vendita), i costi opportunità legati al capitale bloccato, e i costi di transazione addizionali. Studi e practitioner hanno stimato sconti medi che spesso si aggirano tra il 20% e il 30%.

Secondo Damodaran per aziende private si può ipotizzare ex ante uno sconto di quel rango rispetto a equivalenti aziende pubbliche. Tuttavia, è fondamentale impiegare un giudizio professionale e analisi case-by-case nell'applicare il Dlom. Ci sono situazioni in cui lo sconto potrebbe essere molto inferiore (ad esempio, se sono previste vie d'uscita a breve, come una Ipo già pianificata, o se l'investitore ha diritti di tag-along/drag-along che facilitano la vendita) oppure ben più alto (ad esempio, se l'asset è altamente unico e con pochissimi potenziali acquirenti, o se si valuta una start-up non quotata in cui l'orizzonte di disinvestimento è lungo e incerto).

Tra le metodologie utilizzate per stimare il Dlom si possono citare gli studi empirici sulle azioni ristrette e sulle operazioni pre-Ipo, che offrono dati storici utili a misurare la differenza di prezzo tra titoli liberamente negoziabili e quelli soggetti a limitazioni.

Un altro approccio si basa su modelli teorici ispirati alla finanza delle opzioni, come quelli di Longstaff e Chaffe, che assimilano l'illiquidità alla perdita di un'opzione di vendita e ne stimano il costo. Esistono poi tecniche che collegano il valore dello sconto alla struttura del mercato, osservando parametri come l'ampiezza dello spread denaro-lettera e la volatilità dei prezzi. Infine, è possibile stimare il Dlom attraverso il confronto con transazioni comparabili, valutando le differenze di multipli o i maggiori rendimenti richiesti dagli investitori nei mercati privati rispetto a quelli pubblici.

Nella prassi professionale, il Dlom si applica prevalentemente alle partecipazioni di minoranza in società non quotate, dove l'assenza di controllo limita le possibilità di forzare la liquidità. Tale sconto può sommarsi ad altri aggiustamenti, come il minority discount o, in senso opposto, il premio di controllo, applicati dopo aver determinato il valore di base dell'azienda come entità integralmente cedibile.