

GUIDA GRATUITA · PMI, PASSAGGIO GENERAZIONALE E M&A

Comprare o vendere una PMI: come si legge davvero il valore

I cinque risultati che un'analisi seria deve darti, i dati da preparare e sette errori da evitare

Tommaso D'Alessandro

Operations & Supply Chain · tomda.eu

Edizione 1.0 · ottobre 2026

Guida informativa. Non costituisce consulenza finanziaria, fiscale o legale: ogni operazione richiede professionisti abilitati.

Per chi è questa guida

Per imprenditori che non hanno una successione interna e stanno pensando di cedere, per chi vuole crescere acquisendo un'altra PMI e per fondi e investitori che lavorano con aziende private in Italia e in Europa. In tutti questi casi la domanda di partenza è la stessa: **quanto vale davvero questa azienda, e quanto di quel valore resta a me dopo l'operazione?**

Una risposta seria non è un numero solo. È un intervallo, costruito con più metodi, su conti ripuliti, con ogni ipotesi scritta e verificabile. Questa guida spiega come riconoscerla.

I cinque risultati che un'analisi seria deve darti

- 1. Intervalli di valore**, non un numero unico, calcolati con più metodi compatibili tra loro.
- 2. Conti normalizzati e tracciabili**, con ogni rettifica scritta e il grado di affidabilità del dato.
- 3. Una selezione dei target a fasi**, che combini solidità finanziaria, coerenza strategica e sinergie realizzabili.
- 4. Un modello del deal basato sui flussi di cassa**, che distingua il valore creato da quello catturato.
- 5. Spiegazioni rivedibili da una persona**: scenari, sensibilità e una traccia di tutto ciò che è stato fatto.

È l'impostazione degli standard internazionali di valutazione: l'IVS 200 per le aziende chiede di dichiarare base di valore, approcci, dati e modelli; le linee guida IPEV trattano la valutazione come giudizio strutturato, non come verità automatica.

1. Il valore è un intervallo: quale metodo per quale azienda

Metodo	Logica in una riga	Quando è adatto	Attenzione a
Flussi di cassa scontati (DCF)	Valore attuale dei flussi di cassa futuri più un valore finale	Aziende in continuità con flussi prevedibili	Molto sensibile a previsioni, tasso di sconto e valore finale
Capitalizzazione del flusso	Flusso sostenibile diviso (tasso – crescita)	PMI stabili e mature	Inadatto se crescita o margini stanno cambiando
Multipli di società quotate	Multiplio × EBITDA, EBIT o ricavi	Controllo incrociato con il mercato	Differenze di dimensione, crescita, liquidità e Paese
Transazioni comparabili	Multipli pagati in operazioni simili	Negoziazione e intervalli di prezzo	Includono premi e sinergie di altri acquirenti
Patrimoniale rettificato	Attività meno passività a valori correnti	Aziende immobiliari, holding, situazioni di crisi	Sottostima l'avviamento generato internamente
Reddito in eccesso	Patrimonio tangibile più valore del reddito oltre il rendimento richiesto	PMI dove clienti e relazioni generano il reddito	Rischio di contare due volte alcuni elementi

Una buona valutazione usa almeno due o tre metodi, spiega perché i risultati differiscono e li riconcilia in un intervallo. Diffida di chi ti porta un solo numero con due decimali.

2. Prima di valutare, ripulire i conti

I bilanci di una PMI raccontano la gestione del titolare, non sempre l'economia dell'azienda. Le rettifiche più frequenti:

- compenso del titolare sopra o sotto il valore di mercato del ruolo;
- affitti con parti correlate (spesso l'immobile è del titolare) fuori mercato;
- costi e ricavi una tantum;
- spese personali passate in azienda;
- dipendenza da una persona chiave: clienti, fornitori o competenze che se ne andrebbero con lei.

Ogni rischio va contato una volta sola

Un errore comune è penalizzare lo stesso rischio tre volte: nei flussi di cassa, nel tasso di sconto e con uno sconto finale. Ogni rischio va trattato nel canale che lo genera:

Tipo di rischio	Dove va trattato
Compenso del titolare, affitti, eventi una tantum, perdita di un cliente	Nei flussi di cassa
Rischio di settore, indebitamento, rischio specifico documentabile	Nel tasso di sconto
Eventi sì/no: autorizzazioni, successione, contenziosi, rinnovo di un contratto	Negli scenari con probabilità
Scarsa liquidità della quota, quota di minoranza o di controllo	Nello sconto finale, solo se la base di valore lo richiede
Azienda che dipende dal titolare	Nella durata dei flussi: valutare l'azienda con e senza quella persona

3. Sinergia non è il premio pagato

Il premio pagato sopra il valore dell'azienda da sola non è una sinergia. La sequenza corretta è:

1. **Valore da sola:** quanto vale l'azienda così com'è oggi.
2. **Valore di controllo:** quanto vale se gestita meglio, con le stesse risorse.
3. **Sinergie:** il valore che nasce solo mettendo insieme le due aziende, al netto dei costi per ottenerlo.
4. **Prezzo:** quanto si paga.
5. **Valore catturato:** quanto del valore creato resta all'acquirente e quanto va al venditore.

Sinergia	Come si misura	Come diventa cassa
Ricavi	Clienti vendibili in comune × adozione × margine	Ricavi aggiuntivi × margine di contribuzione
Acquisti	Spesa indirizzabile × riduzione di prezzo ottenibile	Minore costo del venduto, al netto dei costi di attuazione

Sinergia	Come si misura	Come diventa cassa
Produzione e capacità	Volumi spostati × differenza di costo unitario	Risparmio di costi variabili e fissi evitabili
Logistica e rete	Tratte, volumi, siti, scorte condivise	Effetti su trasporto, magazzino, scorte e servizio
Spese generali	Persone, contratti, sedi e sistemi duplicati	Costi evitati al netto di uscite e migrazioni
Capitale circolante	Convergenza di giorni di incasso, scorta e pagamento	Liberazione di cassa una tantum
Dis-sinergie	Clienti persi, disservizi, fornitori persi	Flussi negativi e costi di integrazione aggiuntivi

Ogni sinergia ha bisogno di un responsabile, un punto di partenza, una data di inizio, una curva di crescita, una probabilità e un costo. Senza questi elementi è un'intenzione, non un valore.

4. Scegliere i target in quattro fasi

Un unico punteggio pesato nasconde i motivi della scelta. Meglio quattro filtri in sequenza:

1. **Criteri di esclusione:** area geografica, dimensione, settori esclusi, informazioni minime, procedure concorsuali.
2. **Qualità finanziaria:** crescita normalizzata, margini, conversione in cassa, indebitamento, affidabilità dei dati.
3. **Coerenza strategica e operativa:** competenze, clienti, canali e aree complementari; sinergie realizzabili; complessità di integrazione.
4. **Economia dell'operazione:** valore indicativo, intervallo di prezzo, capacità di finanziamento, valore netto con sinergie e casi peggiori.

Mantieni sempre alcuni veti non negoziabili (solvibilità, conformità, rischi di integrazione inaccettabili) e verifica che la classifica non cambi completamente al variare dei pesi.

5. Checklist: i dati da preparare

Che tu venda o compri, questi dati accorciano i tempi e aumentano la credibilità dell'analisi.

- ☐ Bilanci degli ultimi 3–5 anni e situazioni infrannuali.
- ☐ Note integrative: parti correlate, leasing, garanzie, contenziosi, compensi del titolare, voci straordinarie.
- ☐ Compagine sociale, governance, piano di successione, profondità del management.
- ☐ Ricavi e margini per cliente, prodotto e canale degli ultimi 24–36 mesi; tasso di abbandono dei clienti.
- ☐ Acquisti per categoria e fornitore, condizioni e dipendenze.
- ☐ Volumi, capacità, saturazione, costo unitario, organico e siti.
- ☐ Investimenti divisi tra mantenimento e crescita.
- ☐ Contratti principali: durata, clausole di cambio di controllo, rinnovi.

☐ Per ogni dato: fonte, data, se è riportato o stimato.

La regola sui dati mancanti

Un dato mancante non va mai sostituito con zero. L'ordine corretto è: valore riportato → valore gestionale riconciliato → stima con intervallo → riferimento di settore → dichiarato non disponibile.

6. Sette errori da evitare

1. Presentare un solo numero invece di un intervallo motivato.
2. Valutare sui bilanci senza normalizzarli.
3. Contare lo stesso rischio nei flussi, nel tasso e nello sconto finale.
4. Chiamare sinergia il premio pagato.
5. Considerare l'aumento dell'utile per azione una prova di valore creato.
6. Usare multipli di società quotate senza correggere dimensione, crescita e liquidità.
7. Scegliere i target con un punteggio unico e opaco, senza verificare quanto dipende dai pesi.

Nota: che cos'è una PMI per l'UE

Per la definizione europea una PMI ha meno di 250 dipendenti e un fatturato fino a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio fino a 43 milioni. Per le aziende collegate o associate i dati del gruppo possono dover essere sommati: verificalo prima di contare su agevolazioni riservate alle PMI.

Stai valutando una cessione o un'acquisizione?

Posso aiutarti a leggere il lato operativo del valore: dove sono davvero le sinergie di acquisti, logistica e produzione, quanto costa realizzarle e in quanto tempo.

Scrivimi dall'area riservata di **tomda.eu**.

Riferimenti: International Valuation Standards (IVS 200 Businesses and Business Interests); International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV); Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE sulla definizione di PMI; A. Damodaran, materiali sulla valutazione di società private.