

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 37 – Marzo 2026

Il rischio “size” nella valutazione d’azienda

Nella prassi valutativa, la dimensione dell’impresa è frequentemente utilizzata come indicatore sintetico del rischio. L’idea sottostante è intuitiva: imprese più piccole sono, in media, più fragili, meno diversificate, più esposte a shock esterni e con minore accesso ai capitali. Da questa evidenza deriva l’applicazione di un premio per il rischio addizionale nel costo del capitale o di uno sconto nell’applicazione di multipli per riflettere il rischio connesso alla minore dimensione.

Tuttavia, la relazione tra dimensione e rischio non è meccanica né universale. Ci sono casi in cui la dimensione può rappresentare una *proxy* efficace del rischio, ma in molti altri casi può risultare una semplificazione eccessiva o addirittura fuorviante. In una valutazione è quindi essenziale interrogarsi “*se ed in che modo la dimensione d’impresa incida concretamente sul suo profilo di rischio*”. La risposta a questa domanda si fonda su un’adeguata analisi fondamentale. Bisogna sempre diffidare di premi per il rischio o sconti applicati ai multipli in misura forfetaria perché spesso finiscono per sopravvalutare le imprese deboli (premi per il rischio e sconti nei multipli sono insufficienti) e per sottovalutare le aziende forti (premi per il rischio e sconti nei multipli sono ingiustificati).

Quando la dimensione è una buona proxy del rischio

In molti contesti, la dimensione riflette effettivamente una maggiore esposizione al rischio. Ciò accade quando la minore scala operativa si accompagna a caratteristiche strutturali che amplificano l’incertezza dei risultati, quali:

a) la concentrazione del business. Le imprese non grandi presentano frequentemente:

- portafogli clienti poco diversificati;
- dipendenza da uno o pochi fornitori chiave;
- presenza limitata in termini geografici;
- gamma di prodotti o servizi ristretta.

Quando ricorrono queste condizioni, uno shock su un singolo cliente o su un segmento di mercato può compromettere in modo significativo l’equilibrio economico-finanziario. La dimensione ridotta è quindi espressione di una minore capacità di assorbire eventi avversi.

b) la struttura organizzativa e la governance. Nell’impresa familiare la gestione è accentrata sull’imprenditore o su un numero ristretto di figure chiave. La dipendenza dalle competenze e dalla leadership di pochi soggetti aumenta il rischio operativo e strategico. In questi casi, la dimensione è indirettamente correlata a una maggiore vulnerabilità manageriale.

c) l’accesso al capitale e la resilienza finanziaria. Le imprese non grandi tendono ad avere:

- minore potere contrattuale nei confronti del sistema bancario;
- minori alternative di finanziamento;
- maggiori difficoltà ad attirare investitori istituzionali.

Questa limitata flessibilità finanziaria si traduce in una maggiore esposizione a tensioni di liquidità e a cicli economici avversi. Anche in questo caso, la dimensione è un indicatore plausibile di rischio strutturale.

Quando ricorrono queste circostanze, la dimensione non è la causa diretta del rischio, ma ne rappresenta un segnale sintetico coerente.

Quando la dimensione non è una *proxy* adeguata del rischio

Vi sono numerosi casi in cui la correlazione tra piccola dimensione e maggiore rischio si attenua o viene meno. Una valutazione consapevole deve saper distinguere tali situazioni, riconducibili a:

a) aziende altamente specializzate e con vantaggi competitivi forti. Un'impresa non grande può operare in una nicchia ad alta redditività, con:

- elevate barriere all'ingresso;
- forte protezione tecnologica o brevettuale;
- clientela stabile e fidelizzata;
- posizionamento distintivo.

In questi casi, la dimensione non implica necessariamente maggiore instabilità dei flussi di cassa. Anzi, la focalizzazione può rappresentare un fattore di forza.

b) settori regolati e/o contratti di lungo termine. Un'azienda attiva in un settore regolato o con contratti pluriennali garantiti può presentare una visibilità dei ricavi elevata e una rischio operativa limitata. Se i flussi sono relativamente prevedibili, la sola dimensione non giustifica automaticamente un premio per rischio più elevato.

c) struttura finanziaria prudente. Un'impresa di dimensioni non grandi con:

- basso livello di indebitamento,
- solida generazione di cassa,
- ampia liquidità disponibile,

può risultare molto meno rischiosa di concorrenti più grandi con elevato indebitamento. La struttura finanziaria incide più della dimensione assoluta dell'azienda quando garantisce flessibilità operativa.

Quando ricorrono queste circostanze utilizzare la dimensione come unico indicatore sintetico del rischio può condurre a distorsioni valutative.

Dimensione come sintomo, non come causa

Un punto centrale di riflessione è che la dimensione non costituisce di per sé un fattore di rischio autonomo; è piuttosto una variabile che riflette caratteristiche di natura fondamentale del business:

- grado di diversificazione;
- solidità organizzativa;
- accesso al capitale;
- posizione competitiva;
- capacità di resilienza.

Quando queste caratteristiche sono effettivamente correlate alla scala dimensionale, la dimensione diventa una *proxy* ragionevole del rischio. Quando invece tali variabili sono indipendenti dalla dimensione, il legame si indebolisce.

Nella valutazione d'azienda occorre quindi evitare un approccio meccanico che applichi automaticamente un premio dimensionale senza un'analisi qualitativa approfondita.

Conclusioni

Il rischio “size” è un concetto radicato nella teoria e nella prassi valutativa. In media le imprese di non grandi dimensioni presentano un profilo di rischio più elevato rispetto ai grandi operatori e ciò giustifica l'attenzione al profilo dimensionale.

Tuttavia, la relazione tra dimensione e rischio non è automatica. La dimensione è una *proxy* imperfetta, che funziona quando riflette effettivamente fragilità strutturali, ma che può risultare una semplificazione pericolosa in presenza di modelli di business solidi, nicchie protette, flussi contrattualizzati o strutture finanziarie prudenti. Anche in quest'ambito premi per il rischio e sconti applicati ai multipli sono spesso una scorciatoia rispetto ad analisi fondamentali approfondite.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuiamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che, quando la posta in gioco è alta, non ci sia nulla di più pericoloso del non avvalersi di un team altamente esperto!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile “Idee di Valore” e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>