



Politecnico di Torino

Corso di Laurea: Ingegneria Gestionale
A.a. 2024/2025
Sessione di Laurea Dicembre 2025

L'Impatto del Private Equity sulla Crescita Aziendale Post-Exit

Evidenze Empiriche dalle Imprese Italiane tra Performance,
Innovazione e Sviluppo

Relatori:
Rondi Laura

Candidati:
Fiora Moreno

Abstract – Italiano

Questa tesi si focalizza sull'impatto degli interventi di *private equity* sulla performance operativo-finanziaria delle imprese italiane, indagando in particolare la sostenibilità dei risultati nel periodo successivo all'uscita del fondo investitore. L'analisi empirica è stata condotta su un campione di 140 aziende italiane acquisite tra il 2016 e il 2017. Attraverso l'utilizzo di un modello panel e di regressioni lineari multi-variabili OLS con variabili dummy, sono stati valutati gli effetti del PE su diverse variabili dipendenti, tra cui la redditività (ROA, ROE, ROS), la crescita dimensionale (vendite e occupazione), l'efficienza operativa e la struttura finanziaria. I risultati dimostrano che l'ingresso del PE produce un effetto positivo e significativo sulla redditività durante la fase di gestione, agendo come efficace strumento di rilancio. Tuttavia, tale vantaggio non si rivela pienamente duraturo: nel periodo post-exit, si osserva un generalizzato deterioramento della crescita e dell'efficienza operativa. L'evidenza suggerisce, quindi, che la persistenza dei risultati positivi dipende strettamente dalla capacità dell'impresa di consolidare e interiorizzare i miglioramenti introdotti, rendendo cruciale la strategia di governance adottata nel post-uscita del fondo.

Abstract - Inglese

This thesis examines the impact of private equity interventions on the operating and financial performance of Italian companies, focusing particularly on the sustainability of results in the post-exit period after the fund's divestment. The empirical analysis was conducted on a sample of 140 Italian companies acquired between 2016 and 2017. By employing a panel model and multivariable linear OLS regressions with dummy variables, the PE effects were assessed on several dependent variables, including profitability (ROA, ROE, ROS), dimensional growth (sales and employment), operational efficiency, and financial structure. The results show that the PE entry produces a positive and significant effect on profitability during the holding period, acting as an effective turnaround and transition tool. However, this advantage is not fully durable: in the post-exit period, a generalized deterioration in sales growth and employment, and a loss of operational efficiency, is observed. The evidence thus suggests that while PE is a driver of short-term value creation, the persistence of positive results is strictly dependent on the company's ability to consolidate and internalize the improvements introduced, making the post-exit governance strategy crucial.

INDICE

<u>INTRODUZIONE</u>	<u>1</u>
<u>1. INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY</u>	<u>6</u>
1.1. ASPETTI PRINCIPALI	6
1.2. EXCURSUS STORICO	9
1.3. STRUTTURA DEL FONDO	12
1.4. CICLO DI VITA DELL'INVESTIMENTO	16
1.5. RUOLO DEI FONDI PE NEL MERCATO FINANZIARIO	22
1.5.1. PANORAMICA DEL SETTORE	26
1.5.2. PERFORMANCE DEL SETTORE	30
1.5.3. PRIVATE EQUITY A CONFRONTO CON IL PUBLIC EQUITY	36
1.6. IL MERCATO ITALIANO	40
<u>2. SELEZIONE, VALUTAZIONE E MODELLI DI INTERVENTO</u>	<u>52</u>
2.1. IL PROCESSO DI SELEZIONE: DALLA STRATEGIA AL CLOSING	52
2.1.1. DUE DILIGENCE	54
2.1.2. I CRITERI DI SELEZIONE E I PROFILI DEL TARGET IDEALE	55
2.1.3. VALUTAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA	57
2.1.4. LA NEGOZIAZIONE	63
2.1.5. CLOSING DELL'ACCORDO	64
2.1.6. MONITORAGGIO, CORPORATE GOVERNANCE E CREAZIONE DI VALORE	66
2.2. MODELLI DI INTERVENTO	67
2.2.1. FINANZIAMENTO DELL'AVVIO DELL'IMPRESA	68
2.2.2. SUPPORTO ALLO SVILUPPO	73
2.2.3. SOSTEGNO FINANZIARIO PER OPERAZIONI DI LATER STAGE E FINANZA STRAORDINARIA	75
2.2.3.1. BUYOUT	76
2.2.3.2. REPLACEMENT	79
2.2.3.3. TURNAROUND	80
<u>3. REALIZZAZIONE DEL VALORE E STRATEGIE DI EXIT</u>	<u>85</u>

3.1. IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO	85
3.2. MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO	87
3.2.1. IPO	87
3.2.2. LA CESSIONE INDUSTRIALE	90
3.2.3. LA CESSIONE FINANZIARIA	93
3.2.4. LE FORME RESIDUALI DI DISINVESTIMENTO	96
3.3. STRUMENTI CONTRATTUALI A TUTELA DELL'EXIT	98
3.3.1. CLAUSOLE DI PRELAZIONE E LIQUIDITÀ	99
3.3.2. CLAUSOLE DI BLOCCO E RESTRIZIONE	100
3.3.3. MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO DEL PREZZO POST-EXIT	101
 4. ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE FINANZIATE DA OPERATORI DEL PRIVATE EQUITY	104
 4.1. DATI E METODOLOGIA	106
4.2. ANALISI DEL CAMPIONE	108
4.3. STATISTICHE DESCRIPTIVE	109
4.4. ANNO DI INGRESSO	115
4.5. REGRESSIONE MULTI-VARIABILE SULL'ENTRATA	119
4.6. REGRESSIONE MULTI-VARIABILE SULL'USCITA	130
 CONCLUSIONE	142
 BIBLIOGRAFIA	144
 SITOGRADIA	150
 APPENDICI	152

INDICE DELLE FIGURE

FIGURA 1- SCHEMA DEL CICLO DI VITA DI UN'AZIENDA E DEL FINANZIAMENTO IN EQUITY (PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL) _____	8
FIGURA 2 - ANDAMENTO DEL TASSO INTERBANCARIO USA (US INTERBANK RATE) IN PERCENTUALE _____	12
FIGURA 3 - CLASSIFICA DEI 10 MAGGIORI GESTORI DI FONDI DI PRIVATE EQUITY NEL 2025 PER RACCOLTA FONDI QUINQUENNALE (\$M) _____	14
FIGURA 4 – DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEI GESTORI DI FONDI DI PRIVATE EQUITY PER AREA (NUMERO DI SOCIETÀ) _____	14
FIGURA 5 - COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEI SOTTOSCRITTORI DI FONDI DI PRIVATE EQUITY PER CATEGORIA DI INVESTITORE (2023 VS 2024) _____	15
FIGURA 6 - LE FASI DEL CICLO DI VITA DI UN FONDO DI INVESTIMENTO IN RELAZIONE A TEMPO E MATURITÀ_	16
FIGURA 7 - RACCOLTA FONDI ANNUALE IN EUROPA (2009-2023): RIPARTIZIONE PER STRATEGIA DI INVESTIMENTO (€ MILIARDI) _____	18
FIGURA 8 - FATTORI DETERMINANTI DELLA CREAZIONE DI VALORE MEDIA NELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY _____	19
FIGURA 9 - STATISTICHE DI MERCATO DEGLI INVESTIMENTI IN EUROPA (2009-2023): AMMONTARE E NUMERO DI AZIENDE _____	20
FIGURA 10 -STATISTICHE DI MERCATO DEI DISINVESTIMENTI IN EUROPA (2009-2023): AMMONTARE E NUMERO DI AZIENDE _____	21
FIGURA 11 - ANDAMENTO DEGLI ASSET IN GESTIONE (AUM) NEL PRIVATE EQUITY PER CLASSE DI ATTIVO, 2000 – H1 2024 (\$ TRILIONI) _____	26
FIGURA 12 - ANDAMENTO GLOBALE DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY (PE) PER VALORE E NUMERO (2015-2024) _____	27
FIGURA 13 - VALORE GLOBALE DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY PER SETTORE, 2015–2023 (\$ MILIARDI)	29
FIGURA 14 - PERFORMANCE DEL PRIVATE EQUITY PER SOTTOCLASSE DI ATTIVO: IRR A 1 ANNO (FONDI VINTAGE 2000–2021) _____	35
FIGURA 15 - RENDIMENTI DEGLI INVESTIMENTI A DIVERSI ORIZZONTI TEMPORALI PER CLASSE DI ATTIVO (Q4 1999–Q3 2024) _____	40
FIGURA 16 - PRESTITI ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE, PER DIMENSIONE DI IMPRESA (VARIAZIONI PERCENTUALI SUI 12 MESI) _____	41
FIGURA 17 - IMBUTO DI VALUTAZIONE DELLE OPPORTUNITÀ (DEAL FUNNEL) – ESEMPIO ILLUSTRATIVO TRATTO DA UN CASO REALE _____	53
FIGURA 18 - FATTORI DETERMINANTI DEL RENDIMENTO DEGLI INVESTIMENTI PER LE OPERAZIONI DI BUYOUT REALIZZATE NEL PERIODO 2010-22, MULTIPLO DEL CAPITALE INVESTITO _____	86

INDICE DELLE TABELLE

TABELLA 1 - EVOLUZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE EQUITY IN ITALIA (2010-2024)	43
TABELLA 2 - EVOLUZIONE PERCENTUALE DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE EQUITY PER TIPOLOGIA (2010-2024)	44
TABELLA 3 - DISTRIBUZIONE DEL NUMERO DI OPERATORI ATTIVI IN PRIVATE EQUITY PER TIPOLOGIA DI INTERVENTO IN ITALIA (2010-2024)	45
TABELLA 4 - NUMERO DI DEAL DI PRIVATE EQUITY PER CLASSE DIMENSIONALE D'IMPRESA (MISURATA PER NUMERO DI DIPENDENTI) (2010-2024)	47
TABELLA 5 - ISTOGRAMMA PER I RENDIMENTI IRR FROM INCEPTION VS FTSE MIB	49
TABELLA 6 - ISTOGRAMMA PER I RENDIMENTI 3 ANNI IRR FROM INCEPTION VS FTSE MIB	50
TABELLA 7 - ISTOGRAMMA PER I RENDIMENTI 5 ANNI IRR FROM INCEPTION VS FTSE MIB	50
TABELLA 8 - ISTOGRAMMA PER I RENDIMENTI 10 ANNI IRR FROM INCEPTION VS FTSE MIB	51
TABELLA 9 - MULTIPLI DI VALUTAZIONE	62
TABELLA 10 - DESCRIZIONE DELLE VARIABILI	107
TABELLA 11 - PROFILO MEDIO DELL'INVESTIMENTO NEL CORSO DEL 2016-2017	109
TABELLA 12 - STATISTICHE DESCRIPTTIVE PANEL – CONTO ECONOMICO	110
TABELLA 13 - STATISTICHE DESCRIPTTIVE PANEL – STATO PATRIMONIALE (VALORI IN MILIONI DI EURO)	111
TABELLA 14 - STATISTICHE DESCRIPTTIVE PANEL – PERFORMANCE AZIENDALE	112
TABELLA 15 - STATISTICHE DESCRIPTTIVE PANEL – STRUTTURA FINANZIARIA	113
TABELLA 16 - MATRICE DI CORRELAZIONE – CONTO ECONOMICO	113
TABELLA 17 - MATRICE DI CORRELAZIONE – STATO PATRIMONIALE	114
TABELLA 18 - MATRICE DI CORRELAZIONE – PERFORMANCE AZIENDALE	114
TABELLA 19 - MATRICE DI CORRELAZIONE – STRUTTURA FINANZIARIA	115
TABELLA 20 - VARIAZIONE DEGLI INDICATORI DI REDDITIVITÀ TRA ANNO PRECEDENTE E ANNO DI INGRESSO	115
TABELLA 21 - CONTRONTO BOXPLOT INDICI DI PERFORMANCE	116
TABELLA 22 - SCOMPOSIZIONE ROE ANNO DI INGRESSO E ANNO PRIMA	117
TABELLA 23 - SCOMPOSIZIONE ROA E ROS	118
TABELLA 24 - ANALISI DINAMICHE CHIAVI	119
TABELLA 25 – REGRESSIONI ENTRATA SU INDICI DI REDDITIVITÀ	127
TABELLA 26 – REGRESSIONE ENTRATA SU VARIABILE DI CRESCITA	128
TABELLA 27 – REGRESSIONE ENTRATA SU VARIABILI OPERATIVE E SULLA STRUTTURA FINANZIARIA	129
TABELLA 28 - REGRESSIONI USCITA SU INDICI DI REDDITIVITÀ	133
TABELLA 29 - REGRESSIONE USCITA SU VARIABILE DI CRESCITA	134
TABELLA 30 - REGRESSIONE USCITA SU VARIABILI OPERATIVE E SULLA STRUTTURA FINANZIARIA	135
TABELLA 31 - REGRESSIONE USCITA CON DIVISIONE	140
TABELLA 32 - REGRESSIONE USCITA CON DIVISIONE (CONTINUAZIONE)	141

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, il *private equity* ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel finanziamento e nello sviluppo delle imprese a livello globale. Questi fondi intervengono tipicamente in aziende con elevato potenziale di crescita, apportando capitale, competenze manageriali, *network* strategici e strumenti di *governance* avanzata, con l'obiettivo di incrementare il valore dell'impresa e ottenere un ritorno significativo al momento dell'uscita dall'investimento. Questo tipo di intervento non si limita al sostegno finanziario, ma spesso comprende un'attività attiva di monitoraggio e supporto operativo, finalizzata all'ottimizzazione dei processi aziendali, al rafforzamento della struttura organizzativa e alla promozione di strategie di crescita sostenibile. Tuttavia, rimane una questione centrale: se tali benefici siano effettivamente persistenti nel lungo periodo o se rappresentino principalmente effetti transitori legati al periodo di controllo del fondo.

La letteratura accademica ha esplorato il ruolo dei fondi di *private equity* nel miglioramento delle *performance* aziendali. In particolare, Jovanovic & Rousseau (2002), attraverso la *Q-theory of mergers*, evidenziano come le imprese investano maggiormente quando il loro valore di mercato (*Q*) supera il costo del capitale, mentre le acquisizioni consentono di trasferire la proprietà e il controllo verso gestori più esperti. Tale meccanismo permette alle imprese con *Q* relativamente basso di riallocare in modo più efficiente il capitale e le risorse. In questo contesto, i fondi di *private equity* agiscono come nuovi proprietari attivi, intervenendo per incrementare l'efficienza operativa e la creazione di valore. Altre evidenze a supporto di questa tesi che i cambi di proprietà siano positivi, sono state fornite da Harris et al. (2005) i quali analizzano l'andamento delle imprese tramite il *total factor productivity* (TFP) degli stabilimenti manifatturieri britannici prima e dopo *management buyouts*. I risultati mostrano che gli stabilimenti soggetti a MBO erano in media meno produttivi prima della transazione ma sperimentano incrementi sostanziali di TFP successivamente e gli effetti sono attribuibili alle misure intraprese dai nuovi proprietari, che si incentravano sulla riduzione dell'intensità del lavoro resa possibile da operazioni di esternalizzazione, ristrutturazione operativa e riduzione organico. Lo studio fornisce evidenze coerenti con la nozione che i cambi di proprietà riducono i costi di agenzia e riallocano risorse verso usi più produttivi. A tal proposito, i risultati empirici sulla dinamica occupazionale post-intervento dei fondi, come evidenziato da Davis et

INTRODUZIONE

al. (2008), indicano che le operazioni di *leveraged buyout* possono accelerare i processi di *creative destruction*, cioè sebbene si registri una riduzione dell'occupazione a livello locale, tali operazioni generano un incremento dell'efficienza e contribuiscono alla creazione netta di posti di lavoro su scala più ampia. In particolare, le perdite occupazionali esistono, circa 3% dopo 2 anni e circa il 6% dopo 6 anni dal *buyout*, ma allo stesso tempo creano nuovi posti di lavoro in altre aziende nel portafoglio, rendendo così la perdita netta di disoccupazione inferiore all'1% rispetto all'occupazione iniziale. Queste evidenze sono coerenti con la *Q-theory* e con i lavori sugli MBO e la TFP: i *buyout* funzionano come meccanismo di riallocazione e ristrutturazione, riducendo inefficienze gestionali e spostando risorse verso usi più produttivi.

A conferma di queste evidenze teoriche, Kaplan e Schoar (2005) analizzarono IRR e PME dei fondi di *private equity*, mostrando che i *general partner* più esperti tendono a replicare *performance* superiori nei fondi successivi. Lo studio evidenziò inoltre come la dimensione del fondo e la gestione continuativa delle risorse siano determinanti nella persistenza dei rendimenti, suggerendo che il successo non dipenda solo dal rischio assunto, ma dall'interazione tra abilità, esperienza accumulata e struttura gestionale del fondo. Anche fattori esterni, quali la qualità della *governance* e la trasparenza delle informazioni, possono influenzare la continuità dei risultati. Questi aspetti si intrecciano con le evidenze di Cumming e Walz (2010), i quali mostrano come i meccanismi di *disclosure* e la trasparenza nella comunicazione dei risultati dei fondi possano variare significativamente a livello internazionale. In particolare, le distorsioni nella rendicontazione delle *performance* sono influenzate dall'ambiente normativo e contabile dei diversi Paesi, nonché dal grado di asimmetria informativa tra investitori istituzionali e gestori di fondi. Tali risultati evidenziano come la *governance* interna del fondo, la qualità delle informazioni e la trasparenza dei *report* siano elementi cruciali non solo per il monitoraggio degli investimenti, ma anche per la persistenza dei benefici post-investimento. Infine, la letteratura sulle strategie di *exit* tramite IPO offre ulteriori spunti. Levis (2011) osserva che le IPO PE-backed nel Regno Unito registrano performance superiori nel lungo periodo rispetto alle IPO VC- o NB-backed, con rendimenti cumulativi positivi fino a 36 mesi post-IPO, associati a leva finanziaria elevata e al coinvolgimento attivo dei PE *sponsors*. Meles (2011) mostra che nelle IPO italiane sostenute da *buyout*, il *monitoring* degli investitori non genera miglioramenti significativi nelle *performance* operative post-IPO, sebbene contribuisca a una valutazione più alta all'offerta e

INTRODUZIONE

a una crescita nel primo giorno di trading. Infine, Tyková e Borell (2012) evidenziano che, nonostante i potenziali benefici, i fondi di *private equity* possono aumentare il rischio di *distress* finanziario e fallimento, trasferendo parte del valore creato a favore degli investitori piuttosto che dell'impresa stessa. Nel complesso, questi studi indicano che il *private equity* può creare benefici duraturi soprattutto attraverso governance attiva, supporto strategico e strumenti finanziari, ma la persistenza dei risultati post-exit dipende dal tipo di fondo, dalla maturità dell'azienda, dalla strategia di *exit* e dalla trasparenza delle informazioni.

Queste evidenze mostrano la necessità di distinguere tra i miglioramenti delle *performance* durante la partecipazione dei fondi e la reale sostenibilità dei risultati dopo l'uscita. Se da un lato i PE favoriscono *governance*, innovazione, struttura del capitale e strategie operative, dall'altro tali benefici non sempre perdurano, rendendo cruciale l'analisi del periodo post-exit. In questo contesto, il presente lavoro si propone di analizzare le imprese italiane post-exit, integrando evidenze sui miglioramenti operativi con dati empirici aggiornati e selezionando indicatori di bilancio rilevanti. L'obiettivo è comprendere se i miglioramenti osservati durante la partecipazione dei fondi siano effettivamente sostenibili nel tempo. Quindi, la domanda di ricerca centrale è:

“Il ricorso a fondi di private equity garantisce un vantaggio duraturo nella performance operativa delle imprese italiane, anche dopo l'uscita del fondo?”

A partire da questa domanda, si sviluppano alcune questioni secondarie: quali caratteristiche dei fondi o delle aziende influiscono maggiormente sulla performance sostenibile? Esistono differenze tra settori o dimensioni aziendali? Quali indicatori di bilancio risultano più sensibili agli interventi dei fondi?

L'obiettivo della ricerca è duplice. Da un lato, il lavoro mira a fornire evidenze empiriche sull'entità e sulla durata degli effetti positivi del *private equity* sulla *performance* operativa, contribuendo alla letteratura economico-finanziaria esistente. Dall'altro, si propone di offrire indicazioni pratiche per imprenditori, *manager* e investitori, fornendo un quadro più chiaro dei benefici potenziali e dei limiti dell'intervento dei fondi di *private equity*.

Il contesto italiano rappresenta un terreno particolarmente interessante per questo tipo di analisi. Sebbene il mercato sia in crescita, esso rimane meno sviluppato rispetto ad altri

INTRODUZIONE

mercati europei e nordamericani. Le aziende italiane che ricevono investimenti da fondi esterni spesso appartengono a settori tradizionali o a PMI con elevate potenzialità di crescita, rendendo fondamentale comprendere se e in che modo l'intervento dei fondi possa influenzare la *performance* operativa nel tempo. Lo studio intende quindi colmare una lacuna significativa della letteratura nazionale, che ha analizzato meno diffusamente l'impatto post-*exit* del *private equity* rispetto ad altri contesti internazionali. Infatti, la letteratura esistente ha evidenziato che gli interventi dei fondi possono migliorare la performance operativa attraverso vari canali: introduzione di *governance* più rigorose, accesso a capitali per investimenti in tecnologia e innovazione, miglioramento della struttura organizzativa e incentivazione del *management*. Tuttavia, pochi studi hanno analizzato sistematicamente se questi miglioramenti persistano nel tempo, soprattutto nel contesto italiano, caratterizzato da PMI e imprese familiari con dinamiche manageriali peculiari.

Il lavoro si basa su un campione di imprese italiane oggetto di investimenti di *private equity* nel biennio 2016-2017, selezionate utilizzando i dati dei rapporti *Private Equity Monitor* (PEM), una fonte consolidata di informazioni sui *deal* di PE in Italia. Per ciascuna operazione, sono state raccolte informazioni relative al fondo investitore, alla modalità e al momento dell'uscita, integrando i dati con informazioni reperite sui siti delle aziende e dei fondi stessi. Successivamente, per ogni impresa, sono stati estratti dati di bilancio selezionati da AIDA, concentrandosi su voci chiave come fatturato, margini, EBITDA e altri indicatori operativi, al fine di valutare la performance post-investimento. La scelta del periodo 2016–2017 garantisce un intervallo sufficientemente recente per osservare l'evoluzione post-investimento e abbastanza lungo da confrontare le performance delle imprese prima e dopo l'intervento del fondo. La metodologia dello studio combina un approccio quantitativo e descrittivo. L'analisi quantitativa si concentra sui dati di bilancio, utilizzando indicatori selezionati per valutare le *performance* operative, mentre l'analisi descrittiva consente di contestualizzare i risultati alla luce delle caratteristiche dei *deal*, del settore di appartenenza e delle strategie adottate dai fondi.

Infine, la rilevanza pratica dello studio è significativa. I risultati potranno fornire indicazioni utili per *policy maker* e istituzioni finanziarie interessati a favorire lo sviluppo del mercato del *private equity*, per *manager* e imprenditori che valutano l'accesso a fondi esterni, e per investitori che desiderano comprendere meglio le dinamiche post-investimento e la

INTRODUZIONE

sostenibilità della creazione di valore. In questo senso, il lavoro rappresenta un contributo originale alla conoscenza del ruolo del *private equity* nello sviluppo aziendale e nella crescita economica italiana.

Capitolo primo

1. INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

1.1. Aspetti principali

Il *private equity* è una forma di investimento istituzionale o professionale di medio-lungo termine, che consiste nell'acquisizione di partecipazioni in società non quotate (come indicato dal termine “*private*”) con l’obiettivo di valorizzare l’impresa *target* e ottenere un guadagno in conto capitale, sia attraverso la vendita della partecipazione sia tramite quotazione in borsa. Un fondo di PE¹ raccoglie capitali dagli investitori istituzionali per investirli in società private, operando al di fuori dei mercati pubblici regolamentati, caratteristica che lo rende un’alternativa al mercato azionario. Gli investimenti in PE sono tipicamente illiquidi, con un orizzonte temporale di circa 10 anni. In questo periodo, i gestori assumono un ruolo attivo nella gestione e nel monitoraggio delle imprese del portafoglio, acquisendo spesso la maggioranza per ottenere diritti di controllo, come posti nei consigli di amministrazione o poteri di voto. Questo coinvolgimento permette di fornire non solo capitale, ma anche competenze manageriali, supporto tecnico, strumenti di *governance* avanzata e un *network* strategico, distinguendo il PE dalle forme di investimento più passive come *hedge fund* o *mutual funds*.

Le operazioni si distinguono in base alla fase del ciclo di vita dell’impresa e si dividono in due grandi categorie: *Venture Capital*, rivolto a imprese giovani e innovative nelle fasi iniziali, e PE, che investe in aziende più mature, includendo operazioni di *buyout*, *replacement capital* e *turnaround*. Le principali tipologie di investimento sono raffigurate in Figura 1 e sono:

- *Early stage financing (VC²)*: finanzia imprese nella fase iniziale, ad alto rischio ma con potenziale rendimento elevato e comprende:
 - *Seed financing*: sviluppo dell’idea imprenditoriale, copertura di ricerca, prototipazione, analisi di mercato e validazione del modello di business;

¹ Notazione utilizzata per indicare il *Private Equity*

² Notazione utilizzata per indicare *Venture Capital*

- *Start-up financing*: avvio delle operazioni, produzione, *marketing* e lancio del prodotto, con l'obiettivo di raggiungere dimensioni tali da permettere nuovi round di finanziamento.
- *Expansion o growth financing (VC/PE)*: capitale per aziende già presenti sul mercato, destinato a consolidare la posizione o favorire la crescita tramite apertura di nuove filiali, espansione geografica, efficientamento delle operazioni e rafforzamento della struttura organizzativa;
- *Replacement capital (PE)*: acquisizione delle quote di soci uscenti, garantendo continuità delle operazioni e realizzazione del valore per i cedenti.;
- *Buyout (PE)*: acquisizione della maggioranza o totalità dell'impresa *target*, generalmente matura e stabile, spesso con leva finanziaria (*Leveraged Buyout*).
Include:
 - *Management Buyout (MBO)*: acquisto da parte del *management* interno;
 - *Management Buy-In (MBI)*: acquisto da parte di *manager* esterni;
 - *Institutional Buyout (IBO)*: acquisizione da parte di investitori istituzionali, senza coinvolgimento diretto dei *manager*.
- *Turnaround (PE)*: rilancio di imprese in difficoltà finanziaria o gestionale mediante capitale, competenze manageriali, *governance* e nuove strategie operative. Una forma estrema è il *Vulture Capital*, in cui l'investitore acquisisce quote o debito a prezzi scontati e gestisce attivamente imprese *distressed*³;
- *Bridge financing (PE)*: finanziamento a breve termine per supportare l'impresa in vista della *IPO*⁴, coprendo esigenze immediate di liquidità o operazioni preparatorie;

³ Imprese in difficoltà economiche e finanziarie significative, che rischiano l'insolvenza o la liquidazione.

⁴ Notazione utilizzata per indicare la Initial Public Offering: Offerta pubblica Iniziale

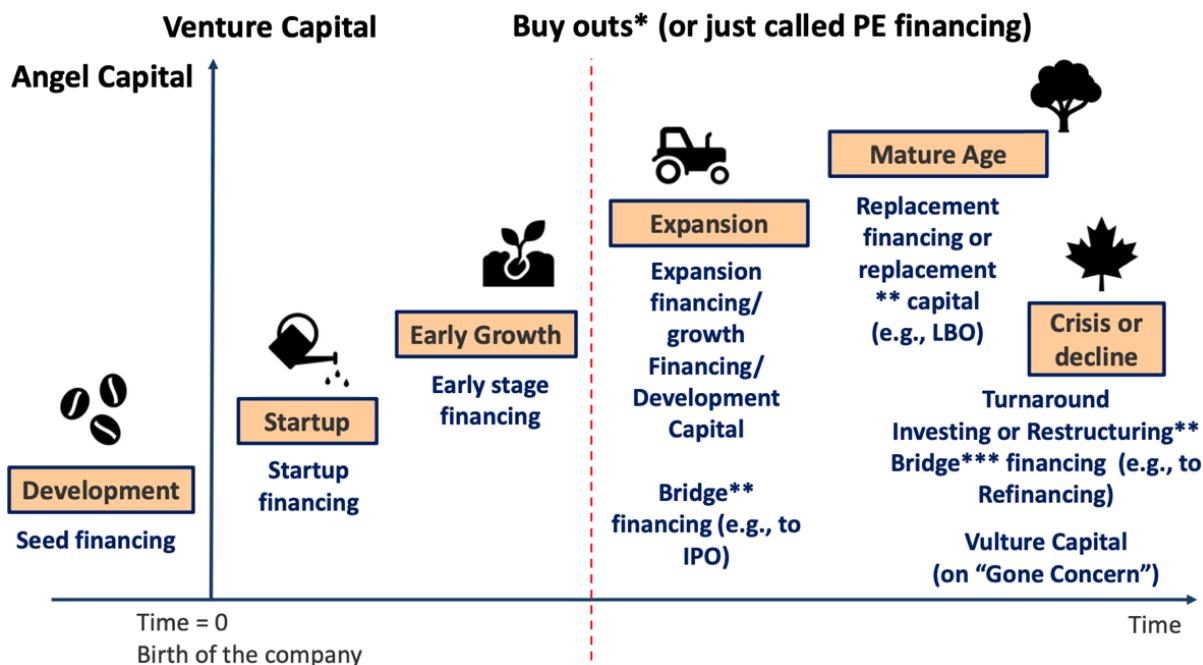


Figura 1- Schema del ciclo di vita di un'azienda e del finanziamento in equity (Private Equity e Venture Capital)

Per valorizzare le società in portafoglio, i fondi adottano spesso un approccio graduale, il cosiddetto *staged financing*, rilasciando il capitale in tranches legate al raggiungimento di obiettivi prefissati, gestendo così il rischio, monitorando le *performance* e incentivando il *management*.

Le principali strategie operative e finanziarie dei fondi includono:

- *Equity investment:* incremento del valore della società partecipata per realizzare un guadagno in conto capitale all'uscita, con eventuali dividendi come ulteriore ritorno;
- Relazioni di livello C: collaborazione stretta con il *top management*, trasferendo *know-how* per migliorare efficacia ed efficienza della gestione;
- LBO⁵: acquisizione tramite elevata leva finanziaria per amplificare i rendimenti del capitale investito;
- *Going Private:* acquisizione della maggioranza di società quotate e *delisting*⁶, consentendo ristrutturazioni più libere;

⁵ Notazione utilizzata per indicare l'operazione di Leveraged Buyout

⁶ Operazione per la quale c'è la revoca della società dalle negoziazioni di Borsa.

- *Investing Up Inside*: incremento dell'EBITDA mediante crescita organica e inorganica, espansione internazionale o consolidamento di mercato.

L'obiettivo centrale del PE è ottenere un ritorno economico per gli investitori tramite l'uscita, che può avvenire mediante vendita a un altro fondo, a una società industriale o IPO. Il ciclo tipico di un fondo comprende raccolta di capitali, investimento in società target, monitoraggio e supporto gestionale, e disinvestimento. Essendo un fondo chiuso, il capitale resta vincolato per tutta la durata, senza possibilità di rimborso anticipato, e i ritorni vengono distribuiti al momento dell'*exit*.

1.2. Excursus storico

La nascita del concetto di *private equity* può essere attribuito al generale Georges Doriot, che nel 1946 fondò la American Research and Development Corporation (ARDC) al fine di creare nuovi strumenti di finanziamento per contrastare la riduzione del flusso di capitale verso le piccole imprese innovative e creare una reale alternativa all'interno del sistema finanziario. Il principale motivo di questa riduzione fu il *New Deal*, un vasto piano di riforme economiche e sociale avviato dal presidente americano Franklin Roosevelt dal 1933 e il 1943 per far fronte alle conseguenze della Grande Depressione⁷. In particolare, gli atti che più minavano alla disponibilità di fondi per imprese innovative furono la *Progressive Income Tax* e il *Glass-Steagall Act*. Il primo prevedeva l'introduzione di aliquote fiscali che arrivavano fino al 79% sui redditi più alti e ciò fece sì che gli investitori privati iniziarono a prediligere investimenti sicuri rispetto a quelli più rischiosi, nei quali rientra anche quello verso l'innovazione. In particolare, il rapporto rischio-rendimento era diventato sfavorevole. Invece, la seconda legge obbligò la separazione delle banche commerciali con quelle d'investimento e ciò portò all'impossibilità di finanziare le imprese direttamente con il capitale di rischio per passare ad un sistema prettamente incentrato sull'erogazione del credito commerciale. Quindi le piccole imprese innovative persero una fonte essenziale di *equity financing*. Il secondo motivo della riduzione del flusso di capitale si identifica nelle conseguenze che ebbero queste riforme, la principale fu l'ascesa degli *investment trusts*⁸ e delle compagnie di assicurazione. Infatti, tra il 1929 e il

⁷ Periodo di crisi economica mondiale iniziata nel 1929 con il crollo della Borsa di Wall Street e protrattasi fino agli anni '40.

⁸ Società che raccoglie fondi da investitori per investirli in un portafoglio diversificato di titoli finanziari. Opera come un fondo comune di investimento chiuso.

1939 fallirono circa 2000 società d'investimento e oltre 700 banche e ciò accelerò il processo di concentrazione del risparmio negli *investment trusts*, la cui politica di investimento si fondava su investimenti sicuri, ad esempio titoli di stato, obbligazioni societarie solide e azioni di imprese mature. Un ulteriore elemento che spiega la nascita di ARDC è la riflessione di Merrill Griswold, all'epoca presidente del *Massachusetts Investors Trust*, uno dei più grandi fondi comuni dell'epoca. Griswold osservava come la crescente tendenza degli americani a investire in fondi gestiti professionalmente stesse riducendo la quota di capitale "ozioso", definito come *idle capital*, che in passato poteva confluire in piccole imprese ad alto rischio.

Quindi la risposta a questo vuoto di capitale di rischio fu la creazione della American Research and Development Corporation, la quale si differenziava dai fondi familiari, come i Rockefeller, perché non attingevano da un solo patrimonio bensì raccoglieva capitali da una pluralità di soggetti, come ad esempio i fondi pensione, le compagnie assicurative e da privati facoltosi. Questi sono concetti alla base anche dell'odierno *private equity*, come altre caratteristiche come la selettività, infatti ARDC finanziava solo il 2-4% dei progetti valutati e solitamente su settori ad alto potenziale che all'epoca erano: chimica, elettronica e strumenti scientifici. L'ARDC dimostrò il potenziale di questo settore e di questo schema con il suo caso più famoso: l'acquisizione di Digital Equipment Corporation nel 1957, con il quale ARDC riuscì a finalizzare un ritorno di oltre 350 milioni nel 1971 con un esborso iniziale di appena 70.000 dollari.

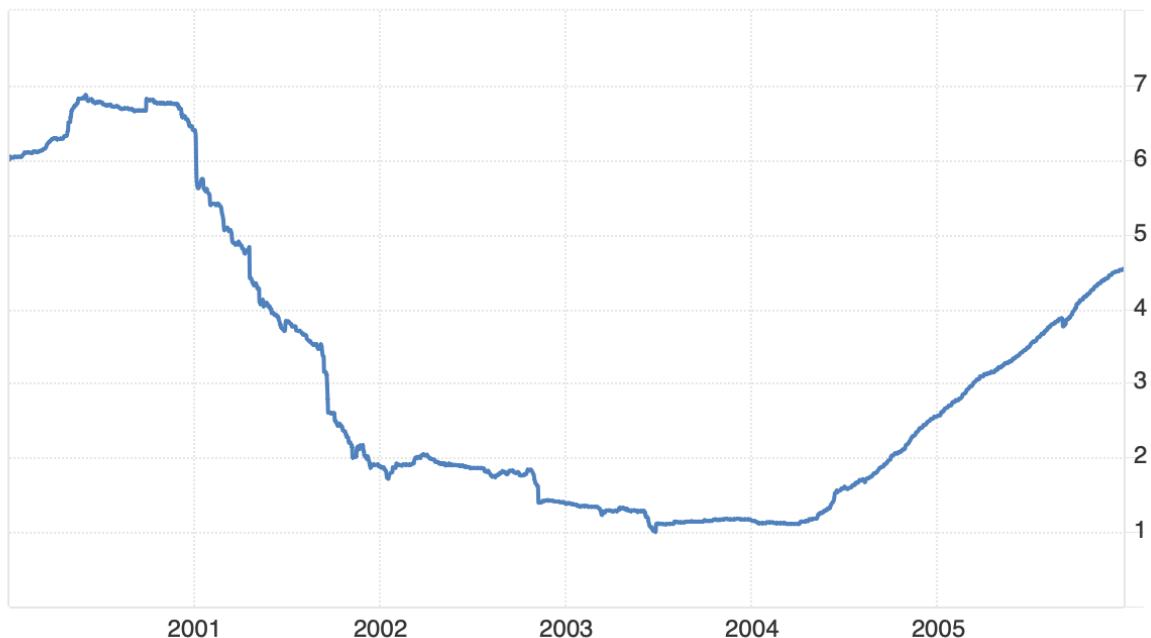
Tuttavia, il *private equity* iniziò a svilupparsi negli anni Settanta, come evoluzione distinta del *venture capital* perché cominciò a focalizzarsi su acquisizioni e ristrutturazione di aziende mature attraverso il ricorso della leva finanziaria, i cosiddetti *leveraged buyout*. Le prime ad usare questi strumenti finanziari furono le banche d'investimento, doveroso citare la Bear Stearns in cui i celebri Jerome Kohlberg, Henry Kravis e George Roberts resero sistematiche queste operazioni. In particolare, i tre misero appunto i cosiddetti *bootstrap investments*, ovvero acquisire aziende tipicamente di proprietà familiare che stavano fronteggiando un problema, cioè che i fondatori non avevano una via d'uscita profittevole perché troppo piccole per quotarsi in borsa ma allo stesso tempo non volevano vendere ai *competitors*. Quindi si trattava di acquisizioni di società con un forte potenziale di cassa e prospettive stabili, ma prive di sbocchi di liquidità per i fondatori. Dopodiché nel 1976 i tre imprenditori americani citati precedentemente lasciarono la banca d'investimento per fondare la prima società di *private*

equity: KKR⁹. Gli anni Settanta e Ottanta furono un periodo di crescita per il settore soprattutto dovuto ai primi successi di alcune operazioni e ad una modifica normativa, l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) nel 1974, che consentì ai fondi di pensione di investire in attività ad alto rischio e alto rendimento, che precedentemente erano vietate, proprio come il settore in esame. Periodo in cui si vide il boom dei LBO, infatti si stima che tra il 1979 e il 1989 ci fossero oltre 2000 acquisizioni con leva finanziaria del valore superiore a 250 milioni di dollari (Nhomma, (2008)). Tutto ciò culminò con la celebre operazione di acquisizione di RJR Nabisco da parte di KKR, che fu un affare di quasi 25 miliardi di dollari e rimase per molti anni il più grande LBO della storia. Questi anni però furono anche caratterizzati da *corporate raid* perché queste acquisizioni erano viste come ostili e soprattutto non erano ben viste le ristrutturazioni aziendali compiute dai fondi per massimizzare il ritorno economico, ad esempio il caso citato precedentemente ebbe grandi implicazioni occupazionali nell'azienda. Gli anni Novanta invece il settore attraversò una fase di crisi, ristrutturazione dato che molti LBO degli anni precedenti non riuscirono a ripagare il debito contratto; le operazioni ripresero con prudenza, fino ad una seconda esplosione che avvenne parallelamente alla bolla Internet¹⁰ e venne resa possibile da una combinazione di eventi: tassi di interesse decrescenti, come mostrato in Figura 2; degli *standard* di prestito, infatti in questo periodo ci fu l'aumento dei *covenant lite*, che sono una fonte di finanziamento che viene emesso con meno restrizioni per il mutuatario e meno protezioni per il prestatore, in particolare, nel 2006 solo il 5% dei prestiti societari statunitensi poteva essere classificato come tali, tale percentuale era aumentata bruscamente a oltre il 25% nella prima metà del 2007 (Federal Reserve Bank of San Francisco. (2008)); infine, anche ai cambiamenti normativi per le società quotate in borsa, il *Sarbanes-Oxley Act*, una legge statunitense che mira a prevenire le frodi aziendali. Il fatto di avere requisiti molto rigorosi di trasparenza contabile aumentò i costi di *compliance* e burocrazia per le società pubbliche e come effetto ci fu la maggiore tendenza a rimanere *private* e quindi il settore ne beneficiò.

⁹ Kohlberg Kravis Roberts & Co., una delle principali società di *private equity* al mondo

¹⁰ Periodo di forte crescita e sopravvalutazione dei titoli di società legate a Internet, tra la fine degli anni '90 e i primi anni 2000

US Interbank Rate - percent



Source: tradingeconomics.com I

Figura 2 - Andamento del Tasso Interbancario USA (US Interbank Rate) in Percentuale

Per questa combinazione di eventi, si ebbe la cosiddetta età dei *mega-buyout* che durò dal 2005 al 2007 nella quale avvennero le più grandi operazioni di *buyout* della storia, che tuttora rimangono ineguagliate, ne dà la prova che nell'elenco delle 10 LBO più grandi 6 sono state compiuti in questo periodo.

1.3. Struttura del fondo

In fondo di *private equity* è un aggregato di capitale raccolto da investitori istituzionali o qualificati, come fondi pensione, compagnie assicurative e banche e tipicamente assumono la forma di un fondo chiuso, cioè con un numero fisso di quote di partecipazione e con un periodo di esercizio limitato, in genere dai 10 ai 15 anni. All'interno di esso si differenziano due figure: *General Partner* e il *Limited Partner*. Il GP¹¹ di solito sono società specializzate in *private equity* e i loro compiti sono quelli di avviare e amministrare il fondo, selezionare e gestire gli investimenti, e quindi rapportarsi con i *Limited Partner*, i quali forniscono il capitale al fondo.

¹¹ Notazione utilizzata per indicare *General Partner*

Le due figure accettano termini di investimento specifici definiti all'interno di un accordo di *limited partnership* (LPA), nel quale viene distinto il livello di rischio. Infatti, i LPs¹² sono limitatamente responsabili all'importo investito nel fondo invece i GPs sono illimitatamente responsabili, cioè sono tenuti a rispondere di eventuali debiti e obbligazioni tramite il proprio patrimonio. Inoltre, nel contratto stipulato figurano anche il ritorno sull'investimento e i costi operativi del fondo.

Il *general partner* solitamente non è una persona fisica, bensì un'entità giuridica e nella maggior parte dei casi è strutturato come una società a responsabilità limitata perché consente ai gestori del fondo di limitare la loro responsabilità illimitata ai soli attivi detenuti dalla società, proteggendo il patrimonio personale. Esso, oltre a detenere i diritti decisionali, viene compensato sia da una parte fissa che da una parte variabile, rispettivamente la *management fee* e *carried interest*. L'ammontare della *management fee* è compreso tra l'1% e il 2% del capitale complessivo del fondo, anche detto *Assets Under Management* (AUM), ed essa è la parte fissa perché viene corrisposta al GP indipendentemente dal rendimento del fondo, ma ha anche la funzione di ricoprire le spese operative come stipendi, consulenze e attività di *due diligence*. Nei primi anni del fondo, la *fee* viene calcolata sul capitale impegnato dai LP, il cosiddetto *committed capital*, mentre gli anni successivi il calcolo si basa sul capitale effettivamente investito definito come *invested capital*. Invece, il *carried interest* rappresenta una percentuale dei profitti generati dal fondo e può arrivare fino al 15% o 20% dei profitti lordi eccedenti e questa somma ha una funzione incentivante in quanto allinea l'interesse del GP con quello degli investitori, limitando comportamenti opportunistici. La distribuzione dei profitti segue un meccanismo a cascata.

Secondo un *ranking* stilato da *Private Equity International* (PEI 300) i principali *General Partners* in termini di capitali raccolti tra il 2020 e il 2024 sono raffigurati in Figura 3:

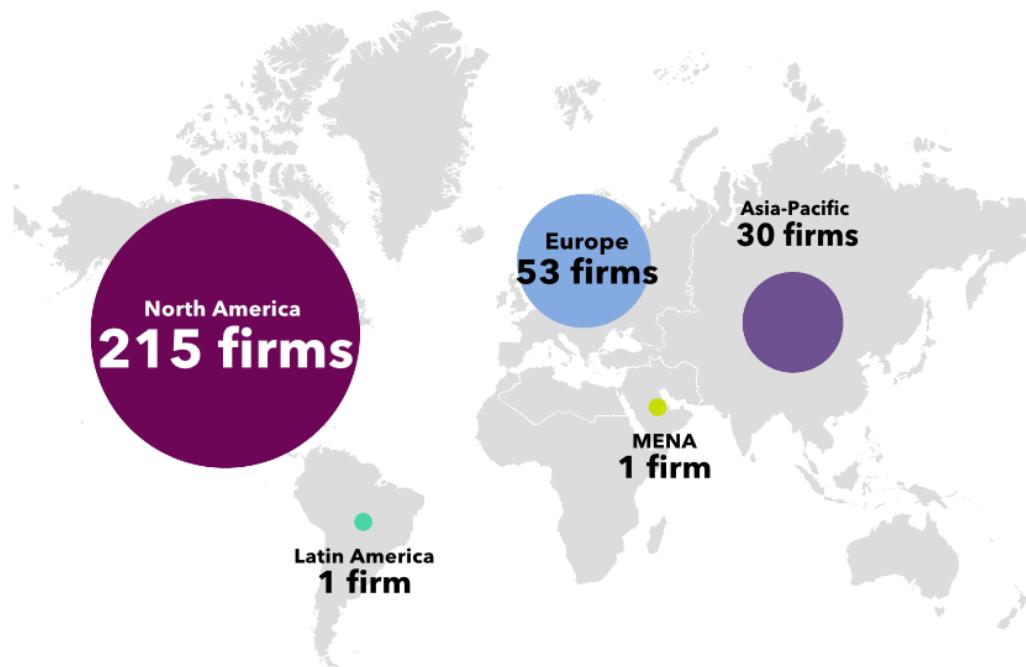
¹² Notazione utilizzata per indicare *Limited Partner*

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

2025	2024	Fund manager	Five-year fundraising total (\$m)	Headquarters
1 ▲	2	KKR	117,889	New York
2 ▲	3	EQT	113,257	Stockholm
3 ▽	1	Blackstone	95,721	New York
4 ▲	7	Thoma Bravo	88,181	Chicago
5 ◀▷	5	TPG	72,584	San Francisco
6 ▽	4	CVC Capital Partners	72,465	Luxembourg
7 ▲	10	Hg	72,462	London
8 ▲	13	Hellman & Friedman	50,215	San Francisco
9 ▲	11	Clayton, Dubilier & Rice	49,784	New York
10 ▲	22	Insight Partners	48,163	New York

Figura 3 - Classifica dei 10 maggiori gestori di fondi di Private Equity nel 2025 per raccolta fondi quinquennale (\$m)

Inoltre, il *Private Equity International* illustra una netta disparità geografica (Figura 4) per quanto riguarda i gestori dei fondi, i quali sono per lo più collocati in Nord America, in particolare il 72% dei fondi operanti nel settore hanno sede in America del Nord.



Source: Private Equity International

Figura 4 – Distribuzione geografica dei gestori di fondi di Private Equity per Area (numero di società)

Invece, i *limited partner* sono gli investitori che contribuiscono con capitale proprio in cambio di una quota proporzionale dei profitti generati, in quanto “*limited*” non partecipano alla gestione operativa del fondo e quindi vengono definiti investitori passivi. Sebbene questa

limitazione, i LPs mantengono alcuni diritti fondamentali come quello di approvare modifiche sostanziali al piano di investimento o alla struttura del fondo e quello di accedere a documenti finanziari, in quanto devono essere sempre informati. Per quanto riguarda il compenso, i LPs ricevono la quota proporzionale dei profitti generati al fondo, al netto della *management fee* e del *carried interest* riconosciuto al GP. In sostanza, il fondo prima di ricevere qualsiasi *performance fee* deve restituire integralmente il capitale investito dai *limited partners* e garantire un rendimento minimo prefissato nel caso in cui nel contratto LPA venga negoziato l'*hurdle rate*, il quale ammonta tipicamente tra il 6% e 8%. Tali profitti si concretizzano o durante la fase di uscita del fondo, quindi tramite un'eventuale *capital gain*, oppure tramite dividendi distribuiti dalle imprese gestite dal fondo ma solo se sono previsti. Secondo il lavoro pubblicato da Metrick e Yasuda (2009), mentre nei fondi *top performer* la maggior parte dei guadagni del GP deriva dal *carried interest*, nei fondi mediocri gran parte dei compensi proviene dalla *management fee*, evidenziando l'eterogeneità nella struttura dei fondi e l'importanza di un modello di compensi ben allineato.

I principali *limited partner* in Italia che forniscono capitali sono in ordine di capitali: fondi pensione e casse di provvidenza, il settore pubblico, fondi di fondi privati e assicurazioni. In Figura 5, il rapporto AIFI-PwC rivela un quadro dinamico delle fonti di capitale che alimentano i fondi di *private equity*.

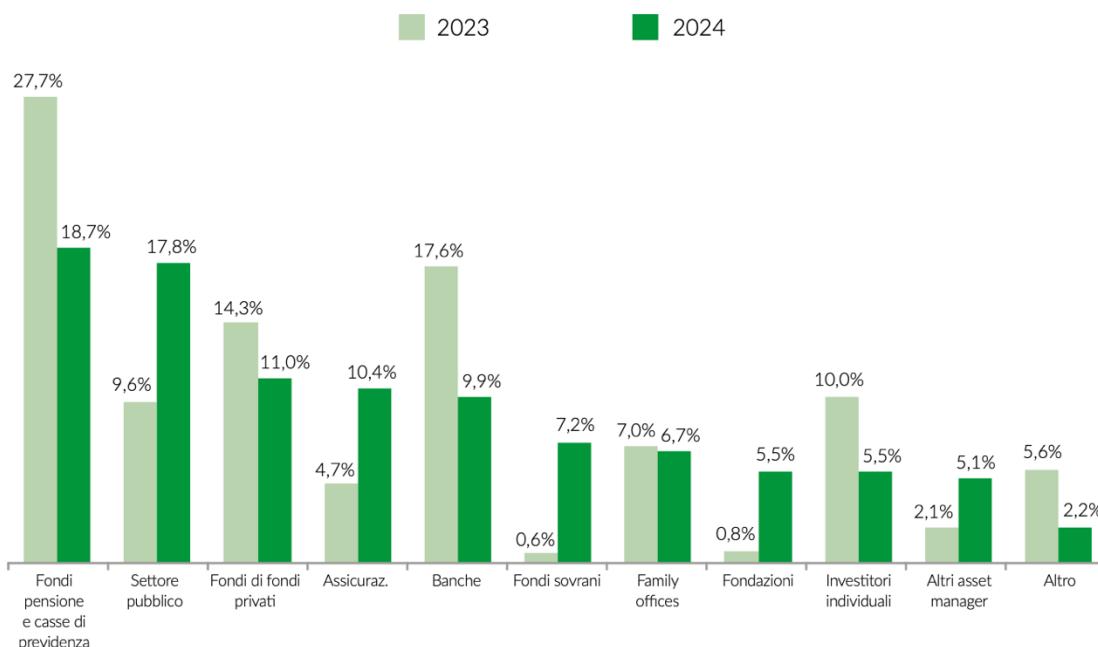


Figura 5 - Composizione Percentuale dei Sottoscrittori di Fondi di Private Equity per Categoria di Investitore (2023 vs 2024)

1.4. Ciclo di vita dell'investimento

Per comprendere appieno il funzionamento di un fondo di *private equity* è necessario analizzare il suo ciclo di vita. Innanzitutto, a differenza dei veicoli di investimenti aperti, come ETF o fondi comuni quotati, tali fondi hanno una durata determinata e finita che solitamente pari a dieci anni, nonostante poi ci sia la possibilità di prorogare al fine di massimizzare l'investimento, ma massimo uno o due anni. Tale caratteristica riflette la natura dello strumento finanziario, cioè che il capitale raccolto dagli investitori non è destinato ad una gestione liquida e continua, bensì ad un impiego mirato grazie alla strategia precisa del fondo; infatti, le partecipazioni nella società durano il tempo necessario per sfruttare il potenziale inespresso della società acquisita. Tale struttura temporale rappresenta un vantaggio per il fondo perché essa impone disciplina nell'impiego del capitale e costringe a concentrare gli sforzi sulla creazione di valore nelle società partecipate in un determinato lasso di tempo.

Il ciclo di vita è disciplinato dal *Limited Partnership Agreement*, che stabilisce proprio le regole del veicolo di investimento, dalla durata del periodo di investimento ai meccanismi di *capital call*, dalla struttura delle commissioni alla cosiddetta “*waterfall*” di distribuzione dei proventi. Si possono identificare cinque fasi principali elencate in Figura 6.

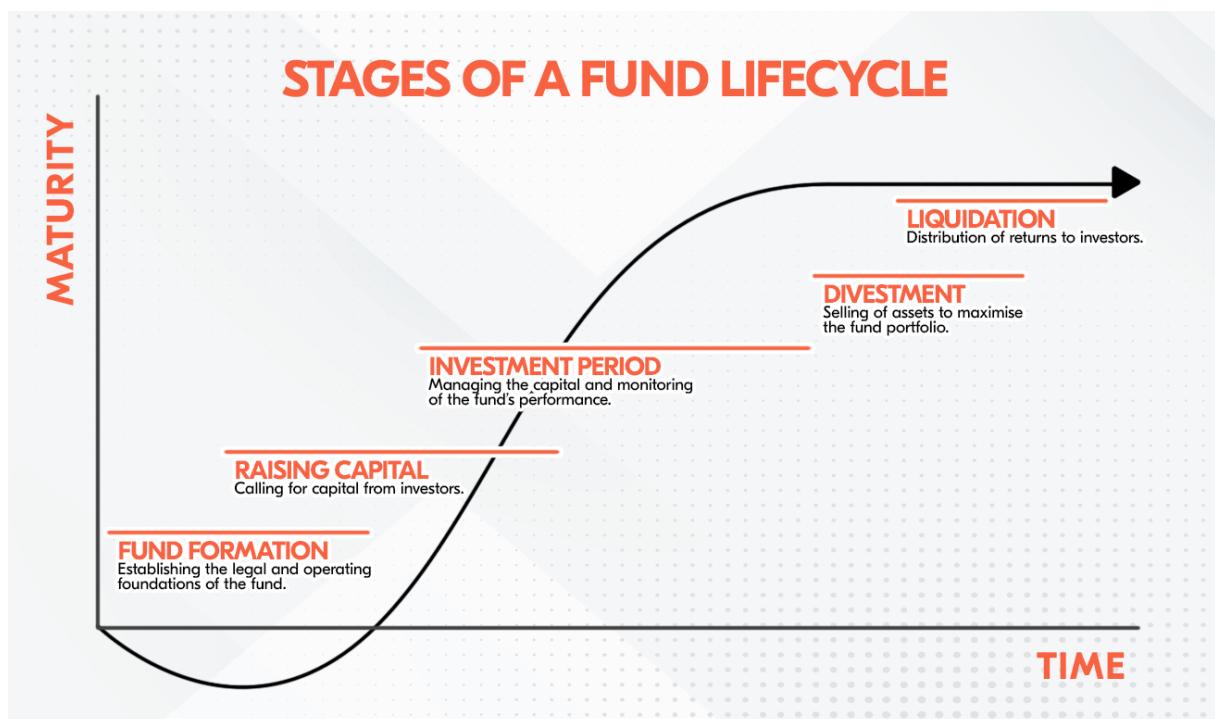


Figura 6 - Le fasi del ciclo di vita di un fondo di investimento in relazione a tempo e maturità

1) Fund Formation

La formazione del fondo è la fase in cui la società di PE sviluppa una strategia chiara in base all'evoluzione del mercato, della situazione geopolitica e dalla volontà della società. In questa fase è necessario preparare tutti i documenti obbligatori al fine di creare la società in accomandita e rispettare i requisiti di legge, tali documenti sono: il Memorandum privato di collocamento (PPM), il *Due Diligence Questionnaire* (DDQ) e il *Pitch Deck*. Il PPM delinea i termini dell'offerta di titoli e ne permette legalmente la vendita agli investitori. Al suo interno devono essere presenti le informazioni chiavi del fondo, cioè la struttura organizzativa, la strategia, i rischi dell'investimento e gli aspetti legali e regolamentari. Invece, il DDQ è uno strumento standardizzato dall'ILPA che permette di semplificare il processo di valutazione dei fondi da parte degli investitori, i quali lo utilizzano proprio per raccogliere informazioni riguardanti la strategia, *team*, *performance* storiche e altri fattori rilevanti. Questo documento è stato standardizzato dall'associazione al fine di ridurre l'onere amministrativo per i GP e LP. Infine, il *pitch deck* è un documento redatto per attrarre i potenziali investitori, in cui deve emergere la visione imprenditoriale del fondo per validare il *business model* agli occhi dei futuri LPs. Generalmente, tale documento contiene la spiegazione del modello di *business*, l'analisi di mercato, la presentazione dei punti di forza del *team*, che sono solitamente affiancate dallo storico di esso, utilizzando i precedenti IRR raggiunti, e le proiezioni finanziarie. Nel complesso, la fase di formazione del fondo stabilisce gli aspetti fondamentali necessari affinché il fondo possa diventare operativo.

2) Raising Capital

In questa fase, i GPs inizieranno a promuovere il fondo e raccogliere capitale dagli investitori, in conformità con i documenti d'offerta del fondo. Il primo *step* è quello di identificare i potenziali LPs cioè coloro che hanno interessi comuni al fondo e che risultino idonei per i GPs. Questa fase viene chiamata l'*investor roadshow*, durante il quale il fondo viene presentato a molti potenziali investitori. Durante questa fase vengono utilizzati i documenti predisposti nella fase di costituzione del fondo e viene redatto il *Limited Partnership Agreement*, che definisce le modalità con cui il gestore del fondo effettuerà i *capital calls*, ossia le richieste del GP agli LP di versare il capitale promesso. I gestori possono effettuare più chiusure per lo stesso fondo, cioè possono prima porre un obiettivo di raccolta, che si finalizzerà nel *first close*, e

poi però iniziare a ricercare nuovi fondi e quindi raccogliere nuovo capitale fino al *final close*. Generalmente, il *first close* consente al gestore di coprire le spese di gestione del fondo.

Secondo il rapporto “*Investing in Europe: Private Equity Activity 2024*” pubblicato da Invest Europe nel 2024 complessivamente è stato raccolto 120 miliardi di euro attraverso 817 fondi, come mostrato in Figura 7. La distribuzione per tipologia di investitori evidenzia che i principali contributori sono stati i fondi pensione (19%), seguiti dai fondi di fondi¹³ (16%), dalle agenzie governative (9%) e dagli investitori privati (8%). I paesi che contribuiscono maggiormente alla raccolta dei fondi europei sono: Francia, Paesi Bassi, Danimarca, Lussemburgo che complessivamente rappresentano il 29.6% del capitale.

Fundraising at a glance

Europe - Incremental amount raised during the year



Source: Invest Europe / EDC. NB: Buyout includes turnaround/rescue and replacement capital funds

Figura 7 - Raccolta fondi annuale in Europa (2009-2023): ripartizione per strategia di investimento (€ miliardi)

3) Investment Period

Durante la fase di investimento, la società di *private equity* diventa GP e inizia a lavorare per conto degli investitori, fino a questo momento la società non era ancora capitalizzata e di conseguenza la società di PE che crea il fondo non ha ancora ricevuto nessun compenso. Quindi il GP inizia a ricercare attivamente potenziali investimenti, attuano le strategie di gestione del portafoglio e inizia la cosiddetta *deal sourcing*. Nel momento in cui il fondo riesce

¹³ Veicoli di investimento che raccolgono capitale dagli investitori per investirlo non direttamente in aziende, ma in altri fondi di private equity.

a trovare dei potenziali investimenti, questi vengono sottoposti alla *due diligence*, la quale si articola in tre fasi: l'analisi finanziaria, la *due diligence* operativa e quella legale. Quando tale processo è concluso e la società risulta idonea, inizia il periodo di negoziazione tra il GP e l'azienda *target*. Nel caso in cui i termini soddisfino entrambe le parti, i *general partner* contratteranno con i *limited* chiedendo loro di trasferire una determinata quantità di capitale, i cosiddetti *capital calls*, per poter coprire l'investimento. Una volta ultimato il contratto tra la società *target* e il fondo, quest'ultimo entrerà nel periodo di detenzione durante il quale il GP assume un ruolo attivo per creare valore aggiunto. Tale creazione di valore può essere raggiunta tramite diverse strategie e ciò dipende dalla filosofia del fondo. Secondo l'indagine condotta da Gain.pro (2025) la principale strategia utilizzata dai fondi è la crescita dei ricavi che consiste nell'aumentare le *performance* finanziarie di aziende sottoperformate tramite l'identificazione di opportunità inesplorate, come ad esempio l'espansione in nuovi mercati, sviluppo di nuovi prodotti e l'adozione di nuove strategie di *marketing*. Essa rappresenta il 54% della creazione di valore. Dopodiché, il 14% è rappresentato dall'espansione del margine sul EBITDA, che consiste nel miglioramento della redditività operativa, ad esempio, riducendo i costi operativi attraverso la ristrutturazione dell'azienda e la dismissione di attività non *core*. Infine, il 32% della creazione del valore è rappresentata dall'espansione del multiplo, che aumenta il valore dell'azienda rispetto agli utili migliorando la percezione di mercato e riducendo il rischio percepito. In figura è rappresentata la distribuzione dei dati secondo l'indagine. Tutto mostrato in Figura 8.

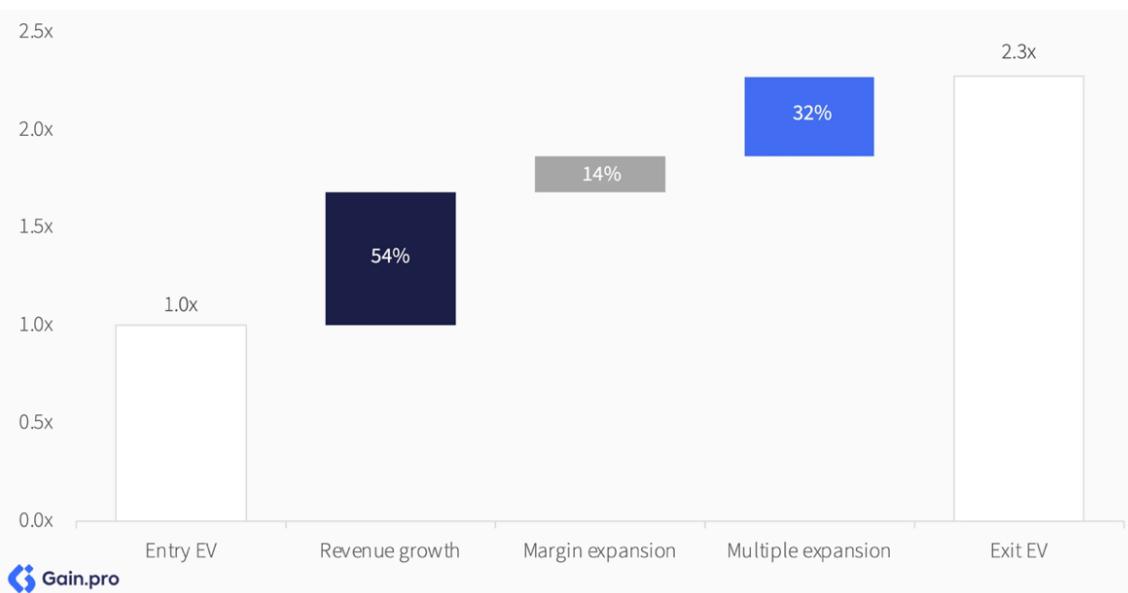


Figura 8 - Fattori determinanti della creazione di valore media nelle operazioni di private equity

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

In sintesi, il periodo di investimento è il fulcro dell'attività del fondo durante il quale il capitale raccolto viene utilizzato per creare valore e ciò è reso possibile dall'abilità del *general partner* nel gestire strategicamente tutte le attività del portafoglio e in genere dura tra i cinque e sei anni.

Secondo il rapporto “Investing in Europe: Private Equity Activity 2024” pubblicato da Invest Europe nel 2024 l’ammontare complessivo di capitale proprio investito nelle imprese europee è stato pari a 126 miliardi di euro in 8353 aziende. Di questo numero di compagnie, il 32.7 % fanno parte del settore ICT, il 17.1% in *Biotech & healthcare* e circa il 15% sia per *Business products and services* che per *Consumer goods and services*. In questi dati le SMEs (Small & Medium Enterprises) hanno una particolare rilevanza; infatti, l’83% di queste aziende *target* sono SMEs e rappresentano il 29% del capitale investito. Dati raffigurati in Figura 9.



Figura 9 - Statistiche di mercato degli investimenti in Europa (2009-2023): ammontare e numero di aziende

4) Divestment

Nella fase di disinvestimento, il fondo non può raccogliere ulteriore capitale e continua nella gestione degli investimenti esistenti fino alla vendita dell’asset nel momento in cui si ritiene che l’investimento abbia raggiunto un livello tale da garantire un tasso di rendimento soddisfacente. I gestori dei fondi valutano anche il tempismo di questa scelta ed è cruciale per far sì che la vendita avvenga nel momento ottimale per massimizzare i profitti. Le tipologie di uscita sono molteplici e verranno presentate in maggior dettagli nel capitolo 3 ma in sintesi le

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

principali sono: IPO, *Trade sales*, MBO, *Secondary Buyout* o liquidazione. Quindi una volta che il *general partner* inizia ad uscire dagli investimenti la liquidità verrà rilasciata al fondo e verrà seguentemente ridistribuita ai LPs e ai GPs secondo un calendario di pagamenti *waterfall* definito nel LPA ed è strutturato nella seguente maniera (*waterfall europea*): al primo livello ci sono i LPs che verranno ricompensati dell'intero importo investito; al secondo livello, la redistribuzione avviene per coprire il rendimento preferenziale dei LPs (in genere l'8%); al terzo livello, il *carried interest* dovuto ai GP; all'ultimo livello, il rimanente viene distribuito 80% ai LPs e 20% ai GPs. Inoltre, si distinguono due cascate: quella americana e quella europea che si differenziano per quanto riguarda il momento in cui i GP ricevono la loro *carried interest*; infatti, nella cascata europea i GP percepiscono la loro somma solo dopo che i LPs hanno recuperato l'intera somma del capitale investito (primo livello) più *l'hurdle rate* (secondo livello). Invece, nella cascata americana i GPs ricevono i *carried interest* secondo una logica di *deal-by-deal*, cioè percepiscono la loro quota man mano che ciascun investimento genera ritorni positivi, senza aspettare la remunerazione dei LPs.

Secondo il rapporto “Investing in Europe: Private Equity Activity 2024” pubblicato da Invest Europe nel 2024 i disinvestimenti hanno raggiunto un valore complessivo di 46 miliardi di euro e ben 3517 imprese sono state oggetto di disinvestimento. La tipologia di exit più utilizzata è stata la vendita ad un'altra società di private equity (44%) seguita dal trade sale (23%). Il periodo medio di detenzione di attesta intorno ai 6,1 anni, dati raffigurati in Figura 10.



Source: Invest Europe / EDC. NB: Other includes Turnaround/Rescue and Replacement capital

Figura 10 -Statistiche di mercato dei disinvestimenti in Europa (2009-2023): ammontare e numero di aziende

5) *Liquidation*

Infine, la fase di liquidazione del fondo segna la conclusione del ciclo di vita di un fondo ed è il momento in cui tutti gli investimenti vengono dismessi e i proventi distribuiti. Se non si porta a termine l'uscita da tutti gli investimenti entro la durata prevista del fondo, le attività rimanenti generalmente vengono vendute a fondi secondari specializzati nella gestione di tali attività.

1.5. Ruolo dei fondi PE nel mercato finanziario

I fondi di *private equity* rappresentano una fonte di finanziamento alternativa e complementare ai canali tradizionali, come il credito bancario o i mercati azionari. Il loro ruolo principale è quello di fornire capitali a imprese private ed è particolarmente importante per le PMI e le *start-up*, dal momento in cui possono accedere ai fondi nonostante la mancanza di *asset* come garanzia, che invece sarebbero necessari per ottenere finanziamenti dalle banche tradizionali. Le imprese che possono diventare *target* di un fondo di *private equity* sono molto eterogenee: questo strumento, infatti, può intervenire in diverse fasi del ciclo di vita aziendale, e a ciascuna di esse corrisponde una specifica tipologia di investimento. Inoltre, la letteratura economica ha messo in evidenza come i fondi svolgano un ruolo centrale nel mercato finanziario, ma non solo come meri fornitori di capitali ma anche come intermediari capaci di ridurre problemi informativi e di *governance*. Tali fondi, attraverso attività di *venture capital* e operazioni di *buyout*, si affermano come strumenti istituzionali fondamentali per colmare i fallimenti di mercato legati all'informazione asimmetrica e ai conflitti di agenzia, migliorando l'allocazione del capitale, disciplinando i manager e portando efficienza al sistema finanziario.

Nel lavoro di Chen (1983) si afferma proprio come questi fondi possano evitare che gli investitori incappino nel *lemons problem*¹⁴, cioè non riuscire a distinguere un progetto di alta qualità da uno di bassa. In un mercato caratterizzato da asimmetrie informative e costi di ricerca, i fondi di PE emergono come intermediari capaci di sostituirsi per svolgere i processi

¹⁴ Concetto introdotto da George A. Akerlof nel suo articolo “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, pubblicato nel 1970. L'autore mostra come l'asimmetria informativa tra venditori e acquirenti possa condurre a fenomeni di selezione avversa e al fallimento del mercato.

di *screening*, monitoraggio e accompagnamento strategico in modo tale da migliorare l'allocazione delle risorse e quindi migliorare il benessere complessivo degli investitori. In sintesi, i fondi di PE sono agenti informati e ciò permette agli investitori non informati di partecipare con maggiore fiducia. Tale intuizione è stata ulteriormente formalizzata dal lavoro di Campello e Da Matta (2010) che analizzano la struttura di compenso dei fondi in modo tale da dimostrare che gli incentivi dei gestori sono allineati con quelli degli investitori e quindi questi fondi impattano sull'efficienza del mercato. In particolare, la qualità dello *screening* è influenzata dalle informazioni, dagli incentivi e dai profitti e grazie ai meccanismi come *carried interest, management fees* i gestori sono motivati a selezionare per gli investitori i progetti più promettenti. In sintesi, i fondi di *private equity* fungono da intermediari informati che, grazie a un'efficace combinazione di *screening*, monitoraggio e incentivi allineati, trasformano le asimmetrie informative in opportunità di allocazione efficiente del capitale, riducendo il rischio di errori di selezione e migliorando il rendimento atteso degli investimenti.

Ma anche altri enti svolgono il ruolo di intermediari finanziari, come ad esempio le banche, nonostante ciò, il *private equity* è riuscito ad inserirsi nel mercato grazie alle caratteristiche che differiscono dal *bank financing*. Le differenze strutturali riguardano la natura della fonte, la remunerazione e il rischio per ambe le parti coinvolte. Il credito bancario è un debito, quindi una somma prestata con l'obbligo di restituzione con interessi e il rischio di insolvenza grava principalmente sull'imprenditore, che deve fornire garanzie reali o personali e garantire flussi di cassa sufficienti a rispettare le scadenze. L'obiettivo della banca è quindi la tutela del capitale prestato, non la partecipazione al successo dell'impresa. Mentre il capitale di rischio è una somma propria dell'investitore e non esiste un obbligo di restituzione perché esso si remunererà attraverso dividendi futuri o *capital gain* al momento della cessione della quota. Il rischio non grava unicamente sull'imprenditore, ma viene condiviso. Ueda (2004) ha analizzato le ragioni per cui alcune *startup* si affidano alle banche e altre invece al *private equity*, in particolare il *venture capital*. Il modello proposto evidenzia che il VC ha una capacità superiore rispetto alla banca nel valutare il progetto imprenditoriale perché le banche tradizionali valutano progetti più standardizzati e sicuri, mentre i fondi hanno un *team* di esperti del settore e sono disposti ad accettare un maggiore rischio. Quindi lo studio evidenzia come il VC sia più efficiente delle banche nel finanziare progetti ad alto rischio, ma la sua efficacia dipende dalla struttura degli incentivi e dal livello di protezione della proprietà intellettuale. Infatti, la scelta tra le due

opzioni non dipende unicamente dalle caratteristiche intrinseche dell'impresa, ma è fortemente influenzata anche dal contesto istituzionale e normativo. In particolare, la presenza di una solida protezione della proprietà intellettuale rappresenta un fattore determinante: laddove brevetti e diritti siano tutelati in maniera efficace, gli imprenditori sono maggiormente incentivati a rivolgersi al capitale di rischio, poiché possono condividere informazioni sensibili con i finanziatori senza il timore che vengano imitate o sottratte. Al contrario, in ambienti in cui la tutela legale è debole, l'opzione bancaria tende a prevalere, in quanto le imprese preferiscono ridurre il rischio di espropriazione. In sintesi, mentre le banche privilegiano sicurezza e standardizzazione, il *private equity*, grazie a competenze settoriali e sistemi di incentivi allineati, emerge come la forma più efficiente di finanziamento per progetti innovativi ad alto rischio, permettendo un'allocazione più efficace del capitale in segmenti di mercato altrimenti non serviti.

Oltre a questo ruolo di intermediazione informata, i fondi di PE intervengono attivamente nella *governance* delle imprese e disciplinano l'operato del *manager*. In particolare, attraverso le operazioni di *leveraged buyout*, infatti l'elevato ricorso al debito impone dei vincoli stringenti all'utilizzo dei flussi di cassa e limita la possibilità che l'operato dei *manager* sia finalizzato solo alla massimizzazione dei propri benefici privati. Nel 1986, Micheal C. Jensen introdusse proprio il concetto del costo di agenzia del *free cash flow* (Jensen, 1986) e il paper sostiene che i *free cash flow* non distribuiti siano una delle principali cause di inefficienza per una società matura, perché rappresentano una fonte di conflitto tra azionisti e *manager*, dove i primi vorrebbero che venissero utilizzati per i dividendi, mentre i secondi preferirebbero reinvestire, anche in progetti con VAN¹⁵ negativo, in modo tale da massimizzare i benefici privati. Inoltre, l'autore individua nei *takeover*¹⁶ un ulteriore meccanismo di *governance* volto a ridurre i conflitti tra azionisti e *management*. Infatti, la possibilità che un'impresa venga acquisita da soggetti esterni rappresenta una minaccia disciplinante: se i *manager* non impiegano i *free cash flow* nell'interesse degli azionisti, ma li destinano a investimenti poco redditizi per massimizzare i propri benefici privati, gli investitori esterni hanno un incentivo a subentrare nella gestione attraverso un'acquisizione, riorientando le politiche aziendali verso una maggiore efficienza. Quindi l'uso strategico del debito obbliga i *manager* a distribuire i flussi di cassa eccedenti per

¹⁵ Valore Attuale Netto e si intende il valore attuale dei flussi di cassa operativi che il progetto genera.

¹⁶ In particolare, nelle scalate ostili cioè quando il nuovo acquirente ha intenzione di sottrarre il controllo della società ai vertici attuali.

onorare gli interessi e i rimborsi e per evitare le scalate ostili. Tuttavia, la letteratura successiva ha ampliato questa prospettiva. In particolare, Kaplan e Strömberg (2009), nel lavoro *"Leveraged Buyouts and Private Equity"*, sottolineano che l'efficacia degli LBO non dipende unicamente dalla leva finanziaria, ma da un insieme più articolato di meccanismi: contratti che combinano incentivi e *governance*, monitoraggio attivo da parte degli investitori e un coinvolgimento diretto nella strategia e nelle operazioni aziendali. In questo senso, i fondi di *private equity* non si limitano a disciplinare i *manager*, ma esercitano un'influenza sistematica sull'allocazione del capitale e sull'efficienza complessiva del mercato.

A questa visione si aggiunge un'ulteriore e cruciale interpretazione legata alla struttura del fondo. Axelson et al. (2009), nel loro articolo *"Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds"*, propongono un modello in cui l'elevata leva finanziaria nel *buyout* non serve primariamente a disciplinare il *management* del *target*, bensì a mitigare i conflitti di agenzia tra i GP e gli LP. In questo quadro, la leva funge da duplice meccanismo di disciplina che supporta la struttura contrattuale interna del fondo:

1. Disciplina interna, infatti il fatto che il compenso dei GP sia legato alla *performance* aggregata del fondo e non al singolo *deal*, incentiva i GP a evitare investimenti a VAN negativo, per non "contaminare" i ritorni degli affari positivi, come affermato da Jensen (1986);
2. Disciplina esterna, perché l'utilizzo del debito *deal-by-deal* è un complemento fondamentale. Questo debito, essendo vincolato alle condizioni del mercato creditizio, si rende meno disponibile, o più costoso, in periodi di crisi economiche o quando la qualità dei progetti è incerta. Tale meccanismo limita la libertà dei GP di investire in progetti di scarsa qualità (*"go for broke"*) quando le condizioni sono sfavorevoli, prevenendo così il sovrainvestimento che altrimenti i GP sarebbero incentivati a fare, data la natura opzionale del loro compenso.

In sostanza, il paper di Axelson et al. suggerisce che la leva finanziaria, oltre ai suoi noti benefici fiscali e disciplinari a livello aziendale (Jensen, 1986), è un elemento contrattuale ottimale che, interagendo con i cicli del credito, vincola le scelte di investimento del GP e contribuisce a massimizzare il valore del fondo per gli investitori.

1.5.1. Panoramica del settore

Un ulteriore segnale che dimostra il ruolo sempre più centrale del settore nel mercato finanziario è la cifra degli Asset Under Management che nel 2024 ammonta a 9,2 trilioni di dollari e rappresentano circa il 6% dei AUM¹⁷ globali. Un gran passo avanti rispetto a 20 anni fa, quando rappresentava circa il 1,2% con quasi 1 trilione di dollari. Secondo il rapporto “McKinsey Global Private Markets Report 2025”, dal 2019 alla prima metà del 2024, gli AUM del settore considerato sono cresciuti a un tasso annuo composto (CAGR) del 13,6%, nonostante una brusca decelerata dal 2022, causata dall’innalzamento dei tassi di interesse, passati da 0.1% nel 2021 a 5.1% nel 2024, e dall’aumento dell’inflazione. Dati apprezzabili in Figura 11.

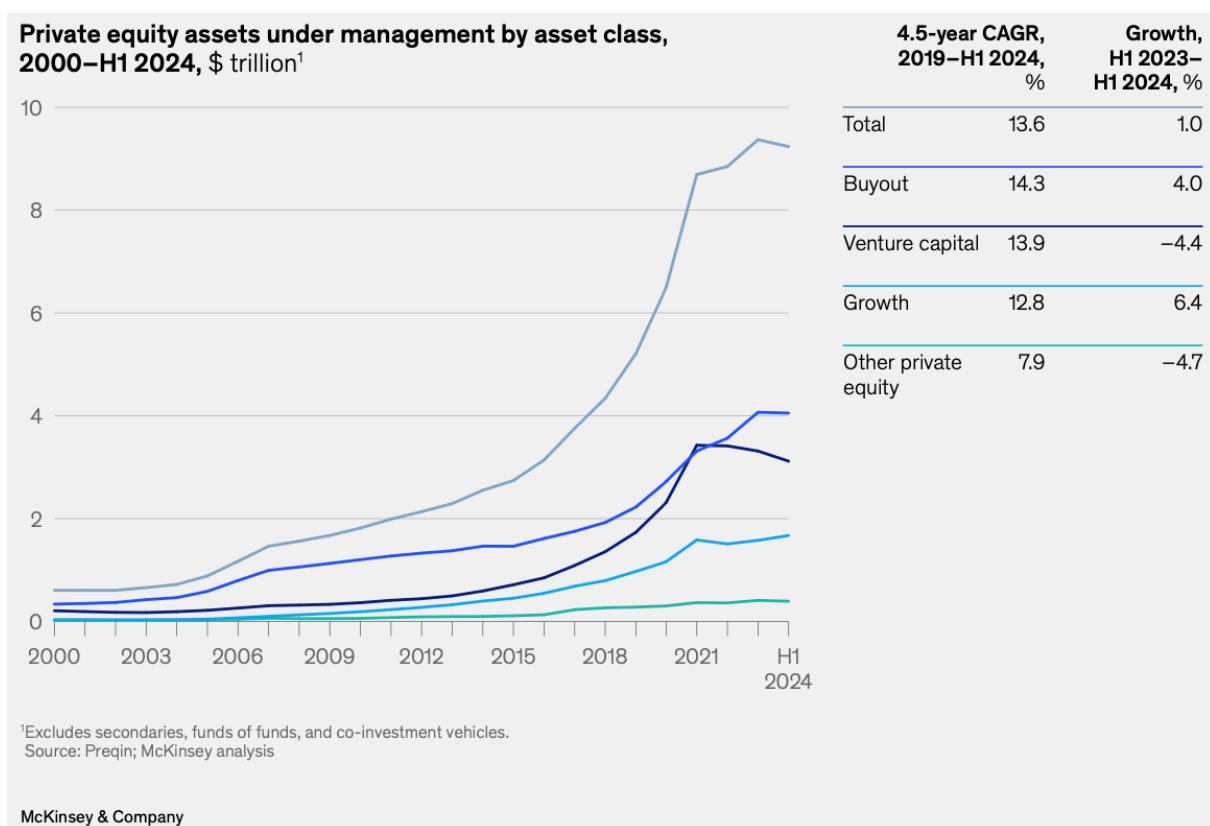


Figura 11 - Andamento degli asset in gestione (AUM) nel private equity per classe di attivo, 2000 – h1 2024 (\$ trilioni)

Per questi motivi, in Figura 12 si osserva una diminuzione sia del valore totale delle transazioni completate negli anni (*Global private equity deal value*) sia del numero totale di transazioni

¹⁷ Notazione utilizzata per indicare gli Asset Under Management

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

(*Global private equity deal count*). Tuttavia, il primo valore ha registrato una ripresa grazie alla stabilizzazione dei tassi di interesse e alla riduzione dell'inflazione avvenuti nel 2024, risultato riconducibile, almeno in parte, agli effetti delle politiche monetarie implementate dalle autorità centrali. Lo stesso *trend* viene riscontrato per quanto riguarda il numero di fondi operanti nel settore, che è passato da quasi 5000 nel 2021 a 1500 nel 2024, e oltre alla diminuzione nel numero totale si è potuto apprezzare anche un rallentamento nell'attività di raccolti fondi sempre negli periodi di anni considerati prima. Eccezione fatta per il segmento *mid-market*, cioè fondi di dimensione comprese tra 1 e 5 miliardi, in cui l'attività ha registrato un lieve aumento (0.5%).

Private equity deal value increased 14 percent after two years of decline.



¹Includes private equity buyout and leveraged buyout (add-on, asset acquisition, carve-out, corporate divestiture, debt conversion, distressed acquisition, management buyout, management buy-in, privatization, recapitalization, public-to-private transaction, and secondary buyout), PE growth and expansion (recapitalization, dividend recapitalization, and leveraged recapitalization), platform creation, and funding in angel stage, seed round, early-stage venture capital (VC), and later-stage VC, as well as restart of funding stages.

Source: PitchBook

Tra tutte le strategie di *private equity*, quella che ha subito il maggior crollo è stata il *venture capital*. Durante il boom del 2020-2021, le valutazioni delle *startup* e delle aziende tecnologiche, focus principale del VC, erano aumentate in modo esponenziale, creando un contesto di mercato molto favorevole. Con il successivo cambiamento del contesto macroeconomico, il mercato ha subito una correzione drastica, riducendo significativamente il valore di molte aziende in portafoglio ai fondi VC e incidendo negativamente sul loro patrimonio gestito. Inoltre, il mercato delle IPO e delle fusioni e acquisizioni si è notevolmente rallentato, limitando le possibilità di *exit* fondamentali per realizzare guadagni e restituire capitale agli investitori; di conseguenza, molte aziende in portafoglio sono rimaste bloccate, contribuendo alla stagnazione o al calo del loro valore e dell'AUM totale. A differenza dei fondi di *buyout*, che investono in aziende mature e consolidate, i fondi VC operano su aziende più rischiose e sensibili alle fluttuazioni di mercato, rendendoli il settore più colpito dal crollo del mercato tecnologico. A dimostrazione di ciò, ci sono i risultati registrati dalla categoria nel rapporto di McKinsey sopracitato. Infatti, il settore VC ha registrato una drastica riduzione della raccolta fondi, con un calo del 58% nel 2023 rispetto all'anno precedente e un'ulteriore diminuzione del 23-25% nel 2024, portando il totale raccolto nel 2024 a 102 miliardi di dollari, meno di un terzo rispetto ai 314 miliardi del 2022. In termini di attività di deal, il divario tra strategie di *buyout* e *venture capital* è evidente: i fondi di *buyout* hanno visto un aumento del valore delle operazioni del 15.5% nel 2024, nonostante una diminuzione marginale del numero dei deal (-1.7%), a conferma di una ripresa per le acquisizioni di aziende più mature. Al contrario, il *venture capital* ha registrato solo un aumento del 6.7% nel valore, accompagnato da una marcata riduzione del numero di operazioni (-16.9%), evidenziando le difficoltà persistenti nel chiudere nuove transazioni e le sfide globali del settore *startup*. In sintesi, il *venture capital* continua a risentire delle conseguenze di un mercato difficile, mentre la strategia di *buyout* mostra segnali di ripresa più solidi, confermando che il *private equity* non è un settore monolitico e che le diverse strategie reagiscono in modo differente alle condizioni macroeconomiche.

La Figura 13 mostra chiaramente che il settore tecnologico è stato il principale motore della crescita del PE negli ultimi anni, trainando sia il boom del 2021 sia il successivo rallentamento. Negli anni 2022-2024, il valore dei *deal* nel settore tech ha subito una significativa contrazione, riflettendo l'impatto dei tassi di interesse più alti e dell'inflazione crescente. Al contrario, altri

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

settori, come *Business products and services* e *Healthcare*, hanno mostrato una crescita più costante e un ruolo stabile nel mercato complessivo, contribuendo a sostenere il valore totale dei deal anche durante la fase di rallentamento. In sintesi, il grafico conferma che il boom del 2021 è stato guidato in gran parte dalla tecnologia, mentre la successiva correzione ha avuto un impatto sproporzionato sul *venture capital*, evidenziando l'importanza del *tech* come settore trainante nel *private equity* globale.

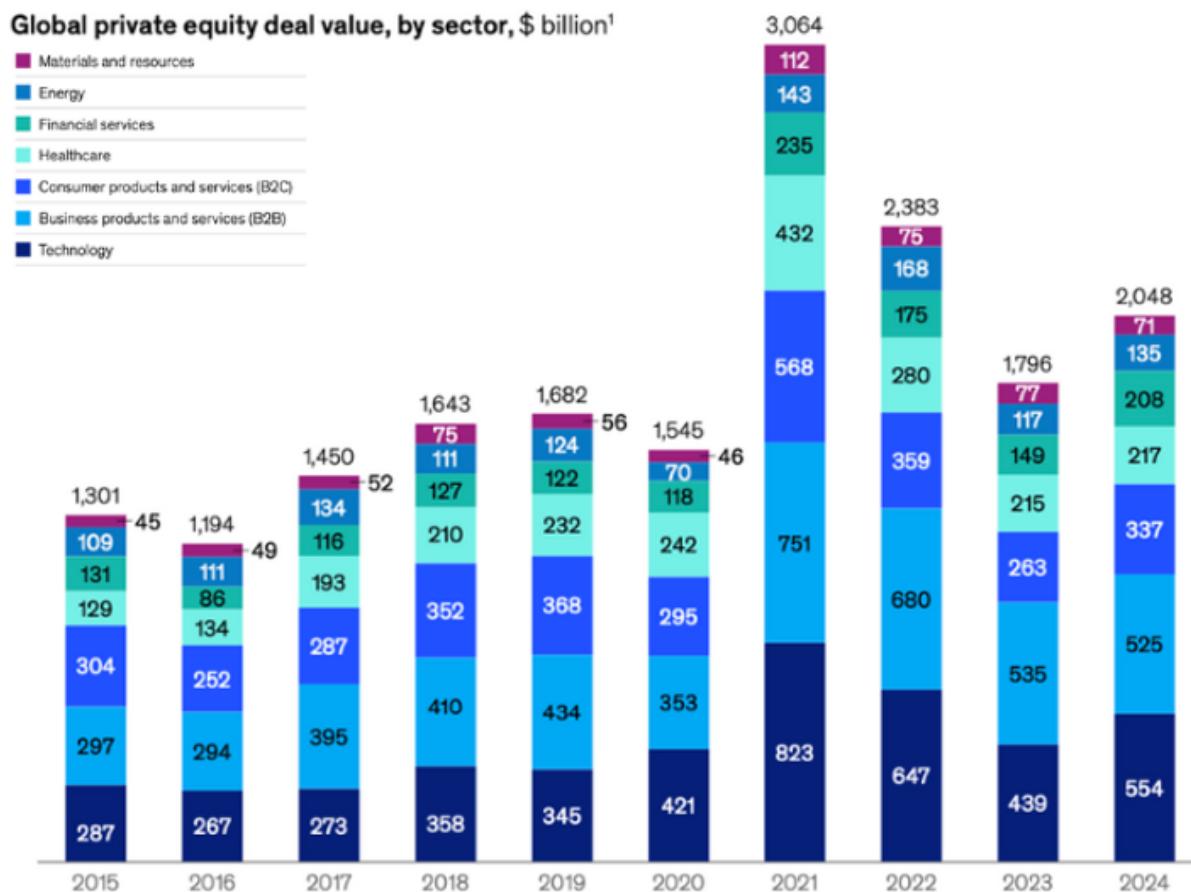


Figura 13 - Valore globale delle operazioni di private equity per settore, 2015–2023 (\$ miliardi)

1.5.2. Performance del settore

I *general partner* usano diversi indicatori per misurare le *performance* dell’investimento del fondo, ma tipicamente vengono utilizzati tassi che sono prettamente ad uso interno e il loro confronto con i rendimenti annui dei titoli porterebbe ad un errore metodologico. I principali indicatori utilizzati sono: l’IRR e il MOIC. Partendo dal più conosciuto, l’*Internal Rate of Return* è definito come il tasso di sconto che rende l’NPV (*Net Present Value*) uguale a zero. Per il calcolo si ricava dall’espressione:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1 + IRR} + \frac{C_2}{(1 + IRR)^2} + \cdots + \frac{C_T}{(1 + IRR)^T} = 0$$

Dove:

- C_0 : investimento iniziale, cioè la spesa sostenuta dal fondo per acquisire la partecipazione dell’impresa;
- C_t : flussi di cassa nei periodi successivi che vanno da i a T , che è la durata del progetto.

Oppure si può anche calcolare utilizzando direttamente questa formula:

$$IRR = \left(\frac{Equity\ Value_{EXIT}}{Equity\ Value_{ENTRY}} \right)^{1/T} - 1$$

Dove:

- $Equity\ Value_{EXIT}$ è il valore dell’*equity* quando il fondo vende la partecipazione;
- $Equity\ Value_{ENTRY}$ è il valore dell’*equity* al momento dell’acquisto, cioè il capitale investito.

Il loro rapporto è spesso definito come un altro indicatore chiamato MoM (*Money On Money*) oppure MOIC (*Multiple on Invested Capital*). L’adozione di tale misura è motivata da diversi fattori strutturali e pratici che caratterizzano il settore. Il principale è la struttura chiusa dei fondi il che significa che il capitale raccolto è vincolato nel fondo per un periodo lungo e l’IRR diventa uno strumento ideale perché restituisce un rendimento annuo equivalente che permette agli investitori di calcolare i proventi, indipendentemente dal fatto che il capitale sia vincolato per molti anni. Inoltre, viene adoperato anche perché tiene conto del *timing* dei flussi di cassa, caratteristica fondamentale per un settore in cui la raccolta dei capitali non coincide

con l'effettivo investimento di essi e quindi il tasso riesce a fornire una misura più accurata dell'efficienza dell'investimento. Nel lavoro di Misevic e Volarevic (2019) viene evidenziato che la creazione di valore di un fondo dipende da un insieme integrato di fattori strategici e operativi, ciascuno dei quali influenza l'IRR, che è utilizzato proprio per catturare tutti gli elementi che creano valore. Infatti, l'IRR è usato come *consistency ratio*¹⁸ per confrontare le performance dei fondi su orizzonti diversi, anche se i flussi di cassa sono irregolari o distribuiti in momenti diversi. Inoltre, evidenza quanto efficacemente GP trasformano i capitali dei LPs in ritorni e permette quanto di ciascun fattore, come crescita delle vendite, margine EBITDA, leva, *residuals*, contribuisca al rendimento totale. Lo studio di Graham e Harvey (2001) mostra come il 75,7% dei CFOs intervistati hanno sempre o quasi sempre utilizzato il tasso di rendimento interno come metodo di valutazione.

Nonostante ciò, in letteratura molti criticano l'utilizzo di tale strumento come metodo di valutazione per diverse ragioni, come:

- L'IRR è una misura assoluta e come tale non si aggiusta in base al rendimento del mercato o al rischio, rendendo così lo strumento non applicabile per un confronto reale con un indice pubblico;
- La metodologia utilizzata assume implicitamente che tutti i flussi di cassa intermedi vengano reinvestiti allo stesso tasso di rendimento, ipotesi irrealistica che tende a sovrastimare i rendimenti effettivi;
- In alcuni casi può non esistere o può non essere unico quando i flussi di cassa cambiano segno più volte, creando così soluzioni multiple spesso difficilmente interpretabili;
- L'IRR è altamente sensibile alla tempistica dei flussi di cassa e può essere manipolata dai gestori di fondi, che modulando deliberatamente l'entrata e l'uscita di capitali possono far apparire tassi di rendimento più elevati senza riflettere un reale miglioramento delle performance economiche del fondo;
- *Bias di sopravvivenza*: i fondi che registrano successi iniziali mostrano IRR elevati che rimangono alti anche se gli investimenti successivi performano male. Questo può far sovrastimare i rendimenti tipici del *private equity*;

¹⁸ Cioè misura quanto la performance del fondo sia coerente con gli obiettivi di rendimento attesi e Se tutti i singoli investimenti del fondo generano IRR vicino all'obiettivo del fondo, si può dire che il portafoglio è "consistente" rispetto agli obiettivi prefissati.

- L'IRR tradizionale dipende dal capitale implicito, ossia assume che tutto il capitale impegnato sia effettivamente investito e generi flussi di cassa, ma nei fondi di *private equity* spesso solo una parte del capitale fornito dagli investitori viene effettivamente utilizzata dal gestore per creare valore. Questa frazione, nota come *Capital Deployment Factor* (CDF), varia tra i fondi e può arrivare raramente al 60% durante la vita del fondo, mentre alla liquidazione si attesta generalmente tra il 15% e il 30%. (Pintado e Spichinger (2025)). Di conseguenza, per uno stesso IRR calcolato sul capitale impegnato, l'investimento parziale riduce proporzionalmente il guadagno effettivo rispetto al capitale effettivamente investito.

Di conseguenza, sono state formulate varie alternative per sostituire l'IRR, una di questa è il *Public Market Equivalent* (PME), introdotto da Kaplan e Schoar (2005) e successivamente formalizzato da Sorensen e Jagannathan (2015), che si basa solo sui flussi di cassa; infatti, confronta i *cash flows* generati dal fondo con quelli che si sarebbero ottenuti investendo le stesse somme, negli stessi momenti, in un indice di mercato di riferimento. Ciò permette un confronto diretto con l'indice pubblico che si formalizza dicendo che se il PME>1 il fondo sta sovraprestando rispetto all'indice. Ma questo confronto è valido solo sotto tre ipotesi:

1. Mercato concorrenziale e assenza di arbitraggi: ciò implica che i prezzi degli *asset* riflettono correttamente tutte le informazioni disponibili e che i rendimenti attesi degli investimenti derivano dalle condizioni di equilibrio del mercato senza possibilità di profitti privi di rischio;
2. *Benchmark* rappresentativo: l'indice scelto deve approssimare fedelmente il portafoglio complessivo di ricchezza dell'investitore, risultando coerente con le opportunità alternative di investimento disponibili;
3. Validità del CAPM¹⁹ dinamico: i flussi di cassa devono poter essere valutati tramite il modello dinamico di *asset pricing* (Rubinstein, 1976), che lega i rendimenti attesi al rischio sistematico.

La formula utilizzata per il benchmarking da parte di Pitchbook è definita così:

¹⁹ Capital Asset Pricing Model: modello che stima il rendimento atteso di un investimento in equilibrio di mercato in funzione del rischio sistematico (beta).

$$\text{PME}_{\text{KS-TVPI}, T} = \frac{\frac{\text{NAV}_T}{I_T} + \sum_{t=0}^T \left(\frac{\text{distribution}_t}{I_t} \right)}{\sum_{t=0}^T \left(\frac{\text{contribution}_t}{I_t} \right)}$$

Dove:

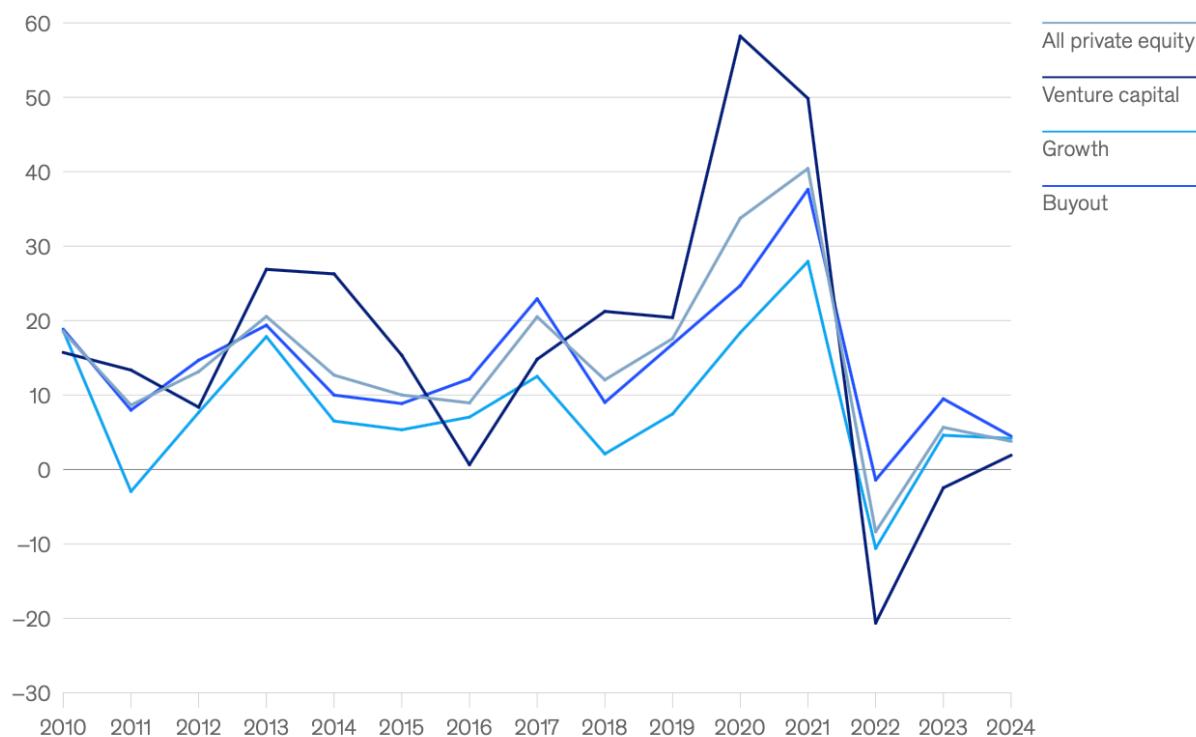
- NAV_T : Il *Net Asset Value* del fondo al tempo T . È il valore corrente degli *asset* non ancora liquidati nel portafoglio del fondo;
- I_t : Il valore dell'indice di mercato pubblico (l'indice di riferimento) al tempo t ;
- I_T : Il valore dell'indice di mercato pubblico al tempo finale T ;
- distribution_t : Le distribuzioni di capitale (i ritorni) che il fondo ha pagato agli investitori al tempo t ;
- contribution_t : I contributi di capitale (i versamenti) che gli investitori hanno effettuato al fondo al tempo t .

Nonostante venga spesso indicato come una delle misure più affidabili, anche il *Public Market Equivalent* presenta alcune limitazioni, evidenziate da Sorensen e Jagannathan (2014). In particolare, si tratta di una misura di natura *ex-post* e non *ex-ante*, dunque più adatta a valutare performance passate che a stimare opportunità future. Inoltre, il PME fornisce un valore marginale, utile per valutare piccoli investimenti aggiuntivi nel *private equity*, ma non sufficiente per decisioni di allocazione più ampie, che richiedono di considerare anche fattori come l'illiquidità e la capacità di investimento. Un ulteriore limite riguarda la scarsa flessibilità nell'aggiustare per specifiche esposizioni al rischio, ad esempio rispetto a quanto consente un modello multifattoriale come il CAPM. Infine, i risultati del PME dipendono fortemente dall'indice di riferimento utilizzato e risentono della mancanza di standardizzazione tra le diverse varianti presenti in letteratura e nella pratica.

Oltre all'IRR e al PME, sono state sviluppate altre metriche per correggere alcune delle loro limitazioni. Il MIRR (*Modified Internal Rate of Return*) corregge il problema dell'IRR tradizionale relativo all'ipotesi di reinvestimento dei flussi intermedi allo stesso tasso, reinvestendo invece i flussi positivi a un tasso realistico e attualizzando i flussi negativi a un

tasso di finanziamento; l'IMIRR (*Implicit MIRR*), adattata al *private equity*, tiene conto delle caratteristiche dei fondi chiusi, come il capitale non investito e la reinvestibilità delle distribuzioni, fornendo un'indicazione più accurata dei ritorni effettivi. Entrambe proposte dal documento redatto da Phalippou (2009). L'AIRR (*Average Internal Rate of Return*) calcola una media ponderata dei ritorni periodici, offrendo un approccio lineare e trasparente meno soggetto ai problemi di multipli IRR ed è stato proposto da Magni e Cuthbert (2018). Infine, il CDF (*Capital Deployment Factor*) non misura un rendimento in sé, ma serve a correggere le *performance* in base al capitale effettivamente investito rispetto a quello impegnato, evitando di sovrastimare i risultati nei casi in cui solo una parte del capitale raccolto viene effettivamente utilizzata e la metodologia è stata finalizzata da Pintado e Spichinger (2025). Queste metriche, pur con limiti specifici, completano l'analisi delle *performance* dei fondi di *private equity* offrendo strumenti più realistici e comparabili rispetto all'IRR tradizionale.

In sintesi, per confrontare il rendimento all'interno del settore tra i diversi fondi è ampiamente utilizzato l'IRR, invece per quanto riguarda il confronto con indici di mercato si deve ricorrere a misurazioni diverse. Secondo il *Global Private Markets Review 2025* il rendimento del PE sta continuando a diminuire dopo il picco del 2021 e sta registrando IRR ai minimi storici. Nel 2024 l'indice complessivo dell'industria si è attestato intorno ai 3.8% (come mostrato in Figura 14) e certifica la forte fase di contrazione che sta attraverso il settore, rispetto ad esempio il periodo 2000-2010 nel quale la media della performance era di circa il 14.5%. Andando nel dettaglio delle sottoclassi di attivi all'interno del PE però emergono differenze significative, infatti il *buyout* e il *growth equity* si confermano come le classi più solide, infatti il loro IRR è di rispettivamente 4.5% e 4.2%, invece il *venture capital* ha registrato la *performance* più debole con un IRR pari al 1.9%, riflettendo sia la correzione nelle valutazioni tecnologiche sia un rallentamento significativo delle *exit*, condizionato dall'incertezza macroeconomica e dai mercati dei capitali meno ricettivi alle IPO.

Private equity performance, by subasset class, 1-year pooled IRR for 2000–21 vintage funds, %¹


¹Assessed using IRR; calculated by grouping performance of 2000–21 funds during 2000–24. Some data not available for certain periods. IRR for 2024 is year to date as of September 30, 2024.

Source: MSCI

McKinsey & Company

Figura 14 - Performance del private equity per sottoclasse di attivo: IRR a 1 anno (Fondi Vintage 2000–2021)

L'analisi dei dati evidenzia come il settore si trovi attualmente a operare in un contesto meno favorevole rispetto al passato e ciò implica la riduzione tasso di rendimento interno. In particolare, come mostrato in precedenza, l'innalzamento del costo del capitale, determinato da politiche monetarie restrittive e dunque al conseguente aumento dei tassi di interesse, ha inciso in maniera sostanziale sulle operazioni dal momento in cui la convenienza del ricorso alla leva viene meno. A ciò si aggiungono altri fattori, come la minore disponibilità di debito a leva, infatti, gli istituti di credito e i mercati del capitale privato sono diventati più prudenti rendendo più difficile la chiusura di operazioni di grande scala, che in passato erano il motore del settore. Tuttavia, i dati più recenti evidenziati dal *Global Private Markets Review 2025* di McKinsey mostrano un quadro più articolato: nonostante l'innalzamento dei tassi di interesse, il valore aggregato dei *deal* ha registrato un incremento significativo (+14%), a fronte di una contrazione del numero complessivo di operazioni (-13%). Questo apparente paradosso suggerisce che, pur in un contesto caratterizzato da maggiore selettività e disciplina nell'erogazione del credito, il mercato stia conoscendo un ritorno a operazioni di dimensioni

maggiori, i *megadeals*, concentrate su *asset* di qualità elevata e con prospettive di resilienza. In tale contesto, si osserva inoltre una leggera ripresa dei multipli medi (11.9x), segnale di un rinnovato interesse competitivo per le società meglio posizionate, nonché di una progressiva stabilizzazione delle valutazioni dopo la fase correttiva che aveva caratterizzato i trimestri precedenti. Inoltre, un altro fattore è la difficoltà nei mercati delle IPO e riduzione delle attività di M&A che stanno rallentando le uscite e ciò provoca una minore distribuzione di capitali ai LP, i quali quindi saranno meno propensi ad investire e infatti, il *fundraising* del settore è diminuito. In sintesi, il *private equity* sta attraversando una fase di transizione strutturale, in cui la semplice espansione dei multipli o il ricorso alla leva non sono più sufficienti a garantire i ritorni del passato. I gestori dovranno quindi puntare sempre più su capacità operative, innovazione e un approccio attivo nella creazione di valore per mantenere il settore attrattivo e competitivo nel lungo termine.

1.5.3. Private equity a confronto con il public equity

Una sfera distinta di partecipazione azionaria viene rappresentata dalla *public equity*, che consiste nell'investimento in azioni di società quotate in borsa. Il settore è contraddistinto da elevata liquidità, trasparenza regolamentare e accessibilità a un ampio numero di investitori, sebbene comporti un coinvolgimento limitato nella gestione delle aziende e una minore capacità di influenzarne direttamente le strategie rispetto al PE. Gli investitori sono autorizzati ad acquistare e vendere azioni, le quali vengono emesse direttamente dalle società e negoziate sulle borse valori oppure acquisirle attraverso fondi ETF. Il mercato è ampio e permette la creazione di portafogli altamente diversificati. Dal punto di vista delle aziende, l'esistenza di questi due mercati distinti impone una scelta strategica fondamentale: optare per una quotazione in borsa (*go public*) oppure rimanere private (*go private*). Le società che optano per la prima rappresentano generalmente aziende consolidate e mature, con dimensioni e strutture organizzative adatte alla proprietà pubblica. Per ottenere l'ammissione alla quotazione su un mercato, una società deve soddisfare requisiti ben definiti dalla autorità di

regolamentazione del paese, come la CONSOB²⁰ per l'Italia e la SEC²¹ per USA, e dalla borsa in cui la società intende quotarsi. Tra i criteri principali figurano la solidità economico-finanziaria, comprovata da bilanci certificati degli ultimi anni, la disponibilità di capitale sufficiente per sostenere l'IPO e le operazioni successive, una struttura di governance stabile e un management competente. È inoltre richiesto un livello minimo di trasparenza e di disclosure, così come una reputazione solida nel mercato. Le aziende devono valutare attentamente i benefici e i costi di una offerta pubblica iniziale. I principali benefici sono:

- La raccolta di liquidità: la motivazione è la necessità di immettere nuovi finanziamenti per nuovi progetti e per l'azienda è meno costosa rispetto a chiederli in prestito alle banche;
- Ristrutturazione finanziaria del capitale e del debito: l'aumento del capitale dovuto all'IPO, riduce il livello di indebitamento e ciò implica il fatto che si possono chiedere prestiti a tassi d'interesse più vantaggiosi;
- Azioni societarie come *stock currency*: la società acquisizione una nuova moneta di scambio cioè le proprie azioni, le quali possono essere utilizzate per finanziarie acquisizioni o altre operazioni straordinarie anche con limitata disponibilità di cassa;
- Visibilità in un nuovo mercato potenziale: consente a un'azienda di aumentare la propria risonanza, facilitando l'accesso a nuovi investitori, analisti finanziari, clienti e fornitori, e favorendo il riconoscimento del marchio in mercati potenzialmente nuovi. Un esempio celebre è Ferrari, che si è quotata sia al NYSE che alla Borsa Italiana, rafforzando così la sua notorietà a livello internazionale;
- Prestigio e credibilità: la quotazione in borsa certifica la solidità e la trasparenza dell'azienda, aumentando la fiducia di investitori, banche, clienti e fornitori e migliorando la forza contrattuale nei rapporti commerciali e finanziari.

D'altro canto, i costi e gli svantaggi sono diversi:

²⁰ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, l'autorità italiana che vigila sui mercati finanziari e tutela gli investitori.

²¹ Securities and Exchange Commission, l'ente federale americano responsabile della supervisione dei mercati finanziari e della tutela degli investitori.

- Costi elevati legati a consulenze legali, bancarie e amministrative per la quotazione: comprendono spese per *due diligence*, consulenze legali e finanziarie, preparazione del prospetto informativo e commissioni delle banche d'investimento;
- Obblighi di trasparenza e *disclosure* periodica, con conseguente aumento della complessità gestionale: le società quotate devono fornire regolarmente informazioni dettagliate su bilanci, performance e governance, aumentando la complessità e i costi amministrativi;
- Pressione degli investitori e dei mercati pubblici, che può limitare la flessibilità strategica: le aziende devono rispondere alle aspettative degli azionisti e alle fluttuazioni del mercato, limitando la capacità di prendere decisioni strategiche a lungo termine;
- Perdita di controllo da parte dei fondatori e maggiore rigidità operativa: i fondatori e il *management* devono condividere il potere decisionale con il consiglio e gli azionisti pubblici, riducendo la flessibilità nella gestione e nell'implementazione di strategie.

Uno studio di Ewens & Farre-Mensa (2022) conferma che le società pubbliche affrontano maggiori vincoli normativi e una minore flessibilità operativa rispetto alle aziende private e, soprattutto, che le imprese finanziate tramite *venture capital* nelle prime fasi mantengono un maggiore potere decisionale: gli imprenditori tendono infatti a conservare una quota più consistente della proprietà e a esercitare un controllo più ampio sul consiglio di amministrazione, detenendo in media il 30% in più di *equity* rispetto a chi opta per la quotazione in borsa. Gli autori evidenziano come, negli ultimi anni, il panorama finanziario per le startup si sia evoluto verso un equilibrio in cui il capitale privato ha assunto un ruolo predominante. Nonostante il tentativo da parte della legislazione, in particolare il JOBS Act²² del 2012, che ha cercato di rendere più agevole e meno costoso il passaggio al mercato pubblico per le *Emerging Growth Companies* (EGC), come mostrato da Chaplinsky, Hanley e Moon (2017), i benefici attesi in termini di riduzione dei costi diretti non si sono materializzati, mentre i costi indiretti, in particolare l'*underpricing*, risultano più elevati. Tali risultati sollevano interrogativi sul funzionamento e sull'efficienza del mercato azionario statunitense,

²² *Jumpstart Our Business Startups Act*: legge statunitense che facilita l'accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese, in particolare viene analizzato il *TITLE I: REOPENING AMERICAN CAPITAL MARKETS TO EMERGING GROWTH COMPANIES*

contribuendo a spiegare il progressivo calo del numero di società quotate rilevato da Doidge et al. (2025). Gli autori hanno analizzato l'evoluzione delle società quotate negli Stati Uniti per spiegare il cosiddetto *listing gap* e una delle possibili cause risiede nell'evoluzione del quadro normativo, le regole che separano le società pubbliche da quelle private si siano progressivamente allentate, permettendo alle aziende di raccogliere capitale senza dover necessariamente ricorrere al mercato azionario. Un esempio lampante è il NSMIA²³, decreto che semplificava la raccolta dei capitali per le *start-up* che ebbe una risonanza significativa per quanto riguarda le aziende quotate. Infatti, tra le *startup* finanziate prima del 1997, anno in cui entrò in vigore l'NSMIA, che avevano raccolto oltre 150 milioni di dollari, l'83% aveva scelto di farlo tramite IPO, dato che scese al 42% per le *startup* finanziate dopo il 1997 (Ewens et al. (2020)). Le altre cause del *listing gap* sono state analizzate nel lavoro di Lattanzio et al. (2023), dove gli autori identificano tre fattori principali, elencate in ordine di impatto quantitativo sono: fusioni e acquisizioni, poi l'operato del *private equity* e infine la regolamentazione²⁴. In sintesi, il declino delle IPO non indica un fallimento del mercato azionario, ma un trasferimento del potere dai mercati pubblici a quelli privati.

Tuttavia, nonostante questo spostamento di peso verso i mercati privati, negli ultimi anni il *public equity* ha registrato una *performance* superiore rispetto al *private equity*, soprattutto in termini di rendimenti annuali. Ad esempio, nel 2024 i mercati pubblici hanno sovraperformato il *private equity* per la terza volta negli ultimi quattro anni, confermando la volatilità e le opportunità che caratterizzano le azioni quotate. Questo fenomeno è in parte dovuto all'andamento favorevole di alcune aziende *leader* e all'ampia liquidità presente nei mercati pubblici, che permette agli investitori di capitalizzare rapidamente su rendimenti elevati. Il confronto tra le due sfere di investimento mostra quindi una dinamica interessante: mentre il *private equity* continua a rappresentare una leva strategica di lungo periodo, con multipli più bassi e maggiore controllo gestionale, il *public equity* offre rendimenti immediati e liquidità, attirando investitori interessati a opportunità a breve termine. In altre parole, il trasferimento di potere verso il PE non implica la scomparsa o la debolezza dei mercati

²³ National Securities Markets Improvement Act (1996), legge federale statunitense che ha semplificato la raccolta di capitale per le start-up e i fondi di private equity, riducendo le regolamentazioni statali e facilitando l'accesso a investitori privati.

²⁴ Gli autori in "Dissecting the Listing Gap: Mergers, Private Equity, or Regulation?" per analizzare l'impatto della regolamentazione sul delisting, prendono in considerazione in particolare il Sarbanes–Oxley Act (SOX) del 2002.

pubblici, ma piuttosto una coesistenza di strategie complementari, in cui la scelta tra quotazione e privatizzazione dipende dagli obiettivi finanziari e strategici dell'azienda. I dati paragonati sono apprezzabili in Figura 15.

Horizon investment returns, by asset class, %¹



¹Assessed using IRR; calculated by grouping performance of 2000–21 funds during 2000–24. Some data not available for certain periods.
Source: Bloomberg; MSCI

McKinsey & Company

Figura 15 - Rendimenti degli investimenti a diversi orizzonti temporali per classe di attivo (Q4 1999–Q3 2024)

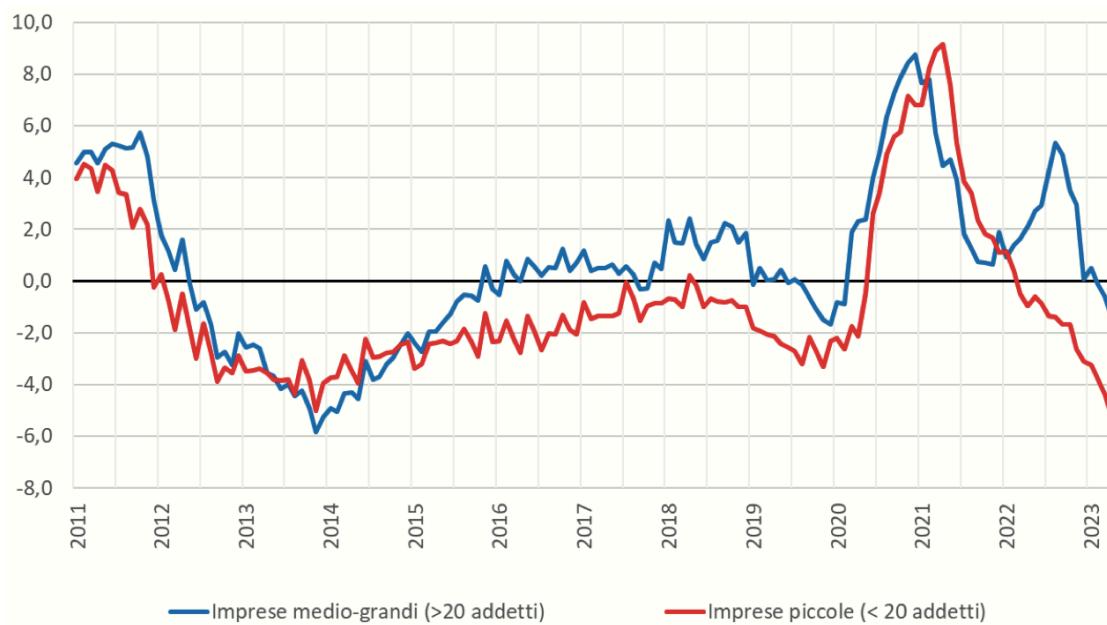
1.6. Il mercato italiano

Il tessuto produttivo italiano è caratterizzato da una predominanza assoluta di piccole e medie imprese, che rappresentano il 99,9% delle aziende attive, generano circa il 65% del valore aggiunto nazionale e impiegano oltre il 77% della forza lavoro. Nonostante il loro peso cruciale nell'economia, le PMI mostrano fragilità strutturali: dimensioni ridotte, patrimonializzazione limitata e una forte dipendenza dal sistema bancario. Lo strumento di finanziamento più utilizzato dalle imprese italiane rimane infatti il debito bancario, seguito dai fondi propri, mentre l'accesso ai mercati obbligazionari è riservato quasi esclusivamente alle imprese di grandi dimensioni. Negli ultimi anni, tuttavia, si è osservato un progressivo calo del ricorso al debito, che ha interessato tutte le classi dimensionali. Tra il 2012 e il 2021, il rapporto di leva finanziaria delle imprese si è ridotto in modo significativo, segnalando un ampio processo di *deleveraging*²⁵. I principali fattori che hanno contribuito a questo andamento sono stati tre:

²⁵Si riferisce alla strategia per ridurre il livello di indebitamento rispetto al capitale proprio o agli asset detenuti.

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

l'uscita dal mercato delle imprese più fragili, incapaci di sostenere il peso finanziario della crisi; la contrazione del credito bancario, particolarmente accentuata per le aziende più piccole; un parziale rafforzamento dell'*equity*, spesso imposto dalla necessità di riequilibrare le strutture finanziarie. Dopo la doppia recessione del 2008-2012, infatti, le PMI si sono trovate coinvolte in una fase di riduzione accelerata dell'indebitamento, spinta sia da fattori di domanda, cioè minor propensione delle imprese a indebitarsi, sia da fattori di offerta, ossia l'inasprimento degli *standard creditizi*, la riduzione delle filiali e la maggiore regolamentazione prudenziale. Le dinamiche del credito bancario mostrano (Figura 16) inoltre una forte correlazione con gli eventi macroeconomici: stagnazione e contrazione prolungata durante la crisi del debito sovrano (2011-2013), crescita temporanea e "artificiale" nel periodo Covid-19 grazie agli interventi pubblici e alle garanzie statali (2020-2021), e una nuova contrazione rapida e marcata a partire dal 2022, conseguenza diretta dell'inflazione e del rialzo dei tassi BCE. Complessivamente, tra il 2011 e il 2024, il credito alle piccole imprese si è ridotto di circa il 30%, e la loro quota sul totale del credito alle imprese è scesa dal 21% al 16%, confermando una tendenza strutturale che penalizza soprattutto le realtà di minore dimensione.



Fonte: Banca d'Italia.

Figura 16 - *Prestiti alle società non finanziarie, per dimensione di impresa (variazioni percentuali sui 12 mesi)*

In questo scenario di progressiva contrazione del canale bancario tradizionale, il *private equity* e il *venture capital* assumono un ruolo crescente come fonti alternative di finanziamento per le PMI. Più che sostituire le banche, il PE integra il sistema, rafforzando la patrimonializzazione

delle imprese e sostenendole nei percorsi di crescita. L'osservazione di una progressiva contrazione del credito bancario, unita alla fragilità strutturale delle PMI trova un interessante contrappunto nella dinamica di crescita del mercato italiano del *private equity* e *venture capital*. La Tabella 1²⁶ rivela una traiettoria di crescita strutturale che riflette la crescente maturità e rilevanza del mercato italiano del capitale di rischio. L'ammontare investito, pur con alcune flessioni cicliche, è passato dai circa 2.461 milioni di euro del 2010 ai 14.803 milioni di euro stimati per il 2024. Questo andamento è stato marcatamente influenzato da un picco storico eccezionale nel 2022, in cui gli investimenti hanno raggiunto la cifra record di 23.859 milioni di euro. Un valore così elevato è interpretabile come la convergenza di diversi fattori: l'ingente liquidità accumulata a livello globale in era post-pandemica, il crescente interesse di fondi internazionali verso *target* italiani, e la finalizzazione di *mega-deal* di *buyout* in un contesto macroeconomico che, pur vedendo l'inizio della stretta monetaria, spingeva le imprese verso forme di finanziamento meno dipendenti dal debito tradizionale. Parallelamente, il numero delle operazioni ha mostrato una solida espansione, passando da 292 nel 2010 a 732 nel 2024. La significativa differenza tra l'incremento del valore assoluto e quello del numero di operazioni implica un sostanziale aumento della dimensione media degli investimenti, segnalando la capacità del *private equity* di veicolare capitali sempre più consistenti, essenziali non solo per la ripatrimonializzazione delle PMI ma anche per l'attuazione di ambiziosi piani di crescita, innovazione e aggregazione industriale. L'evidenza grafica conferma, dunque, che il capitale di rischio sta diventando una componente fondamentale e stabilizzante dell'ecosistema finanziario italiano, offrendo una soluzione concreta alle fragilità patrimoniali del tessuto produttivo e un'alternativa vitale al canale bancario in progressiva contrazione.

²⁶ Tutti i dati sono stati estrapolati dai rapporti annui AIFI: "Il mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital" dal 2024 al 2010 e subsequentemente disposti in maniera tabellare.

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

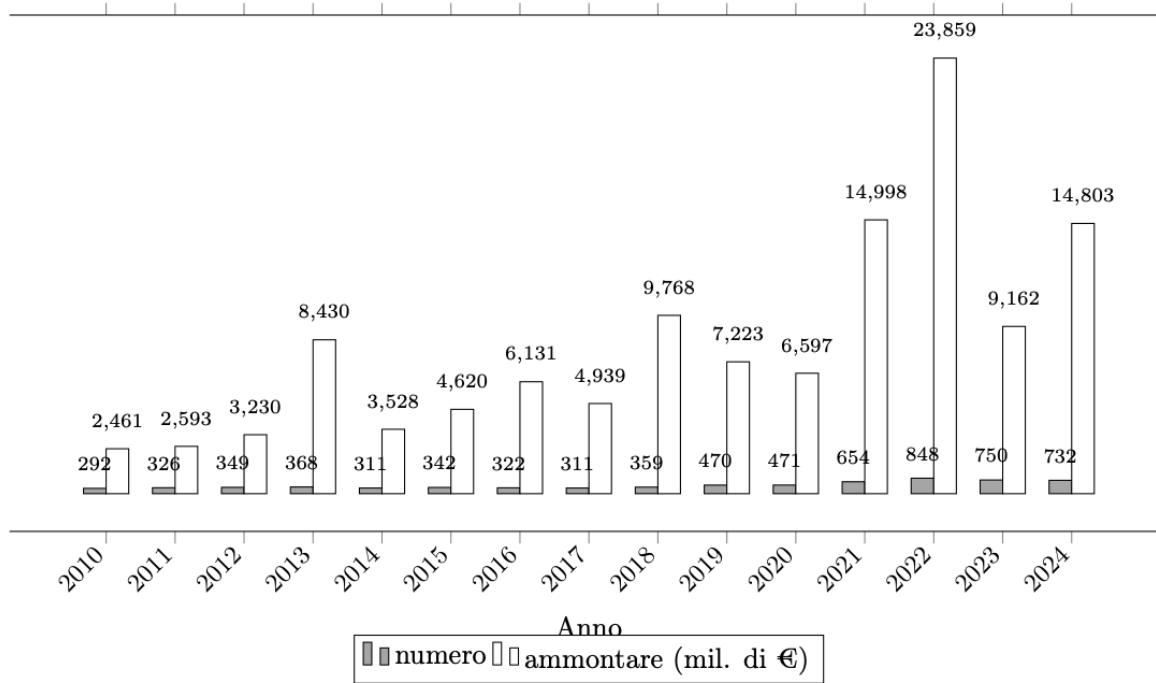


Tabella 1 - Evoluzione degli investimenti in Private Equity in Italia (2010-2024)

Mentre il volume complessivo degli investimenti è cresciuto, è altrettanto cruciale esaminare la natura delle operazioni veicolate. Il grafico relativo alla Tabella 2 rivela una struttura di mercato fortemente polarizzata: le operazioni di *buyout* costituiscono il pilastro centrale del mercato italiano. Questa categoria ha sistematicamente assorbito la maggioranza del capitale investito, mantenendosi quasi sempre al di sopra del 60% del totale annuo, e raggiungendo il picco massimo dell'84,53% nel 2023. Questa predominanza indica che il *private equity* in Italia opera prevalentemente come strumento di consolidamento, riorganizzazione e ricapitalizzazione di aziende già avviate, rispondendo così in modo diretto e massivo alla necessità di rafforzamento strutturale che caratterizza le imprese più solide.

In netto contrasto con la solidità del *buyout*, gli investimenti rivolti alle fasi iniziali o di forte crescita mantengono una quota significativamente inferiore e più volatile. Le operazioni di *early stage*, che intercettano la parte più innovativa e, potenzialmente, più rischiosa del tessuto imprenditoriale, come le *startup*, non superano stabilmente il 5% del totale, sebbene si notino picchi come quello del 2011 (18,81%) e del 2023 (13,02%), che suggeriscono interventi mirati in momenti specifici di maggiore liquidità o necessità di diversificazione. Similmente, le operazioni di *expansion*, finalizzate a sostenere la crescita dimensionale di imprese che hanno già superato la fase critica, si attestano su livelli moderati, spesso tra il 10% e il 20%.

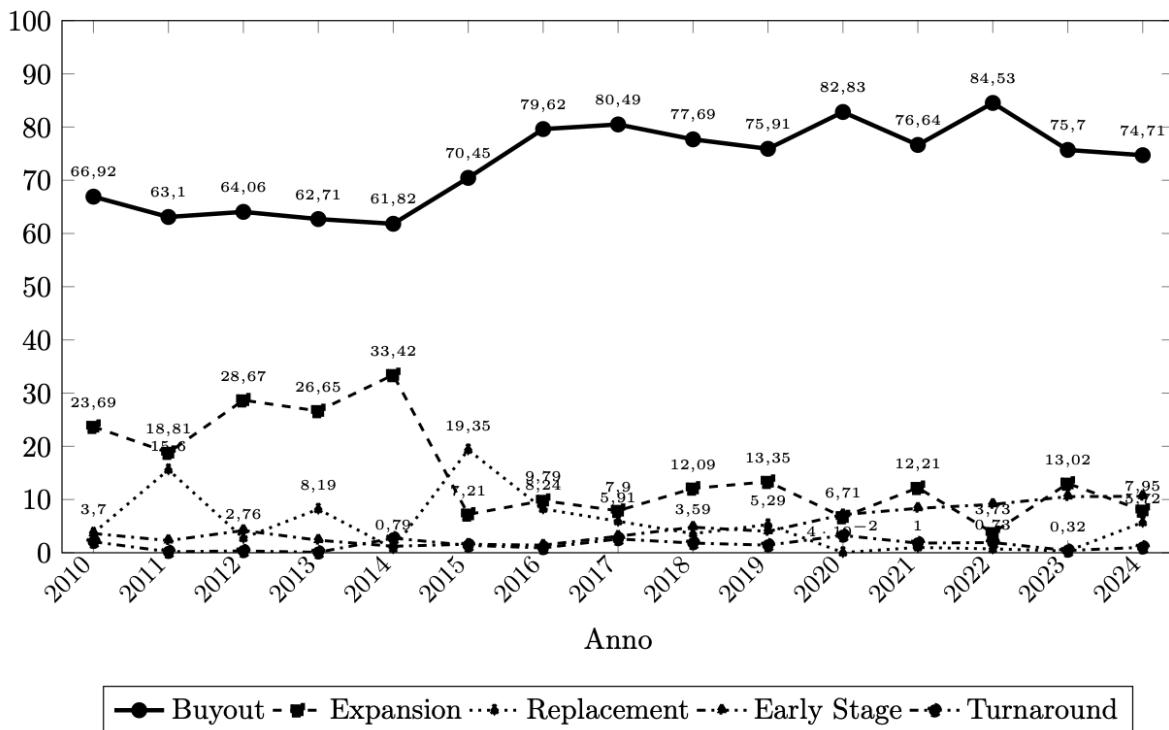


Tabella 2 - Evoluzione percentuale degli investimenti in Private Equity per tipologia (2010-2024)

Un'analisi completa del mercato del *private equity* richiede di distinguere tra l'ammontare del capitale investito (prevalentemente in *buyout*) e il numero di operatori che concretamente operano nei diversi segmenti, un dato che riflette la capillarità e l'interesse del sistema del capitale di rischio. La, che illustra il numero di operatori attivi per tipo di operazione tra il 2010 e il 2024, rivela una significativa evoluzione del panorama competitivo italiano. Nel corso degli anni, si è assistito a un aumento massiccio degli operatori coinvolti nelle fasi di punta del mercato, delineando una vera e propria strategia 'a forbice' del settore. L'aumento più marcato si registra nei segmenti *early stage* e *buyout*. Gli operatori attivi nell'*early stage* sono passati da 34 nel 2010 al picco di 99 nel 2024. Questo dato indica che il *venture capital* e l'investimento in innovazione sono diventati un *target* irrinunciabile per la quasi totalità degli operatori attivi in Italia, in linea con l'interesse crescente per la tecnologia e le *startup*, sebbene l'ammontare medio degli investimenti in questo *deal type* rimanga comparativamente basso. Similmente, il numero di operatori attivi in *buyout* è passato da 35 nel 2010 a 88 nel 2022, stabilizzandosi su valori molto elevati. Ciò conferma che i *buyout*, oltre a drenare la maggior parte dei capitali, coinvolgono oggi una base di operatori molto più ampia rispetto al passato, riflettendo la maturità e la liquidità che caratterizzano le operazioni di acquisizione di imprese consolidate.

Parallelamente a questa espansione nei segmenti estremi, i segmenti intermedi come *l'expansion*, *replacement* e *turnaround* hanno mostrato una contrazione nel numero di operatori attivi in termini assoluti. Ad esempio, gli operatori dedicati all'*expansion* sono scesi dai 48 del 2010 a soli 31 nel 2024. Questo dato, unito alla contrazione del credito bancario, potrebbe segnalare una potenziale difficoltà nel trovare capitali di rischio per quelle PMI in fase di crescita intermedia che non rientrano nelle logiche dei grandi *buyout* né in quelle dell'*early stage*, sollevando interrogativi sulla capacità del sistema di supportare in modo capillare l'intero ciclo di vita delle imprese italiane.

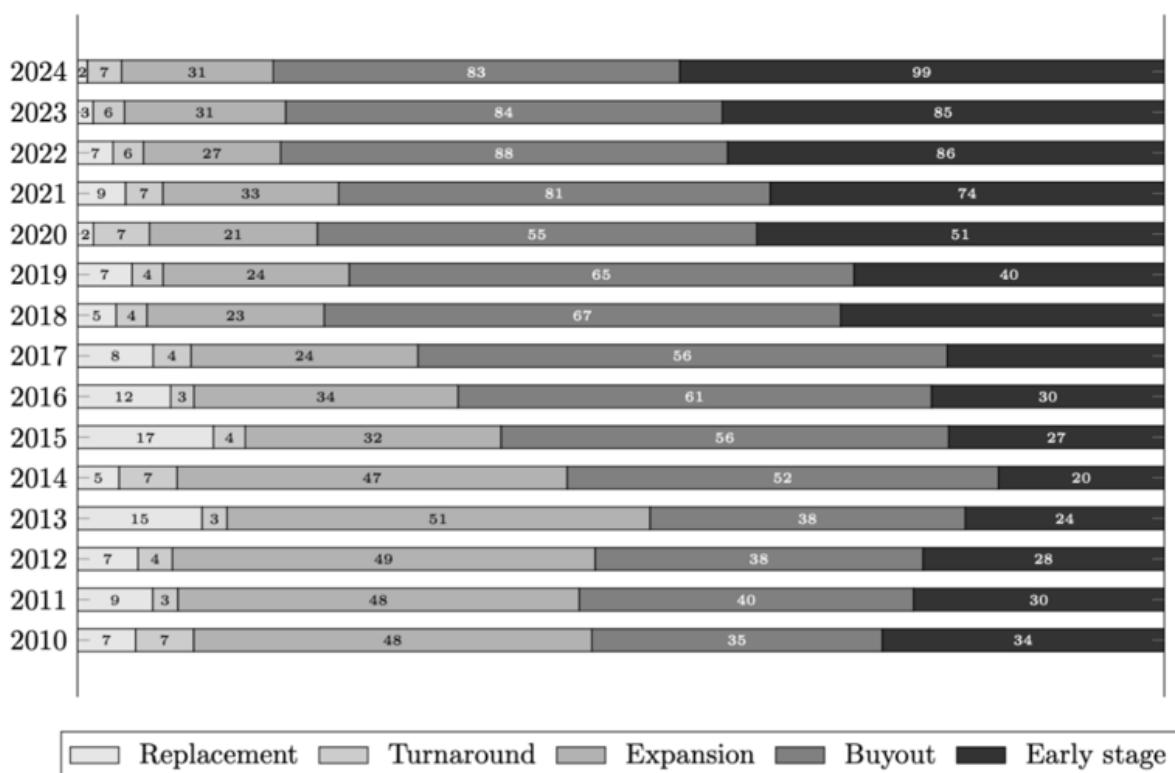


Tabella 3 - Distribuzione del Numero di Operatori Attivi in Private Equity per Tipologia di Intervento in Italia (2010-2024)

L'analisi dell'operatività del *private equity* non può prescindere da una valutazione del suo effettivo impatto sulla dimensione d'impresa, specialmente in un contesto dominato dalle PMI. La Tabella 4 illustra la distribuzione percentuale del numero di *deal* di *private equity* per classe dimensionale d'impresa misurata per numero di dipendenti tra il 2010 e il 2024. Il grafico evidenzia come la stragrande maggioranza degli investimenti in termini di numero di operazioni si concentri entro la soglia dimensionale delle PMI, ovvero le imprese con meno di 250 dipendenti. La linea tratteggiata verticale, che segna il confine delle PMI, delimita una

percentuale cumulata che si attesta su una media del 83,4% dei *deal* totali nel periodo analizzato.

Concentrandoci sulle classi dimensionali più piccole, si osserva che la classe delle microimprese (0-19 dipendenti) rappresenta sistematicamente la quota maggiore del numero di *deal*, oscillando tra il 35% e il 56% degli investimenti totali, attestandosi sul 47% nel 2024. Ciò dimostra una marcata capillarità del *private equity* verso le realtà molto piccole e *early stage*. Anche la fascia delle piccole imprese (20-99 dipendenti) assorbe una quota significativa e relativamente stabile di operazioni, contribuendo a mantenere alta la media degli interventi sulle PMI.

Questa analisi rivela un dato cruciale in relazione al testo della tua tesi: nonostante le PMI mostrino fragilità strutturali e dipendano storicamente dal debito bancario, il *private equity* si è dimostrato estremamente efficace nel raggiungere e finanziare l'intera platea delle piccole e medie imprese. La forte incidenza degli *deal* nelle classi 0-19 e 20-99 indica che il capitale di rischio non è più riservato solo alle grandi *target*, ma è diventato un meccanismo di finanziamento vitale per l'espansione e la ripatrimonializzazione delle micro e piccole imprese. È interessante notare, infine, come la quota di operazioni sulle imprese più grandi (500-999 e oltre 1000 dipendenti) rimanga relativamente contenuta, confermando che, sebbene queste operazioni siano quelle che mobilitano gli ammontari maggiori, in termini di numero di transazioni il *private equity* è un fenomeno tipicamente orientato alle PMI. Questa evidenza rafforza l'argomentazione secondo cui il *private equity* agisce come fattore di integrazione e di supporto alla crescita dimensionale e patrimoniale, piuttosto che come semplice strumento di finanziamento esclusivo per la grande impresa.

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

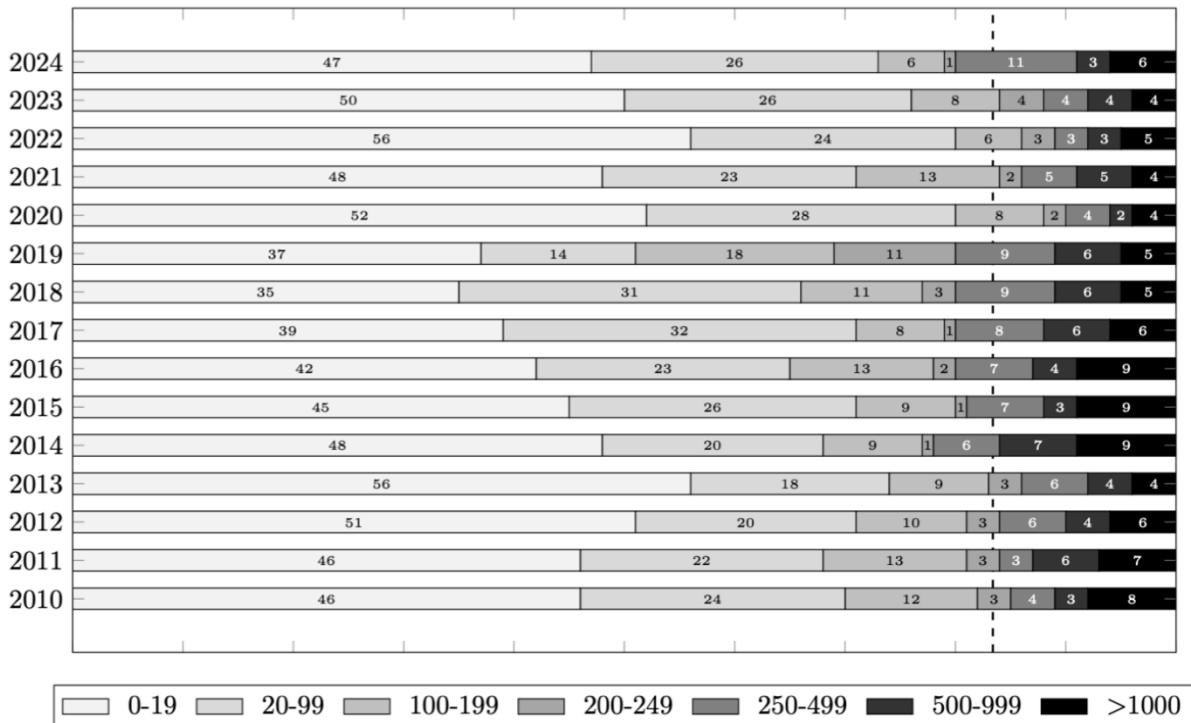


Tabella 4 - Numero di deal di Private Equity per classe dimensionale d'impresa (misurata per numero di dipendenti) (2010-2024)

L'analisi sul mercato italiano del *private equity* culmina nel confronto diretto e quantitativo delle performance con il mercato azionario quotato, qui rappresentato dall'indice FTSE MIB. Questo paragone è essenziale per giustificare economicamente il crescente ruolo del PE come fonte di capitale alternativa e, per gli investitori istituzionali, preferenziale. La valutazione incrociata dei rendimenti su diversi orizzonti temporali non solo conferma la superiorità strutturale e la resilienza del PE, ma rivela anche che questa performance diventa progressivamente più robusta e consistente con l'allungarsi dell'orizzonte d'investimento.

L'evidenza più sintetica e potente emerge dal confronto tra il rendimento interno composto (IRR) su vari orizzonti e il rendimento della Borsa (Tabella 5)²⁷. Inizialmente, l'IRR *from inception*²⁸, che misura il rendimento aggregato dei disinvestimenti realizzati, si mantiene costantemente al di sopra del FTSE MIB²⁹ per quasi tutto il periodo analizzato. La Borsa subisce oscillazioni amplissime, inclusi crolli che superano il -20% in anni critici, mentre il rendimento

²⁷ Tutti i dati sono stati estrapolati dai rapporti annui AIFI-KPMG: "Le performance nel mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital" dal 2024 al 2010 e seguentemente disposti nell'istogramma.

²⁸ Esprime le performance relative ai disinvestimenti realizzati nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal periodo in cui è stato effettuato l'investimento iniziale (definizione AIFI).

²⁹ Rendimenti fonte: <https://curvo.eu/backtest/it/indice/ftse-mib?currency=eur>

cumulato del PE dimostra una stabilità eccezionale, non scendendo mai ai livelli di contrazione del mercato pubblico. Il dato storico non solo attesta una superiorità di rendimento complessiva, ma svela anche come l'IRR, pur essendo meno esposto alle fluttuazioni immediate, tocchi picchi di rendimento superiori al 32,1% (come nel 2020).

Il confronto annuale evidenzia al meglio la differenza nella natura delle due *asset class*. Il FTSE MIB (rendimenti annuali) manifesta un'elevatissima volatilità, con cali drammatici, come il -25,20% nel 2011 e il -11,80% nel 2022, seguiti da rimbalzi altrettanto bruschi. Questa dinamica riflette la diretta e immediata sensibilità del mercato quotato agli eventi macroeconomici e geopolitici. Al contrario, l'IRR *from inception* del PE è strutturalmente meno volatile e significativamente più elevato, un effetto diretto della valutazione basata sull'efficacia operativa e sulla strategia di *exit*, piuttosto che sulla liquidità giornaliera.

L'analisi sugli orizzonti temporali più lunghi dimostra in modo definitivo che la creazione di valore nel *private equity* è un processo strutturale, premiando l'impegno a lungo termine con un *premium* di rendimento crescente. Già su base triennale (Tabella 6), l'IRR³⁰ del PE è sistematicamente più stabile e raramente negativo rispetto al FTSE MIB, che subisce il pieno impatto delle flessioni di breve e medio termine. È particolarmente rilevante che nei periodi conclusi nel 2022 e 2023, quando il rendimento triennale composto del FTSE MIB registra cali significativi (-7,7% e -15,85%), l'IRR 3Y del PE rimane in territorio ampiamente positivo (11,1% e 12,7%). Questa divergenza dimostra l'efficacia del PE nel generare rendimento anche in un contesto di mercato avverso e volatile, proteggendo il capitale dalle turbolenze.

³⁰ In questo caso viene considerato il IRR Lordo Aggregato 'By Horizon' che indica le performance relative agli investimenti realizzati nell'orizzonte temporale di riferimento (3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati successivamente disinvestiti o risultino ancora in portafoglio (definizione AIFI).

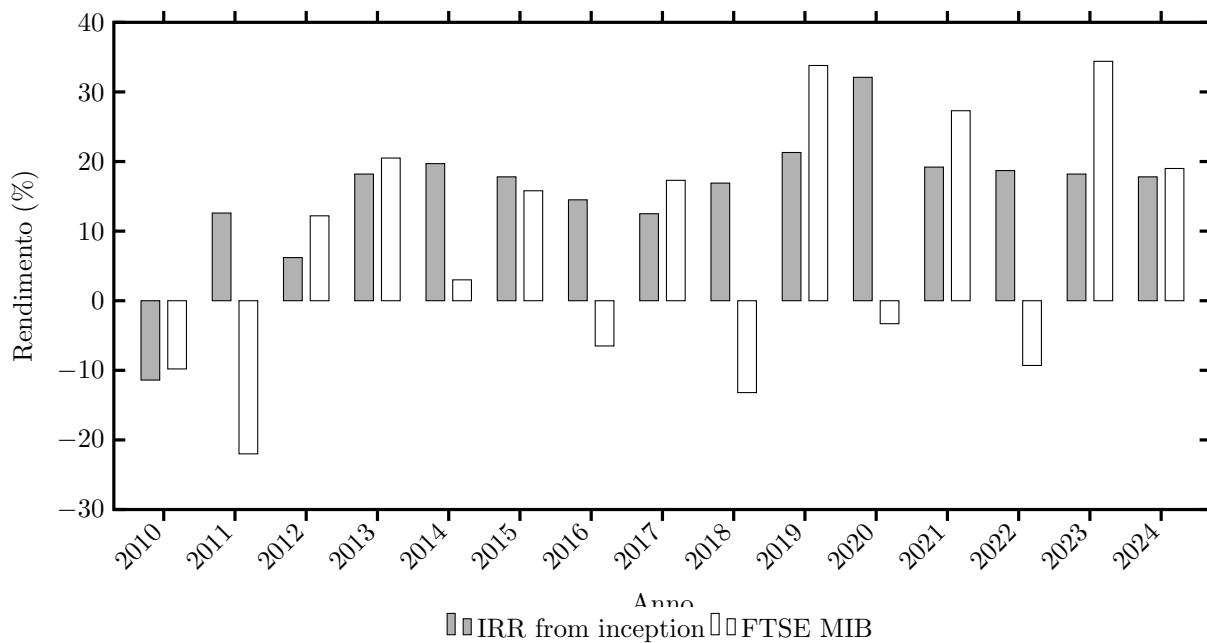


Tabella 5 - Istogramma per i rendimenti IRR from inception vs FTSE MIB

L'analisi sui periodi fissi di 3Y e 5Y (Tabella 7) è fondamentale per isolare l'efficacia della gestione attiva. Sull'orizzonte triennale (3Y), emerge una prima prova di resilienza: l'IRR del PE è sistematicamente più stabile e raramente negativo. È un dato di particolare importanza che, nei periodi conclusi nel 2022 e 2023, quando il rendimento triennale composto del FTSE MIB ha subito cali rilevanti (-7,7% e -15,85%), l'IRR 3Y del PE è rimasto in territorio ampiamente positivo (11,1% e 12,7%). Questo attesta l'abilità del PE di disaccoppiarsi dalle turbolenze di mercato e di generare valore indipendentemente dalla *sentiment* borsistica negativa.

Il quinquennio (5Y), che rappresenta spesso il *holding period* standard per le operazioni di *buyout*, è l'orizzonte che conferma in modo decisivo l'efficacia operativa del PE. L'IRR 5Y non si limita a superare il FTSE MIB 5Y, ma lo fa con una superiorità di rendimento netta e costante in quasi tutte le misurazioni. Questo risultato è la dimostrazione che la creazione di valore non è frutto di mera speculazione, ma del successo delle strategie di miglioramento operativo, riorganizzazione aziendale e *governance* applicate dai gestori. Il *premium* di rendimento quinquennale è la ricompensa per la gestione del rischio e l'impegno di capitale non liquidabile.

INQUADRAMENTO DEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

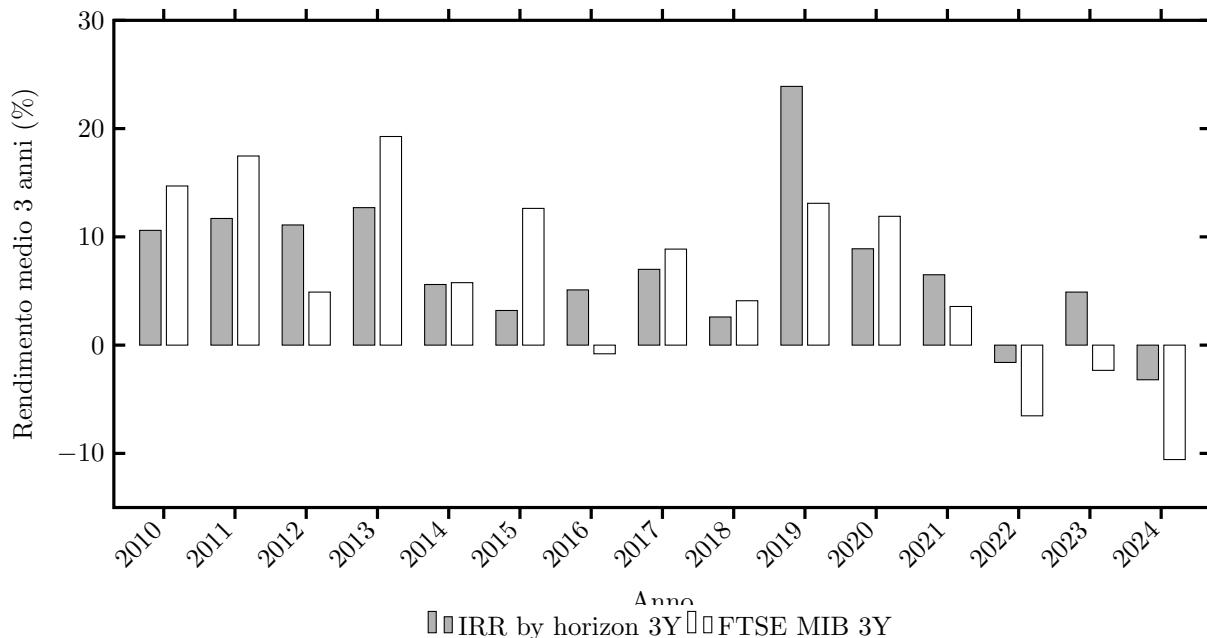


Tabella 6 - Istogramma per i rendimenti 3 anni IRR from inception vs FTSE MIB

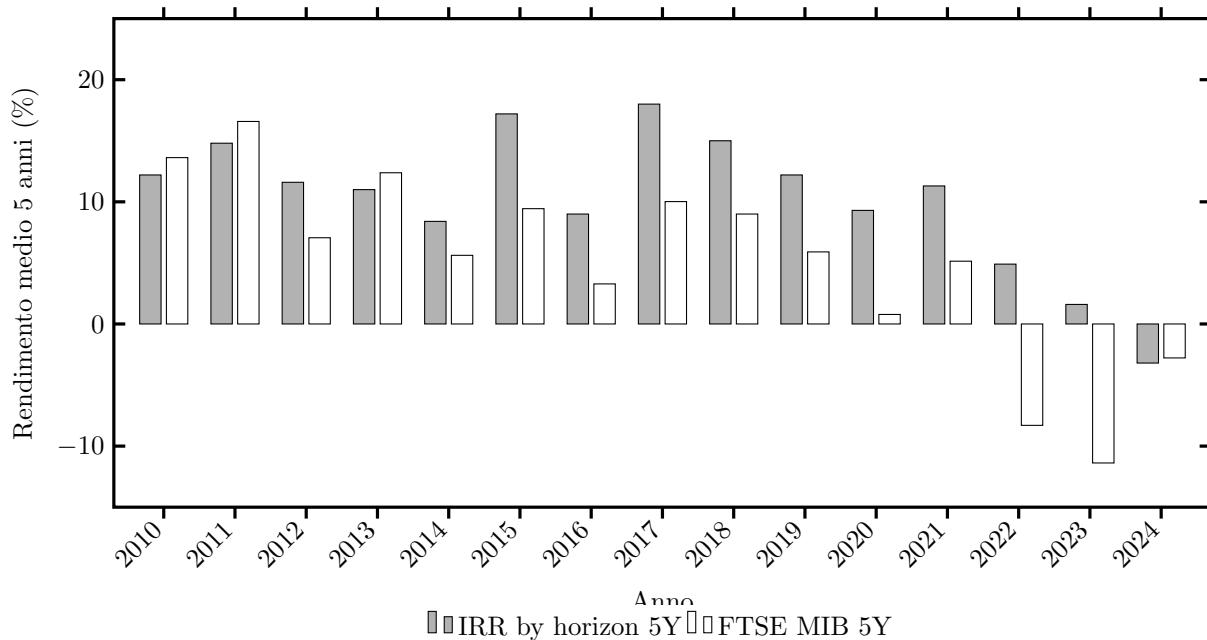


Tabella 7 - Istogramma per i rendimenti 5 anni IRR from inception vs FTSE MIB

L'orizzonte decennale (Tabella 8) rappresenta la prova definitiva e la principale giustificazione economica per l'allocazione di capitale nel *private equity* italiano. L'analisi del rendimento decennale cumulato mostra una dominanza strutturale e quasi ininterrotta dell'IRR 10Y sul FTSE MIB 10Y. A differenza degli orizzonti più brevi, nel decennio l'IRR del PE è quasi sempre a doppia cifra (toccando il 16,1% nel 2023), mentre il rendimento decennale del FTSE MIB è notevolmente più contenuto e in alcuni periodi si avvicina pericolosamente allo zero. Questa

persistente e ampia discrepanza nel lungo periodo è l'evidenza più schiaccante della capacità del PE di massimizzare il premio di illiquidità, poiché il decennio è l'orizzonte che consente la piena maturazione degli investimenti, la realizzazione dei piani industriali e il *timing* strategico delle *exit*, elementi che si traducono in un IRR costantemente superiore. Inoltre, il periodo di dieci anni permette all'IRR di assorbire i cicli economici e superare intere crisi di mercato, mantenendo un rendimento aggregato eccezionalmente stabile e positivo.

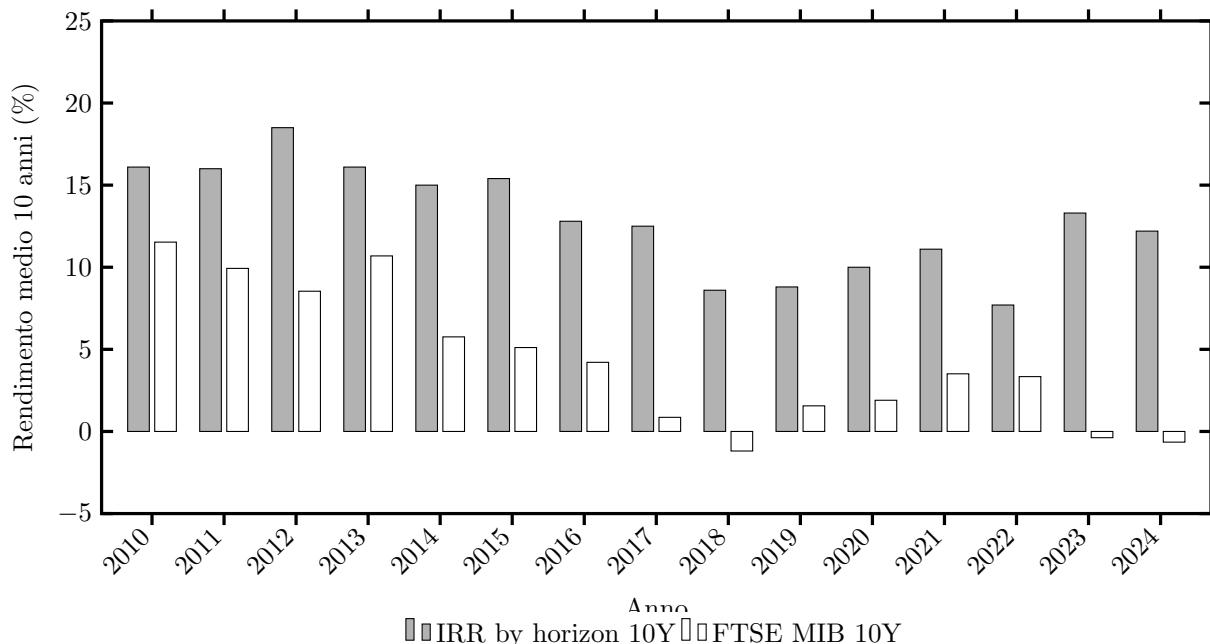


Tabella 8 - Istogramma per i rendimenti 10 anni IRR from inception vs FTSE MIB

In conclusione, la superiorità di rendimento e la minore volatilità su tutti gli orizzonti temporali rispetto al FTSE MIB, in particolare l'evidenza schiaccante sul decennio, forniscono la giustificazione economica fondamentale all'afflusso di capitali istituzionali. Il *private equity* non solo offre un significativo premio di illiquidità (*illiquidity premium*) che compensa i vincoli temporali, ma si conferma come il meccanismo più efficace per la creazione di valore aziendale a lungo termine in Italia. Questo risultato è cruciale e coerente con l'evidenza che il PE sta agendo come un fattore di integrazione patrimoniale essenziale per la crescita e la capitalizzazione delle PMI non pienamente servite dai canali di credito bancario tradizionali.

Capitolo Secondo

2. SELEZIONE, VALUTAZIONE E MODELLI DI INTERVENTO

2.1. Il processo di selezione: dalla strategia al closing

La prima fase dell'investimento è cruciale per il successo del fondo, poiché rappresenta il momento in cui vengono poste le fondamenta della futura creazione di valore. Innanzitutto, i fondi sono altamente specializzati e tendono a concentrarsi su specifici settori industriali, segmenti di mercato o tipologie di operazioni. Questa specializzazione consente al fondo di sviluppare una conoscenza approfondita delle dinamiche competitive del settore di riferimento, migliorando la capacità di valutare correttamente le opportunità di investimento e di stimare il potenziale di crescita delle imprese *target*. La *mission* del fondo è ben chiara ed è pubblicata nei documenti ufficiali, nei prospetti informativi e nei materiali destinati agli investitori, dove vengono specificati la strategia di investimento, i settori *target*, l'orizzonte temporale e il profilo di rischio-rendimento perseguito. Tale chiarezza strategica non solo garantisce trasparenza verso gli investitori istituzionali, ma rappresenta anche un elemento chiave di coerenza operativa per il *team* di gestione. Lo studio condotto da Rigamonti et al. (2016) evidenzia come la specializzazione dei fondi di PE influisca direttamente sulle strategie di uscita delle imprese. In particolare, i fondi specializzati settorialmente hanno una maggiore probabilità di realizzare *exit* tramite *trade sale* o quotazione in borsa, poiché la conoscenza approfondita del settore riduce le asimmetrie informative con gli acquirenti strategici e facilita il processo di valorizzazione dell'impresa. Inoltre, i fondi specializzati per fase di investimento mostrano una maggiore propensione alle IPO e una ridotta probabilità di *write-off*, dimostrando come la focalizzazione operativa e temporale migliori la gestione del rischio e la *performance* complessiva degli investimenti. Al contrario, i fondi meno specializzati tendono a preferire strategie di *exit* come il *secondary buyout*, vendendo cioè l'impresa a un altro fondo di PE, probabilmente a causa di una minore familiarità con il settore o con le fasi di sviluppo dell'impresa *target*. Questi risultati confermano empiricamente che la specializzazione non è soltanto un vantaggio operativo nella fase di selezione dei *target*, ma influenza in modo significativo anche la realizzazione del valore al momento dell'uscita, evidenziando la stretta connessione tra competenze settoriali, gestione del rischio e *performance* del fondo.

Una volta chiarito l'obiettivo, si passa alla fase critica cioè al processo di selezione, che si compone di due attività: *screening* e indagine preliminare. Come dimostrato dall'esempio reale riportato in Figura 17 (Gervasoni e Sattin, 2020), il processo di selezione opera come un imbuto a rendimento bassissimo: su 296 opportunità totali analizzate, solo 5 raggiungono il *closing finale*, con un tasso di successo effettivo inferiore al 2%. La maggiore dispersione (165 *deal* scartati) si verifica già nella prima fase di *screening*, dove la coerenza strategica e la dimensione dell'opportunità sono rapidamente verificate. Questo dato rafforza la necessità di una disciplina d'investimento ferrea e giustifica l'ingente investimento di risorse nelle successive fasi di *due diligence*. Molti *deal* vengono eliminati per non conformità ai criteri di investimento, scarsa qualità, problemi nella *due diligence*, mancanza di accesso o divergenze contrattuali. In pratica, il *private equity* funziona come un “*funnel*” estremamente stretto: si parte da centinaia di opportunità, ma solo pochissime arrivano alla transazione.

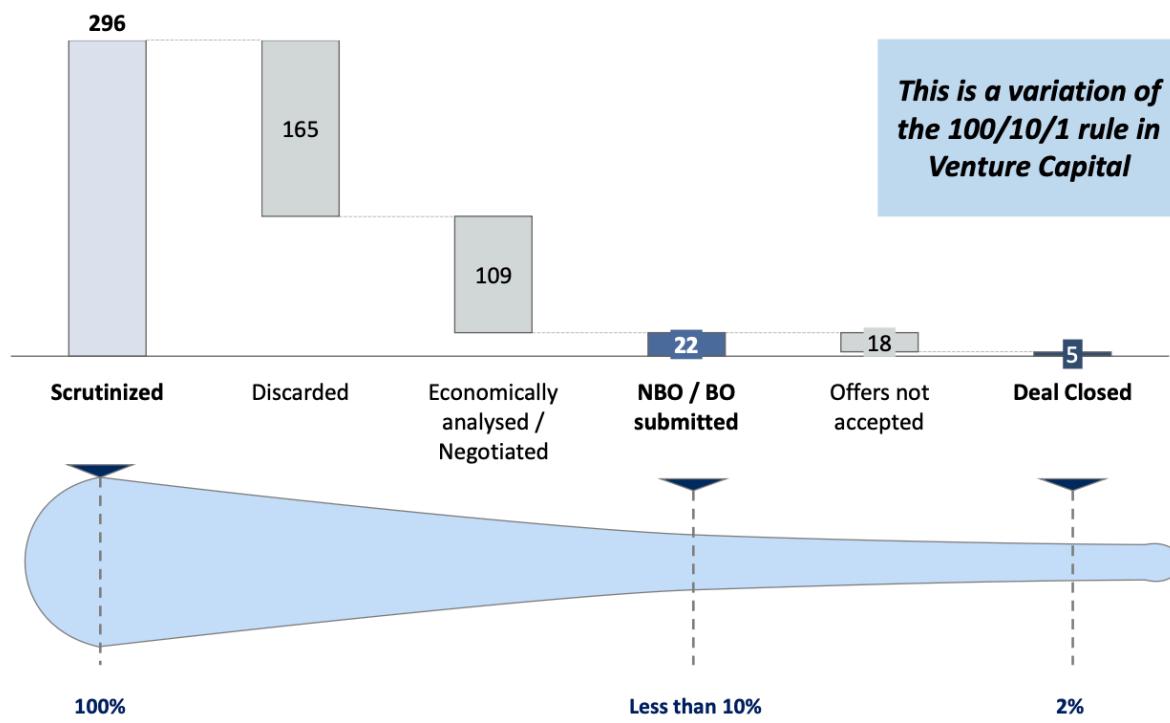


Figura 17 - Imbuto di valutazione delle opportunità (deal funnel) – esempio illustrativo tratto da un caso reale

Un elemento distintivo di questa fase è la reputazione dell'operatore, che si conferma spesso più rilevante della dimensione dell'intermediario o della quota di partecipazione proposta. Il *track record*, cioè le operazioni precedentemente realizzate con successo le quali permettono la creazione di una reputazione positiva, rappresenta un indicatore chiave di affidabilità e competenza, ma deve essere accompagnato da una comunicazione efficace verso il mercato.

Gli operatori, infatti, investono in attività di *marketing* relazionale, come pubblicazioni specialistiche, incontri settoriali, convegni e *partnership* strategiche, finalizzate a rafforzare la propria notorietà e a creare opportunità di *deal flow* qualificato. In questo contesto, il *network* territoriale gioca un ruolo centrale, soprattutto in mercati caratterizzati dalla prevalenza di PMI, come quello italiano. Imprenditori, consulenti di fiducia, soci dell'impresa e associazioni di categoria fungono da punti di contatto fondamentali, mentre le banche contribuiscono con un ruolo consulenziale e finanziario. La capacità di costruire relazioni durature basate su fiducia, stima e collaborazione reciproca permette agli operatori di accedere a informazioni privilegiate e di identificare investimenti con elevato potenziale di crescita.

2.1.1. Due diligence

Il processo di selezione, altamente selettivo, culmina nella fase di *due diligence*, l'attività investigativa e di verifica che l'acquirente intraprende per ridurre l'asimmetria informativa nei confronti del venditore. La DD³¹ è il momento cruciale in cui il potenziale di creazione di valore, identificato in via preliminare, viene validato attraverso un'analisi approfondita di tutte le dimensioni aziendali. La portata e la profondità del processo non sono fisse, ma dipendono strettamente dalla tipologia di processo di vendita adottato dal venditore. Infatti, in una trattativa diretta, il fondo ha generalmente la possibilità di condurre una DD più estesa e approfondita, mentre nelle aste competitive, il tempo è limitato e l'accesso ai dati è spesso più restrittivo, rendendo necessario un *focus* sui rischi più critici.

Andando nel dettaglio del processo di analisi, esso si articola in diverse aree di analisi specializzate, condotte da gruppi interni al fondo o da consulenti e studi legali esterni, come le *Big 4*³² o primarie società di consulenza strategica come McKinsey o BCG. Le aree sono:

- *Business* o *commercial* DD in cui si analizza la sostenibilità del modello di *business*, il posizionamento competitivo, la dimensione e il potenziale del mercato (TAM), le dinamiche settoriali e le proiezioni di crescita future;

³¹ Notazione utilizzata per indicare la *due diligence*

³²Sono le quattro più grandi aziende internazionali di consulenza e revisione contabile: Deloitte, PwC (Pricewaterhouse Coopers), EY (Ernst & Young) e KPMG

- *Financial* DD che si concentra sulla qualità degli *earnings*, sulla verifica dei flussi di cassa storici e proiettati, sulla validità dei margini e sulla normalizzazione delle poste di bilancio per eliminare voci non ricorrenti o non operative;
- *Legal* DD che si occupa di esaminare la struttura societaria, la validità dei contratti chiave, i contenziosi in essere e la proprietà intellettuale. Essa include anche aspetti legati al diritto del lavoro;
- *Tax* DD che verifica la conformità fiscale, i potenziali rischi tributari e l'accuratezza dei contributi sociali e dell'imposta sul reddito;
- *Environmental* DD che valuta i rischi ambientali, la conformità normativa e le potenziali passività ambientali;
- *Management/HR* DD invece include l'analisi delle prestazioni dei dirigenti per valutare la competenza, la motivazione e il comportamento organizzativo del *management team*, ed è ritenuta un fattore cruciale per l'implementazione del *value creation plan*;
- *Insurance* DD la quale analizza la copertura assicurativa esistente e i relativi rischi;

Nel complesso, l'obiettivo primario della *due diligence* è identificare tempestivamente i *deal breakers*, ovvero problematiche irrisolvibili che annullerebbero l'investimento, come ad esempio frodi, gravi problemi ambientali, contenziosi massivi o, in alternativa, evidenziare i *deal issues*, tipo la dipendenza critica da un singolo cliente o fornitore e problemi di credito, che, seppur non fatali, necessitano di un aggiustamento del prezzo di acquisto o dell'inclusione di specifiche clausole contrattuali a protezione del fondo.

2.1.2. I criteri di selezione e i profili del target ideale

Delle numerose opportunità analizzate, solo una minima parte supera le prime fasi di *screening*. Questo elevato tasso di esclusione è dovuto all'applicazione di criteri di selezione rigorosi, definiti dal fondo in coerenza con la propria strategia di investimento e con l'obiettivo di massimizzare il potenziale di creazione di valore. I fondi adottano, infatti, una serie di parametri quantitativi e qualitativi che consentono di valutare la solidità dell'impresa *target*,

la sostenibilità del modello di *business* e la compatibilità con il profilo di rischio-rendimento atteso.

I principali criteri ricorrenti nella letteratura accademica e professionale comprendono:

- Crescita dei ricavi, indicatore della capacità di espansione del business e della scalabilità del modello operativo;
- Profitabilità (margini EBITDA/EBIT), che misura la solidità economica e la sostenibilità dei flussi di cassa;
- Qualità e stabilità del *management team*, elemento ritenuto determinante per l'implementazione efficace del piano industriale;
- Mercato indirizzabile (*Total Addressable Market – TAM*), che riflette la dimensione e il potenziale di crescita del settore di riferimento;
- Vantaggio competitivo, ossia la presenza di barriere all'entrata, tecnologie proprietarie o relazioni consolidate con i clienti;
- Posizionamento settoriale, inteso come coerenza tra il *target* e la specializzazione del fondo;
- Condizioni finanziarie che permettono un uso efficiente della leva, cruciale per amplificare i ritorni sull'investimento.

Lo studio di Block et al. (2019), basato su un'analisi congiunta sperimentale di oltre 700 investitori tra *VC*, *Business Angels*, *Family Offices*, *LBO Funds*, conferma che il criterio più importante in assoluto è la crescita dei ricavi, seguita dal valore aggiunto del prodotto/servizio e dall'esperienza del *management team*. Tuttavia, evidenzia anche che le priorità variano in base al tipo di investitore: per i *venture capital* è cruciale la crescita, mentre per i *family office* e i fondi *LBO* prevale l'enfasi sulla redditività. A ciò si aggiunge l'analisi di Wilson et al. (2022) sui *buyout* nel Regno Unito che identifica come *target* ideale un'azienda che è contemporaneamente matura e consolidata ma con inefficienze: infatti, deve essere redditizia e generatrice di cassa, per sostenere il debito del *buyout*, ma presentare al contempo produttività inferiore alla media e bassi livelli di *equity*. Questa combinazione offre stabilità finanziaria, riducendo il rischio per le banche e un elevato potenziale di

miglioramento operativo. Infine, è preferita un'azienda con una struttura finanziaria bancabile, ossia una maggiore proporzione di attivi tangibili e oneri sugli attivi preesistenti, che possono fungere da garanzia per l'ingente debito utilizzato nelle operazioni di LBO.

I criteri di selezione individuati sono molteplici e interessano tutte le dimensioni fondamentali dell'impresa *target*, comprendendo sia aspetti economico-finanziari e gestionali, sia fattori strategici e competitivi. Tale multidimensionalità riflette la complessità del processo decisionale dei fondi di PE, che devono valutare simultaneamente *performance* operative, potenziale di crescita e capacità manageriali al fine di stimare il valore reale e prospettico dell'investimento. L'applicazione di tali criteri costituisce una fase estremamente delicata, poiché da essa dipendono in larga misura i ritorni futuri del fondo e la possibilità di realizzare un percorso di creazione di valore coerente con la strategia di investimento. In questa prospettiva, lo studio di Gottschalg e Kreuter (2006) evidenzia come l'accurata selezione dei gestori sia cruciale per la *performance* del portafoglio. Il documento dimostra che l'efficienza dei criteri di selezione, specialmente quando si utilizzano modelli multifattoriali, può migliorare in modo significativo i rendimenti medi del portafoglio, confermando che la qualità della selezione iniziale condiziona direttamente la *performance* futura del fondo.

2.1.3. Valutazione economico-finanziaria

La conclusione del processo di selezione e della *due diligence* sfocia nella valutazione, che rappresenta l'atto di conversione del potenziale di creazione di valore in un prezzo di acquisto effettivo. Tra i principali approcci di valutazione utilizzati nel *private equity*, accanto ai metodi basati sui flussi di cassa e ai multipli di mercato, rientrano anche i metodi patrimoniali, tra cui il valore contabile (*book value*) e il valore contabile rettificato (*adjusted book value*). Questi approcci si fondano sulla misurazione del valore dell'impresa a partire dal suo patrimonio netto, rappresentato dalla differenza tra attività e passività, così come riportato nel bilancio o opportunamente rivalutato. Il *book value* rappresenta il valore netto contabile delle attività, cioè il patrimonio netto registrato a bilancio. Tuttavia, tale valore riflette criteri contabili storici e può non rispecchiare la reale situazione economico-patrimoniale dell'impresa. Per questo motivo, gli operatori professionali fanno spesso ricorso al *book value* rettificato, che consiste nella rivalutazione delle poste patrimoniali a valori di mercato, correggendo eventuali

sottostime o sopravvalutazioni. In tal modo, il valore patrimoniale stimato si avvicina maggiormente al *fair value* dell'azienda. Però, questi metodi vengono impiegati principalmente da analisti, *advisor* finanziari e operatori di *private equity* nelle fasi iniziali di *screening* e valutazione preliminare, oppure in situazioni in cui non è possibile stimare in modo attendibile i flussi di cassa futuri. Il motivo per il quale questi metodi sono confinati a una valutazione iniziale è proprio la loro natura. I valori registrati in bilancio, infatti, non sono *forward-looking* per definizione perché essi riflettono la situazione storica dell'impresa e non incorporano le prospettive future di crescita o di redditività. Inoltre, i valori contabili sono registrati al costo storico, e la normativa contabile, in un'ottica prudenziale, richiede alle imprese di iscrivere le attività al minore tra il valore di mercato corrente e il valore storico di acquisto. Ciò implica che eventuali rivalutazioni non vengano contabilizzate, mentre le svalutazioni sì, determinando una sistematica sottostima del valore effettivo dell'impresa. I fondi non mirano soltanto a stimare il valore attuale "*as is*" dell'impresa, ma desiderano ottenere anche una valutazione del valore prospettico "*to be*", che riflette il potenziale di crescita futura, le sinergie operative e le opportunità di creazione di valore. Questo obiettivo rende necessario affiancare i metodi patrimoniali, basati su dati storici, con approcci più dinamici come il *discounted cash flow* (DCF) o i multipli di mercato, che permettono di incorporare ipotesi sulle *performance* future e sulla strategia di sviluppo dell'azienda *target*.

Il DCF è il metodo intrinseco di valutazione di riferimento nel *private equity*, in quanto è l'unico approccio capace di modellare esplicitamente il *value creation plan* del fondo. Esso stima il valore aziendale attualizzando i flussi di cassa che l'attività genererà nel tempo, scontati al tasso che riflette la sua rischiosità. Il modello si fonda su tre pilastri fondamentali:

1. I flussi di cassa: la stima è proiettata sull'orizzonte di detenzione e utilizza l'*Unlevered Free Cash Flow* (UFCF), che esprime la cassa disponibile per tutti i portatori di capitale. La previsione dei flussi deve essere coerente con le ipotesi di miglioramento operativo emerse dalla *Due Diligence*;
2. Il tasso di sconto (WACC): il costo medio ponderato del capitale è calcolato in base alla *target capital structure* dell'operazione. Nelle operazioni a leva il debito è integrato nel WACC, agendo come meccanismo di amplificazione del rendimento.

3. Il valore terminale (*Terminal Value*): stima il valore residuo dell'impresa oltre il periodo di *business planed* è la diretta quantificazione dell'aspettativa di valore di uscita.

Questo approccio, come standardizzato da Copeland, Koller e Murrin (2010), è fondamentale per misurare e gestire il valore, offrendo il valore teorico che un *management* ben gestito dovrebbe raggiungere. Al fine di raggiungere il valore dell'impresa devono essere seguiti dei passaggi ben definiti. Il primo è quello di condurre una previsione del flusso di cassa libero (FCF) che l'impresa genererà in futuro, solitamente il periodo considerato è 5 anni, che è la media persistenza di un investimento compiuti da PE. Tale valore indica la liquidità disponibile per tutti i fornitori di capitale, prima degli oneri finanziari. La formula di calcolo più usata è:

$$FCF = NOPAT + D\&A - \Delta NWC - CAPEX$$

Dove:

- NOPAT: reddito operativo netto dopo le imposte ed è calcolato come il prodotto tra l'EBIT e lo scudo fiscale;
- D&A: ammortamenti e svalutazioni, vengono raggiunti perché sono costi non monetari che hanno ridotto il NOPAT, ma non rappresentano un'uscita di cassa;
- ΔNWC : variazione del capitale circolante netto, viene sottratta perché un aumento del WC (ad esempio, aumento delle scorte o dei crediti commerciali) rappresenta un investimento aggiuntivo e, quindi, un deflusso di cassa;
- CAPEX: spese in conto capitale, vengono sottratte in quanto rappresentano uscite di cassa necessarie per l'acquisto o il mantenimento di asset a lungo termine.

Una volta fatta la stima dei flussi di cassa, essi devono essere scontati con un tasso, che è il costo medio ponderato del capitale (WACC) e il suo valore è calcolato con questa formula:

$$WACC = \frac{E}{E+D} K_E + \frac{D}{E+D} K_D (1 - \tau_c)$$

Dove:

- $\frac{E}{E+D}$: peso del capitale proprio, la percentuale di capitale totale rappresentata dal capitale proprio;

- K_E : costo dell'*equity*, solitamente calcolato con il modello CAPM che lo definisce come la somma del tasso di rendimento degli attivi privi di rischio (*risk-free*) e di un premio per il rischio azionario (o di mercato);
- $\frac{D}{E+D}$: peso del debito, la percentuale di capitale totale rappresentata dal debito;
- K_D : costo del debito, il tasso di interesse medio pagato sul debito in essere;
- $1 - \tau_c$: fattore dello scudo fiscale.

Infine, il *terminal value* rappresenta il valore residuo dell'attività operativa dopo il periodo di previsione esplicita dal *business plan*. I due modi principali per calcolarlo sono:

1. Perpetuità

Si utilizza quando si ipotizza che l'azienda non sarà in grado di crescere oltre l'orizzonte esplicito e che i flussi di cassa si manterranno costanti. I due casi sono ad esempio un'azienda matura o in declino perché è presumibile il fatto che l'azienda non abbia più margini per espandersi o il settore sia saturo. Oppure si utilizza semplicemente perché il fondo adotta un approccio più conservativo, preferendo sottostimare la crescita a lungo termine. La formula utilizzata è:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{r}$$

2. Perpetuità crescente – Modello di Gordon

Si utilizza quando si ipotizza che l'azienda manterrà un tasso di crescita stabile (g) e positivo all'infinito. Si usa per aziende con un forte vantaggio competitivo, quindi che hanno un profilo di crescita stabile e sostenibile. La formula è:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{r - g}$$

Dove:

- CF_{n+1} : flusso di cassa del primo anno dopo il periodo di previsione;
- r : tasso di sconto appropriato (ad esempio, WACC o K_e);
- g : tasso di crescita stabile atteso.

Scontando i due valori e sommandoli si ottiene la formula per il valore dell'impresa, che è:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^t}$$

Invece, i multipli di mercato è una valutazione relativa che stima il valore di un'attività confrontandolo con il prezzo al quale sono state scambiate attività simili utilizzando rapporti di mercato standardizzati chiamati multipli. L'idea è semplice: attività simili dovrebbero valere un prezzo simile. Il processo si articola nel determinare un multiplo mediano da un gruppo di aziende comparabili e moltiplicarlo per il parametro finanziario corrispondente dell'azienda in valutazione. In particolare, la valutazione relativa si svolge in tre fasi principali:

1. Selezione delle società comparabili: cioè identificare un gruppo di aziende che operano nello stesso settore, hanno un modello di business simile e un profilo di rischio analogo;
2. Calcolo dei multipli: calcolare i multipli per ciascuna società comparabile utilizzando i loro prezzi di mercato correnti e i dati finanziari;
3. Applicazione e stima del valore: applicare i multipli scelti al parametro finanziario dell'azienda *target* per ottenere una gamma di valori.

In Tabella 9 sono rappresentati i multipli più utilizzati:

Multiplo	Formula	Misura	Utilizzo tipico
P/E	$\frac{\text{Prezzo Azione}}{\text{Utile per Azione (EPS)}}$	Valuta il prezzo di un'azione rispetto ai suoi utili.	Confronto tra società mature; indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per \$1 di utili.
EV/EBITDA	$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBITDA}}$	Valuta l'azienda rispetto alla sua capacità operativa lorda.	Utile per confrontare aziende in settori diversi o con differenti strutture di capitale/tassazione.
EV/EBIT	$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBIT}}$	Simile a EV/EBITDA ma considera l'ammortamento.	Migliore di EV/EBITDA per settori ad alta intensità di capitale (più preciso in termini operativi).
P/B	$\frac{\text{Prezzo Azione}}{\text{Valore Contabile per Azione}}$	Valuta l'azienda rispetto al suo patrimonio netto.	Adatto per banche, assicurazioni e società con molti asset tangibili. Indica potenziale sottovalutazione/sopravvalutazione.
EV/Revenue	$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{Ricavi/Fatturato}}$	Valuta l'azienda in base alle sue vendite totali.	Utile per startup o aziende con utili negativi (in perdita) o molto volatili. Meno sensibile alla manipolazione contabile.

Tabella 9 - Multipli di valutazione

La letteratura concorda sul fatto che i multipli di mercato sono strumenti di valutazione relativa e presentano limitazioni che ne giustificano l'uso affiancato al DCF, che sono:

- Problema della comparabilità: come evidenziato da Kaplan e Ruback (1995), il principale difetto risiede nel trovare aziende che siano veramente comparabili ("apples-to-apples"). Differenze nelle dimensioni, nella struttura del capitale, nella qualità del *management*, nel ciclo di vita aziendale, o nella contabilità possono rendere i multipli non pienamente confrontabili;
- Contesto storico: i multipli riflettono le condizioni di mercato correnti e possono essere influenzati da bolle speculative o da crisi finanziarie, portando a una potenziale sopravvalutazione o sottovalutazione sistemica. Non sono, quindi, sempre un riflesso del valore economico intrinseco.

Per questi motivi, nel *private equity*, i multipli servono principalmente a:

1. Validare il DCF perché forniscono un intervallo di valori rispetto al quale il valore ottenuto dal DCF può essere confrontato, agendo come una verifica esterna, il cosiddetto *sanity check*;
2. Calcolare il valore terminale, infatti sono spesso utilizzati, alternativamente al modello di Gordon, per stimare il *terminal value* attraverso il cosiddetto *Exit Multiple Approach*.

2.1.4. La negoziazione

Una volta terminata la *due diligence* e il valore intrinseco dell'impresa *target* è stato determinato, il processo di sposta verso la fase della negoziazione. È in questo momento che emerge il *valuation gap*, ovvero la differenza tra il valore massimo che il fondo è disposto a pagare e il prezzo minimo che il venditore è disposto ad accettare. Questo divario è quasi inevitabile ed è generato da profonde differenze di prospettiva: il venditore valuta l'azienda sulla base della sua situazione storica "*as is*"; il fondo PE, al contrario, valuta il potenziale futuro "*to be*" legato al suo *value creation plan*, scontandolo a un elevato tasso di rendimento *target*. Questa distanza viene colmata dalla negoziazione, il cui punto di partenza è la presentazione del *term sheet*, che è un documento redatto dall'investitore attraverso il quale si esprime l'interesse nell'acquisire le quote della società. Esso contiene i principali termini economici e contrattuali che regoleranno l'investimento, ma non è vincolante, bensì è solo un accordo tra le parti con l'obiettivo di ridurre al minimo le ambiguità e l'incertezza sul rapporto tra le parti.

In particolare, può essere diviso³³ in:

1. Termini economici: viene indicata la valutazione *pre-money*, l'ammontare complessivo dell'investimento, la struttura dell'operazione, l'utilizzo di fondi la struttura del capitale tramite la *cap table*;
2. Condizioni sospensive: stabilisce le condizioni preliminari essenziali al *closing*, tra cui l'approvazione dell'investimento da parte dell'organo competente del fondo e l'esito soddisfacente della *due diligence*;

³³ Tale divisione è ripresa dal documento "Term Sheet" redatto da AIFI

3. *Governance*: definisce la composizione del consiglio di amministrazione, i diritti di voto riservati all'investitore su materie strategiche e varie clausole che proteggono l'investitore, come la clausola anti-diluitiva e la *liquidation preference*.
4. Meccanismi di *exit*: introduce le clausole che regoleranno il disinvestimento futuro;
5. Clausole vincolanti: contiene impegni immediatamente efficaci, come l'esclusiva di negoziazione e la *break-up fee*.

Per allineare le aspettative e colmare il divario di valutazione, il PE ricorre a sofisticati meccanismi contrattuali e finanziari che distribuiscono il rischio, come la clausola *earn-out*, che è lo strumento principale per superare le differenze nelle proiezioni di crescita. Consiste in una porzione differita e condizionale del prezzo di acquisto, il cui pagamento al venditore è subordinato al raggiungimento di specifici target finanziari, come EBITDA o ricavi, entro un periodo post-acquisizione prestabilito. Questo permette al venditore di "monetizzare" il suo ottimismo, ma solo a fronte di risultati effettivi; oppure un altro meccanismo è l'aggiustamento di prezzo: il prezzo pattuito viene sempre corretto al *closing* in base ai valori effettivi della posizione finanziaria netta e del capitale circolante netto. Tali aggiustamenti garantiscono che l'acquirente si assuma un debito finanziario e un fabbisogno operativo in linea con quanto stabilito nel SPA.

Nelle fasi avanzate, specialmente dopo la presentazione di una *binding offer* o di una lettera d'intenti, che formalizzano i termini della *term sheet*, le parti devono agire in buona fede. Un recesso senza ragioni chiare e ragionevoli può far sorgere una responsabilità precontrattuale, che può portare a richieste di risarcimento per danni.

2.1.5. Closing dell'accordo

Il *closing* dell'accordo rappresenta l'atto finale e formale del processo di investimento, in cui la proprietà dell'azienda *target* viene trasferita legalmente dal venditore al fondo di PE e i fondi vengono erogati. I contratti di acquisizione contengono diverse condizioni sospensive il cui adempimento è obbligatorio prima che il *closing* possa avvenire. Le più comuni sono:

- Disponibilità effettiva del finanziamento, quindi è obbligato fornire la conferma che il fondo PE abbia accesso ai fondi necessari, che siano capitale proprio o di debito;

- Clausola MAC (*Material Adverse Changes*), che consente all'acquirente di ritirarsi se si verifica un evento grave e imprevedibile che impatta significativamente la situazione economica e finanziaria del *target* tra la *binding offer* e il *closing*;
- Continuità operativa, cioè l'assicurazione che il *management* chiave rimanga in azienda o, in alcuni casi, che il *management* uscente abbia lasciato l'azienda secondo accordi e che i contratti essenziali continuino ad essere validi.

Il *closing* non si limita al trasferimento della proprietà, ma attiva una serie di conseguenze legali e fiscali che necessitano di un'attenta gestione da parte dell'acquirente. Il primo è lo *scope* della transazione, in particolar modo i debiti e i crediti. Riguardo al trasferimento di obbligazioni attive e passive della società *target*, la normativa italiana stabilisce principi chiari di tutela per i terzi, in particolare prevede la solidarietà automatica tra il venditore e l'acquirente per i debiti della società esistenti al momento del trasferimento. Di conseguenza, qualsiasi accordo interno tra le parti volto a esonerare una delle due dalla responsabilità non è opponibile ai creditori. Questo principio rafforza la protezione dei creditori in caso di cambio di controllo. Per quanto riguarda i crediti vantati dalla società, invece, non è necessario notificare i debitori del cambiamento di proprietà. La cessione di quote o azioni non influisce sulla titolarità dei crediti che restano in capo alla società stessa, la cui *corporate identity* non è mutata.

Un ulteriore aspetto di rilievo riguarda le operazioni di *leveraged buyout* (LBO), nelle quali è frequente la fusione tra la società veicolo indebitata e il target acquisito, al fine di concentrare nella società operativa gli oneri di rimborso del debito contratto per l'acquisizione. In tale ambito, occorre considerare le restrizioni poste dall'articolo 32 del Testo Unico della Finanza (TUF) in materia di *asset stripping*:³⁴ le società di gestione del risparmio (SGR), ossia i fondi di *private equity*, non possono procedere alla vendita o allo smembramento degli *asset* del *target* entro i 24 mesi successivi all'acquisizione realizzata tramite *share deal*³⁵. Tale norma mira a evitare operazioni speculative che possano compromettere la continuità aziendale e la salvaguardia del tessuto economico. Diversamente, tale vincolo non si applica in caso di

³⁴ Operazione con cui una società aliena o smembra i propri beni o attività, spesso a beneficio dei soci o di entità collegate, a scapito della continuità aziendale o dei creditori.

³⁵ Transazione in cui l'acquirente acquisisce azioni o quote del target, diventandone direttamente socio. In questo caso, l'acquirente eredita anche tutte le passività e obbligazioni della società acquisita, salvo clausole specifiche nel contratto.

acquisizione realizzata mediante *asset deal*³⁶. Infine, sotto il profilo fiscale, particolare attenzione deve essere rivolta alla deducibilità degli interessi passivi derivanti dal debito contratto dalla *NewCo*³⁷ nell'ambito dell'operazione di LBO. Storicamente, l'agenzia delle entrate ha contestato la deducibilità integrale di tali oneri quando il debito risultava, di fatto, trasferito sull'entità fusa. Sebbene la giurisprudenza della corte di cassazione abbia successivamente chiarito che la deducibilità è ammessa in presenza di valide ragioni economiche e di coerenza con la strategia industriale del fondo, la materia resta complessa e suscettibile di interpretazioni restrittive.

2.1.6. Monitoraggio, corporate governance e creazione di valore

La fase successiva al *closing* rappresenta la trasformazione del fondo da acquirente a gestore attivo dell'investimento, focalizzato sulla creazione di valore e sul rigoroso della *performance*. Questo processo non è meramente finanziario, ma si basa su una profonda ingegneria istituzionale e manageriale, finalizzata a risolvere i problemi di agenzia e a massimizzare l'IRR in vista dell'*exit*. Lo studio fondamentale di Acharya, Gottschalg, Hahn e Kehoe (2011) sulle transazioni di *buyout* europee evidenzia come il PE crei valore principalmente attraverso modifiche strutturali alla *corporate governance*. Tali modifiche si concentrano sull'allineamento degli incentivi, tramite l'introduzione di piani di incentivazione basati sull'*equity*, come le *stock option*, per il *top management*, e su un monitoraggio attivo del *board*, assicurato dalla presenza di direttori designati dal fondo con specifica esperienza nel settore. L'impatto maggiore si riscontra nei casi di "Room for Improvement", ovvero nelle acquisizioni di aziende che presentavano una *governance* iniziale debole. La creazione di valore è implementata attraverso un binomio di "azioni" e "regole": le "azioni" includono *l'active board service* per supportare le decisioni strategiche e imporre una disciplina rigorosa, lo sviluppo di processi di *performance evaluation and review* per misurare il valore, e la ricerca del *management* corretto, sfruttando il *network* del PE. Invece, le "regole" per proteggere il valore creato sono meccanismi contrattuali necessari per blindare l'investimento e facilitare

³⁶ Transazione in cui l'acquirente acquisisce singoli beni e diritti del target (come immobili, brevetti, contratti, scorte), piuttosto che le azioni o quote della società. L'acquirente assume solo le passività espressamente pattuite, e non tutte quelle del target.

³⁷ La società creata dalla fusione

l'uscita. Essi includono il *lock-up* che vieta la vendita delle partecipazioni per un certo periodo; la *staging technique*, che subordina l'erogazione di tranches successive al raggiungimento di *milestones* finanziarie; i *tag-along rights* e, soprattutto, i *drag-along rights*³⁸. Quest'ultimo è un meccanismo fondamentale per massimizzare il prezzo di vendita consentendo al PE di cedere il 100% della società. La piena efficacia di queste "regole" si ottiene con la loro formalizzazione legale: come già stabilito in fase di *closing*, gli accordi tra soci devono essere trasferiti e integrati nello statuto della società in modo da ottenere la massima protezione e opponibilità legale. Questa ingegneria istituzionale assicura che il potenziale di *value creation* identificato nella selezione del *target* si traduca in ritorni effettivi al momento dell'*exit*.

2.2. Modelli di intervento

La letteratura economica distingue, all'interno dell'ampio mercato del *private equity*, tipi di finanziamento diversi in relazione alla fase di sviluppo dell'impresa finanziata, mettendo in evidenza le diverse caratteristiche, i differenti strumenti e rischi che l'attività assume. In particolare, si distingue tra: finanziamento dell'avvio dell'impresa, supporto allo sviluppo e il sostegno finanziario per operazioni di *later stage* e finanza straordinaria. Ogni modello di intervento risponde a obiettivi distinti: nel finanziamento dell'avvio, il capitale di rischio è destinato a sostenere l'innovazione e la validazione del modello di business; nello stadio di espansione, il capitale viene impiegato per accelerare la crescita; mentre nelle operazioni di finanza straordinaria l'obiettivo è la ristrutturazione o il ricambio della proprietà, con enfasi sull'efficienza e sulla creazione di valore operativo.

³⁸ Queste clausole sono affrontate nel dettaglio nel capitolo 3.3

2.2.1. Finanziamento dell'avvio dell'impresa

Il finanziamento dell'avvio dell'impresa è un processo complesso dato che è associato ad un alto rischio ma è cruciale per la crescita economica e l'innovazione. La letteratura lo inquadra non solo come una transazione finanziaria, ma come un meccanismo di selezione, segnalazione e *governance* fondamentale per sostenere la crescita delle imprese ad alto potenziale. L'*early stage financing* si articola tipicamente in due sottofasi: il *seed financing* e lo *startup financing*, due momenti distinti ma complementari del percorso di crescita di un'impresa innovativa. Il *seed financing* rappresenta la fase iniziale del capitale di rischio, destinata a trasformare un'idea imprenditoriale in un progetto operativo. In questa fase, le risorse raccolte vengono impiegate per sviluppare un prototipo, validare la fattibilità tecnica e commerciale del prodotto e definire il modello di *business*. L'impresa si trova ancora in una condizione di forte incertezza e assenza di flussi di cassa positivi, per cui gli investitori assumono un rischio elevato in cambio di una quota significativa di partecipazione azionaria. Invece, lo *startup financing* interviene in una fase successiva, quando l'impresa ha già superato la validazione iniziale e dispone di un prodotto funzionante o dei primi ricavi. L'obiettivo è sostenere la crescita operativa, l'ingresso sul mercato e la costruzione di una struttura organizzativa più solida. A questo livello partecipano prevalentemente fondi di *venture capital early-stage*, con tagli d'investimento superiori e strumenti contrattuali più strutturati. Il rischio rimane elevato, ma è parzialmente mitigato dalla presenza di indicatori di trazione e di un modello di *business* più definito. Oltre ad una distinzione dal punto di vista della maturità dell'azienda e quindi dai bisogni di essa, c'è anche una distinzione per quanto riguarda gli investitori, infatti i principali attori del primo segmento sono i *business angels*; invece, nelle fasi successive intervengono i *venture capitalists*. Sono entrambi considerati come delle sottocategorie del *private equity* e in particolare, i primi sono tipicamente individui che investono il proprio capitale personale in *startup* con investimenti tipici tra \$25.000 e \$250.000 e agiscono nelle fasi di maggiore incertezza e applicano una *due diligence* informale. Mentre i *venture capitalists* sono investitori istituzionali formali che gestiscono fondi raccolti da terzi e intervengono in *round* successivi con investimenti tipici di \$1-10 milioni, richiedendo un'analisi più estesa, formale e basata su *spreadsheet*. Spesso, i VC e talvolta gli *Angel* non investono da soli, ma attraverso la *syndication*, ovvero il co-investimento di più investitori nello

stesso *round*. Questa pratica è cruciale per tre ragioni: distribuzione del rischio, aggregazione di capitali e, soprattutto, gestione dell'informazione.

L'ingresso di questi attori e la struttura del loro investimento sono modulati dall'alto rischio. Gli investitori *seed*, riconoscendo la massima asimmetria informativa e la necessità di incentivare l'imprenditore, spesso accettano diritti di controllo contrattuali inferiori e strumenti di investimento che li escludono dalla compagine sociale e dai relativi diritti di controllo. Il motivo è quello di concedere maggiore flessibilità e controllo all'imprenditore. L'analisi costi-benefici della scelta è stata condotta da Wallmeroth et al. (2017) nel loro studio intitolato: "Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: a literature review" in cui gli autori evidenziano come, nelle fasi *seed*, il minor grado di controllo formale da parte degli investitori rappresenti un equilibrio razionale tra benefici e costi del monitoraggio. I benefici derivano innanzitutto dal fatto che gli imprenditori, in questa fase, detengono una quota significativa di *equity*, circostanza che allinea in modo naturale i loro interessi a quelli degli investitori e riduce pertanto la necessità di meccanismi di *governance* esterni volti a mitigare i costi d'agenzia. Inoltre, la condizione di costante vincolo di cassa esercita una forma di disciplina esterna: la dipendenza da ulteriori *round* di investimento incentiva l'imprenditore a mantenere comportamenti virtuosi, rendendo meno urgente l'introduzione di controlli formali. A ciò si aggiunge il fatto che nelle primissime fasi, i conflitti orizzontali tra azionisti sono pressoché inesistenti, poiché il capitale è concentrato nelle mani del fondatore e di pochi investitori iniziali, e dunque non si avverte la necessità di costruire complessi meccanismi contrattuali per gestire potenziali divergenze di interesse. D'altra parte, l'introduzione di forme di controllo stringenti risulta spesso controproducente e costosa. Nelle fasi *seed* l'asimmetria informativa è infatti massima: le informazioni a disposizione dell'investitore sono limitate, le metriche di *performance* ancora incerte e il monitoraggio risulta inefficiente. Inoltre, un eccesso di controllo può compromettere la motivazione dell'imprenditore, che rappresenta la risorsa più critica nella fase di avvio, limitandone la libertà decisionale e riducendo la propensione all'innovazione e l'impegno specifico verso l'impresa. La riluttanza degli investitori *seed* ad esercitare controlli si traduce nell'uso diffuso di strumenti a capitale differito come il SAFE e le *convertible note*, i quali consentono all'investitore di ritardare l'assunzione dei diritti di *governance* finché l'impresa non raggiunge una fase più stabile e con maggiore trasparenza informativa. In particolare, il

Simple Agreement for Future Equity è stato introdotto da Y Combinator³⁹ e secondo la definizione proposta da Investopedia, il SAFE è “*un accordo tra un investitore e una società che fornisce all’investitore il diritto di ricevere una partecipazione azionaria in un momento futuro, generalmente al verificarsi di un successivo round di finanziamento*” (Investopedia, 2024). Il SAFE non genera debito, a differenza della nota convertibile che è uno strumento finanziario ibrido, formalmente strutturato come debito, che può essere convertito in *equity* in un *round* di finanziamento futuro della *startup*.

Come detto precedentemente, il processo di finanziamento è dominato dell’asimmetria informativa e ciò può generare il fenomeno della selezione avversa, in cui gli investitori rischiano di finanziare progetti di bassa qualità e quindi, per ridurre questo rischio, cercano segnali di qualità. Tali segnali di manifestano in più livelli: il primo è la scelta dell’investitore e dello strumento contrattuale. Secondo il modello di segnalazione, le *startup* con maggiori probabilità di successo scelgono spesso di farsi finanziare da *venture capitalist* in fase *seed*, accettando una maggiore diluizione iniziale in cambio del forte segnale di qualità che il coinvolgimento del VC invia al mercato e ai futuri investitori, contribuendo a ottenere valutazioni più elevate nei round successivi (Kim e Wagman, 2016). In modo complementare, alcune *startup* di alta qualità preferiscono strumenti come il SAFE per posticipare la valutazione e ridurre il rischio di sottovalutazione prematura, confidando che la loro qualità sarà resa evidente nel *round* successivo (Parra e Winter, 2022). Entrambe le strategie comunicano fiducia nel progetto e fungono da segnale di qualità, sebbene agiscano su dimensioni diverse: il VC segnala reputazione esterna e coinvolgimento attivo, mentre il SAFE segnala sicurezza nella crescita futura e nella capacità di generare valore.

Il secondo livello invece sono i segnali finanziari e contabili; infatti, nonostante le *startup* abbiano poche vendite o addirittura perdite in bilancio, la trasparenza e la qualità delle informazioni contabili fungono da segnale di credibilità e di professionalità come illustrato da Kisseleva et al. (2023), che studiano proprio l’importanza di queste informazioni. Inoltre, la ricerca empirica del *paper* identifica quali indicatori contabili esercitano la maggiore influenza sulla decisione e sulla valutazione degli investitori nelle fasi iniziali e sono: gli utili contabili correnti che segnalano la capacità di contenere le perdite e la sostenibilità del modello di

³⁹ Acceleratore di startup fondato nel 2005

business; gli utili ritenuti, ossia i profitti reinvestiti nell’azienda, che indicano la capacità di generare flussi di cassa interni e un business più solido. Infine, la struttura del capitale proprio che fornisce elementi cruciali per valutare i rischi futuri e la possibile diluizione. Analogamente, nelle proiezioni finanziarie, l’attenzione a metriche come l’efficienza operativa, la scalabilità, il *burn rate*⁴⁰, *runaway*⁴¹ e il rapporto LTV/CAC⁴² contribuisce a rafforzare la fiducia degli investitori e a ottimizzare la valutazione (Mehmood e Zaman, 2025).

Infine, il terzo livello riguarda i segnali psicologi, legati alle caratteristiche personali dell’imprenditore. Sulla base di evidenze social-psicologiche relative alla percezione e al giudizio sociale, integrate con risultati empirici della letteratura sull’imprenditorialità, il lavoro di Svetek (2023) “*The Role of Entrepreneurs’ Perceived Competence and Cooperativeness in Early-Stage Financing*” afferma che gli investitori in *equity early-stage* valutano principalmente due dimensioni per selezionare gli imprenditori in cerca di finanziamento: la competenza, intesa come esperienza e conoscenza del mercato, e la cooperatività, ovvero la disponibilità dell’imprenditore a collaborare e farsi guidare.

L’evoluzione del finanziamento d’avvio è una risposta dinamica alle lacune del mercato, spinta da fattori elencati nel paper “*New players in entrepreneurial finance and why they are there*”(Block et al., 2017). In particolare, questi fattori combinano sia la sfera dell’offerta sia quella della domanda. I fattori di offerta riguardano la disponibilità e facilità di erogazione del capitale: tassi d’interesse bassi e mercati azionari volatili hanno spinto investitori istituzionali e privati a cercare rendimenti più elevati nel capitale di rischio. Inoltre, i progressi tecnologici e l’emergere di internet hanno ridotto i costi di transazione e monitoraggio, rendendo possibili piattaforme di *crowdfunding* e *peer-to-peer lending* prima logisticamente impossibili. Invece, i fattori di domanda derivano dalle esigenze degli imprenditori. Il desiderio di minimizzare la diluizione della proprietà spinge le *startup* a preferire strumenti di debito o finanziamenti ibridi che ritardano la cessione di *equity*. Allo stesso tempo, i cambiamenti nelle istituzioni finanziarie tradizionali, come la stretta creditizia successiva alla crisi finanziaria, hanno incentivato le imprese senza *asset* a cercare fonti alternative di capitale. Quindi si sta

⁴⁰ Quanto denaro si brucia ogni mese

⁴¹ Quanto tempo la *startup* può sopravvivere prima di finire la cassa

⁴² Lifetime Value (LTV) del Cliente rispetto al Customer Acquisition Cost (CAC)

assistendo ad un aumento di attori nel mercato, tra cui: piattaforme ibride, acceleratori e incubatori.

Il successo del *fundraising* dipende dalla capacità dell'imprenditore di gestire strategicamente i segnali, dalla scelta dello strumento contrattuale alla dimostrazione di competenza finanziaria e personale, all'interno di una rete di finanziatori interconnessi, in cui le decisioni finanziarie, contrattuali e relazionali sono tutte intrecciate per mitigare il rischio, rafforzare la *governance* e massimizzare la crescita potenziale della *startup*. Il successo di questo ecosistema, tuttavia, non è garantito e dipende profondamente dal contesto istituzionale in cui opera. L'Unione Europea continua a mostrare un significativo *gap* negli investimenti in VC rispetto agli Stati Uniti (Arnold et al. 2024). Questo *deficit* ha radici profonde che vanno oltre la semplice disponibilità di capitale. A questo proposito, l'analisi condotta dalla Banca d'Italia già nel 2002 (Quaderno n. 55) sul VC come strumento per lo sviluppo delle PMI, sottolineava come l'adeguatezza dell'ordinamento giuridico nazionale fosse un fattore critico. Le rigidità societarie e la mancanza di incentivi fiscali adeguati, storicamente presenti nei sistemi bancocentrici come quello italiano, hanno ritardato l'adozione e l'efficacia degli strumenti di *equity* più avanzati. I dati in Italia sono stati raccolti dall'osservatorio VeM e IBAN, che ha monitorato un totale di 406 investimenti in *early stage*, di cui 372 sono in startup con sede in Italia e 34 in startup estere promosse a *founder* italiani. Questi investimenti includono *venture capital*, che hanno svolto 213 investimenti, i *business angels* a cui sono riconducibili 75 investimenti e i rimanenti sono deal promossi dalla collaborazione delle due sfere. Gli investimenti complessivi ammontano a circa 2 miliardi di euro, che è rappresentata da oltre il 60% dalle sole operazioni di VC. Il rapporto studia anche la tipologia di operazione compiuta e indica il fatto che le iniziative imprenditoriali di matrice privatistica ricoprono ancora la maggioranza del mercato (84%) e che il Nord si attesta al 67% del valore registrato nel 2024. Il settore che ha maggiormente attratto l'interesse degli investitori è l'ICT (38%) seguito dal settore delle biotecnologie (9%) e dai servizi finanziari (8%). Invece, per quanto riguarda il BA, il 73% delle operazioni monitorate sono avvenute in syndication, e gli investimenti ammontano a 74,5 milioni (non considerando le operazioni avvenute in sindacato). Come nel VC, il settore in cui sono avvenuti più deal è l'ICT e la regione più attiva è la Lombardia. Un dato rappresentativo è che '84% delle aziende target è iscritta nel Registro speciale della Camera di

Commercio per le Imprese Innovative, che è una segnalazione di qualità forte per gli investitori e permette anche all'accesso a incentivi fiscali.

2.2.2. Supporto allo sviluppo

Una volta esaurita l'analisi finanziamento dell'avvio, il panorama del *private equity* si sposta sulla cruciale fase di sostegno allo sviluppo e all'espansione, nota come *growth equity* (GE) o *expansion financing*. Questo segmento non solo rappresenta la logica evoluzione per le aziende che hanno validato il proprio modello di *business*, ma è anche di fondamentale importanza sistematica. L'esperienza italiana, in particolare, evidenzia come le imprese scontino non solo difficoltà alla nascita, ma soprattutto persistenti problemi di crescita dimensionale e di *scale-up*. Il *growth equity* interviene per colmare questo divario, fornendo il capitale paziente necessario per l'espansione geografica, lo sviluppo di nuovi prodotti o l'integrazione tramite acquisizioni strategiche. Da un punto di vista quantitativo, l'*expansion financing* rappresenta un comparto rilevante dell'attività totale di *private equity* per numero di operazioni. Questa metrica è cruciale per comprendere la diffusione del GE, poiché, a differenza dei *buyout*, i fondi di GE effettuano investimenti iniziali significativamente più piccoli rispetto ai *buyout* e acquisiscono quote di minoranza. Il rapporto AIFI mostra proprio la differenza tra l'ammontare investito medio nei vari segmenti, e per l'*expansion* la cifra si aggira intorno ai 12,4 milioni di euro, mentre per il *buyout* 35,3 milioni. Inoltre, le aziende target del GE, essendo tendenzialmente più mature e meno esposte al rischio estremo, attirano un bacino di investitori privati più ampio rispetto all'*early stage*, evidenziando nuove e significative linee di tendenza nel mercato dei capitali privati. Sempre secondo il rapporto AIFI gli operativi attivi nel mercato sono 31.

Il *growth equity* si differenzia per operare con un profilo di rischio più stabile, acquisendo partecipazioni di minoranza in aziende vicine o già in stato di profitabilità, spesso caratterizzate da una maggiore intensità di *asset* intangibili come rilevato dall'analisi condotta da Lavery et al (2025) che identica il profilo della società target per poi studiarne gli effetti. Questa struttura si accompagna a un *holding period* significativamente più breve (mediana di circa 3,3 anni), mirando a un'accelerazione rapida del valore. Nonostante l'approccio non-

controllo, la sua *performance* si allinea a quella del *buyout*, in particolare secondo l'analisi di AIFI nel documento “*Le performance nel mercato italiano del private equity e venture capital nel 2024*” l'IRR lordo aggregato del GE si attesta intorno 16,4% mentre quello del buyout 18,2% nel 2024 e ad esempio nel 2023 il settore ha sovraperformato rispetto ai *buyout* con un valore di 25,7% contro il 15,4%. La struttura di minoranza nel GE impone una sostanziale omogeneità di contenuto legale con il *venture capital*, richiedendo l'adozione di mezzi endosocietari, come *liquidation preferences* e diritti di voto, per mitigare il problema di agenzia orizzontale. Dal punto di vista della finanza aziendale, la scelta del GE di iniettare prevalentemente capitale proprio è cruciale e strategicamente motivata. Il lavoro “*Expansion financing and capital structure*” di Sarkar (2007) esplora proprio le decisioni di struttura del capitale e di finanziamento dell'espansione per un'azienda. In particolare, la teoria dimostra che, per le aziende che possiedono grandi opportunità di crescita, la componente di debito è generalmente una funzione decrescente di tali opportunità, il che giustifica l'approccio *equity-focused* del GE. Più importante, l'apporto di nuovo *equity* da parte del PE è la soluzione diretta per risolvere il problema di sotto-investimento causato dal *debt overhang*. Questo specifico *agency problem* sorge quando gli azionisti esistenti, di fronte a un debito elevato, sono riluttanti a investire nuovo capitale proprio in progetti a valore attuale netto positivo, poiché i benefici andrebbero primariamente ai creditori, riducendo il rischio del debito esistente, piuttosto che agli azionisti stessi. Il capitale del GE, dunque, agisce come una spinta necessaria per sbloccare l'investimento.

Il vero fattore distintivo del GE risiede nel *value creation* strategico e operativo, un aspetto ampiamente supportato da studi empirici. I dati dimostrano che le aziende sostenute dal GE superano drasticamente le controparti non finanziate in termini di crescita delle vendite, degli utili, degli *asset* e, in modo cruciale, dell'occupazione (Lavery et al, 2025). Questa espansione è spesso finanziata da una crescita accelerata del *leverage* post-investimento, suggerendo che l'*equity* sblocca la capacità di indebitamento dell'azienda. L'efficacia di questa crescita è indissolubilmente legata al capitale umano del fondo: l'accelerazione di strategie complesse come le *add-on acquisitions*, è significativamente correlata alla diversità sociodemografica e funzionale dei *team* di acquisizione, come studiato da Jelic et al (2025). Tuttavia, l'estrema pressione per la creazione di valore in un *holding period* ridotto impone una prospettiva critica: il rischio di ottenere rendimenti elevati tramite una focalizzazione

sul *payback* rapido può portare a un sotto-investimento in R&D e capitale umano a lungo termine, ponendo un dilemma sulla sostenibilità complessiva del *value-add*.

2.2.3. Sostegno finanziario per operazioni di Later Stage e Finanza Straordinaria

Dopo aver analizzato il supporto finanziario nelle fasi iniziali e di espansione, l'attenzione si sposta ora sulle operazioni di *later stage financing* e finanza straordinaria. Queste tipologie di investimento in *private equity* intervengono generalmente in aziende che hanno raggiunto una fase di maturità, ma che si trovano di fronte a momenti cruciali, come la necessità di cambiamenti proprietari, passaggi generazionali, o processi di ristrutturazione profonda. A differenza delle fasi precedenti, dove l'obiettivo primario è finanziare la crescita organica, qui l'intervento finanziario è strettamente legato a una riorganizzazione strategica, gestionale o del capitale. Il capitale non viene utilizzato solo per l'espansione, ma per riallocare il controllo, liquidare azionisti o risanare l'azienda. Gli operatori di PE che si dedicano a queste attività forniscono un "pacchetto" di supporto che va oltre la semplice immissione di liquidità. Essi apportano competenze manageriali, accesso a nuovi mercati e, soprattutto, la capacità di strutturare operazioni finanziarie complesse che spesso coinvolgono un elevato utilizzo della leva finanziaria. L'obiettivo comune resta la creazione di valore in vista della dismissione della partecipazione entro un orizzonte temporale definito. In questa sezione verranno analizzate tre categorie fondamentali di intervento che caratterizzano la finanza straordinaria moderna:

1. Il *buyout*, in cui l'intervento finanziario è mirato all'acquisizione del controllo societario, sfruttando spesso la tecnica del *leveraged buyout*;
2. Il *replacement capital*, dove il capitale viene fornito per consentire l'uscita di azionisti esistenti, modificando la compagine societaria senza iniettare nuove risorse direttamente nel *core business*;
3. Il *turnaround*, l'intervento più rischioso, focalizzato sulla fornitura di capitali per il risanamento e il rilancio di aziende in crisi o in stato di *distress finanziario*.

L'analisi di questi modelli permetterà di comprendere come il *private equity* agisca non solo come catalizzatore di crescita, ma anche come fondamentale strumento di ricomposizione e razionalizzazione del tessuto imprenditoriale in contesti di cambiamento o difficoltà.

2.2.3.1. Buyout

L'operazione di *buyout* si definisce come l'acquisizione di una partecipazione di controllo, spesso la maggioranza, in un'azienda matura e consolidata, realizzata da un investitore finanziario o da un gruppo di *manager*. Questa operazione finanziaria è quasi sempre strutturata come *leveraged buyout*, una tecnica cruciale che, come definito da Kaplan e Strömberg (2009) nel loro lavoro “*Leveraged Buyouts and Private Equity*”, prevede l'acquisto di una società utilizzando una quantità significativa di debito rispetto a una porzione relativamente piccola di *equity*. Questo meccanismo puramente finanziario è intrinsecamente legato alla sua funzione di *governance* e disciplina: Jensen (1986) fornisce la giustificazione teorica più influente attraverso l'ipotesi dei costi di agenzia del *free cash flow (FCF)*. Jensen sostiene che, nelle grandi società con proprietà dispersa, i *manager* tendono a investire il FCF in progetti di basso valore o negativi⁴³. L'alto livello di debito imposto dall'LBO agisce come un meccanismo di disciplina esterna e superiore ai controlli interni. Il debito crea un impegno vincolante per i *manager*, che sono costretti a pagare sotto forma di interessi e rimborso del capitale, grandi quantità di *cash flow* ai creditori, riducendo drasticamente il FCF discrezionale disponibile per decisioni di investimento sub-ottimali. Questa disciplina del *cashflow* è ciò che garantisce che la società migliori le sue *performance* operative, innalzando il ROI e assicurando che sia superiore al costo del debito, condizione essenziale affinché l'effetto leva si manifesti e amplifichi il ROE per l'azionista di PE.

Il meccanismo operativo è preciso: il fondo e il *management* costituiscono una società veicolo, la *NewCo* o *BidCo*, la quale si indebita per finanziare la maggior parte dell'acquisizione. Dopo l'acquisto, attraverso una fusione per incorporazione, il debito viene trasferito sul bilancio della società *target*, che sarà responsabile del rimborso mediante i flussi di cassa operativi futuri generati. La struttura finanziaria tipica di un LBO combina debito *senior*, cioè garantito

⁴³ Un fenomeno noto come *empire building*

da *asset* e con priorità di rimborso, debito *mezzanine* o subordinato, che è a rendimento più elevato, ed *equity* fornito dal fondo e dal *management*, con rapporti medi tra debito ed *equity* che variano generalmente tra 60/40 e 80/20, a seconda della stabilità dei flussi di cassa e della solidità dello *sponsor*. In alcune operazioni possono inoltre essere presenti strumenti ibridi come *vendor loan*⁴⁴, *bridge loan*⁴⁵ o PIK (*payment-in-kind*)⁴⁶, utilizzati per ottimizzare la leva complessiva e la flessibilità finanziaria dell'operazione. Questo massiccio indebitamento non è casuale: genera uno scudo fiscale significativo grazie alla deducibilità degli interessi passivi, un fattore che Krantz e Gustafsson (2020) e Renneboog e Vansteenkiste (2017) confermano essere un determinante importante della probabilità di *going-private* tramite LBO. Tuttavia, questo modello è un'arma a doppio taglio: se i *cash flow* calano, l'eccessivo indebitamento introduce un rischio finanziario elevato di insolvenza e i *covenants* bancari limitano la flessibilità gestionale.

Invece, per quanto riguarda la selezione del *target* esso è un processo strategico. L'azienda ideale deve possedere flussi di cassa forti, stabili e prevedibili per sostenere il debito, *asset* solidi per le garanzie bancarie e una posizione di mercato consolidata. Le analisi empiriche mostrano che la logica di acquisizione dipende dalla natura del *target*: le aziende pubbliche sono ideali per risolvere i costi di agenzia e si caratterizzano per alti FCF e basse prospettive di crescita (Krantz & Gustafsson, 2020). Al contrario, le aziende già private sono scelte principalmente per alleviare i vincoli di investimento, con il PE che fornisce il capitale necessario per finanziare l'espansione e la crescita degli *asset*, portando a un aumento di CAPEX e crescita delle vendite (Chung, 2011).

Le tipologie di *Buyout* si distinguono a seconda di chi guida l'operazione. L'MBO (*Management Buyout*) è un "insider driven buyout", promosso dal management interno esistente, che basa la creazione di valore primariamente sulla profonda conoscenza aziendale e sulla crescita tramite acquisizioni. Al contrario, l'MBI (*Management Buy-In*) è un "outsider driven buyin",

⁴⁴ Finanziamento concesso direttamente dal venditore all'acquirente per agevolare il pagamento del prezzo di acquisto. È una forma di credito "differito" in cui il venditore accetta di ricevere una parte del corrispettivo in un momento successivo al closing, spesso a condizioni agevolate.

⁴⁵ Prestito ponte a breve termine, concesso per coprire il fabbisogno finanziario temporaneo dell'operazione in attesa di una fonte di finanziamento definitiva (ad esempio un'emissione obbligazionaria o rifinanziamento bancario). Di norma ha durata e tassi più elevati rispetto ai finanziamenti ordinari.

⁴⁶ Strumento finanziario che consente al debitore di corrispondere gli interessi non in denaro, ma mediante emissione di ulteriori titoli di debito o capitale. È usato per ridurre la pressione di cassa nelle fasi iniziali dell'investimento, ma comporta un aumento dell'indebitamento complessivo nel tempo.

guidato da manager esterni che il fondo di PE intende insediare; in questo caso, il valore è generato maggiormente attraverso la razionalizzazione delle operazioni e le dismissioni di asset (Nikoskelainen & Wright, 2007). Il BIMBO (*Buy-In Management Buyout*) combina l'esperienza interna e quella esterna. Nel mercato italiano, le operazioni di *buyout* rappresentano storicamente il segmento prevalente del mercato *private equity*; secondo il rapporto di AIFI “*Performance 2024*”. Un'ulteriore tipologia, cruciale per le dinamiche finanziarie del mercato PE, è il *secondary buyout* (SBO), ovvero la vendita di un'azienda da un fondo di PE ad un altro. De Maeseneire e Brinkhuis (2007), nella loro analisi sui *buyout* europei, dimostrano che gli SBO tendono ad avere livelli di leva finanziaria intrinsecamente e significativamente più alti rispetto ai *buyout* primari. Questo risultato è in linea con l'evidenza che la leva finanziaria è pro-ciclica e guidata dalle condizioni di mercato e dalla reputazione dello *sponsor*. Dato che gli SBO avvengono spesso in mercati del debito liquidi e coinvolgono *target* già ristrutturati e *cash flow* testati, le banche sono più propense a fornire livelli di debito maggiori, massimizzando l'effetto leva per il secondo fondo di PE.

La creazione del valore in un LBO è un processo che si sviluppa lungo l'intero periodo di detenzione. La fonte primaria di valore risiede nel miglioramento della *corporate governance* e nell'efficienza operativa. La disciplina del debito costringe l'azienda a operare in modo efficiente. Il PE implementa una proprietà concentrata, un monitoraggio più efficace e fornisce al *management* incentivi molto potenti tramite la partecipazione azionaria, allineando gli obiettivi del gestore con quelli del fondo. Cruciale, in tutti i casi, è la gestione attiva del fondo, il quale interviene non solo con il capitale, ma attraverso l'implementazione del piano di creazione di valore, migliorando l'efficienza, supportando *add-on acquisitions*⁴⁷ o ristrutturando la *governance*. Questa attività include i miglioramenti operativi, cioè aumenti di produttività e margini, la crescita strategica, come la strategia *Buy-and-Build* che è un potente meccanismo di creazione di valore: Bansraj e Smits (2017) la definiscono come un portafoglio interattivo di opzioni reali che combinano una piattaforma iniziale con una serie di acquisizioni successive e un'opzione di uscita. Il valore generato deriva dalla capacità del fondo di consolidare settori frammentati tramite le *add-on acquisitions*, aumentando il valore della

⁴⁷ Operazioni di acquisizione complementare effettuate da una società già partecipata da un fondo per integrare aziende più piccole o sinergiche. L'obiettivo è accrescere la scala operativa, ampliare l'offerta di prodotti o servizi e generare sinergie commerciali o di costo.

piattaforma attraverso sinergie e un premio di dimensione, elementi che fanno aumentare il valore dell'opzione di uscita finale. L'efficacia della strategia B&B è determinata da condizioni ottimali quali l'alta frammentazione del settore e la presenza di buone opportunità di exit. Oltre a questi miglioramenti strategici e operativi, si ha anche la cattura di valore attraverso l'aumento del multiplo di valutazione.

Questi sforzi si traducono in *performance* finanziarie concrete, misurate in termini di IRR lordo aggregato e *cash multiple*. Ad esempio, nel mercato italiano, l'analisi delle *performance* storiche aggregata mostra che gli investimenti in *private equity* e *venture capital* realizzano un *cash multiple* medio implicito di 1.5x su un orizzonte decennale (10YR), calcolato sulla base dei flussi di cassa in ingresso e in uscita realizzati dal campione di operatori.

Infine, la scelta del livello di leva finanziaria è determinante e non è guidata dalle teorie classiche sulla struttura del capitale, ma dalle condizioni del mercato del debito. La leva è più alta quando gli *spread* sul debito sono bassi e la liquidità è abbondante. I fondi con una migliore reputazione accedono a livelli di debito superiori, poiché i prestatori si fidano della loro capacità di eseguire ristrutturazioni con successo (De Maeseneire & Brinkhuis, 2020). In conclusione, sebbene l'LBO offra una moltiplicazione dei rendimenti e un vantaggio fiscale, il suo successo è vincolato all'abilità del PE di selezionare target con i giusti *cash flow* e di attuare una gestione attiva per implementare il piano di creazione di valore, mitigando al contempo l'elevato rischio finanziario e le limitazioni imposte dai *covenants* bancari.

2.2.3.2. Replacement

Il *replacement capital* si configura come una modalità d'ingresso per i fondi, essa è una pura operazione di *equity* finalizzata alla ristrutturazione della base azionaria: il capitale investito dal fondo non viene iniettato nelle casse della società *target* per finanziare la crescita operativa, ma è destinato interamente all'acquisto di quote azionarie esistenti, offrendo liquidità e una via d'uscita a soci venditori, spesso di minoranza, non allineati o uscenti per un passaggio generazionale. AIFI definisce questa strategia come segue: “*Investimento di minoranza finalizzato alla riorganizzazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più*

*interessati a proseguire l'attività". La funzione economica primaria del RC consiste nel risolvere il conflitto di agenzia tra gli azionisti, raggiungendo l'essenziale allineamento degli interessi non attraverso la leva finanziaria, ma mediante la disciplina della *governance* e l'esercizio di *active ownership* da parte del fondo. L'intervento, pur non iniettando liquidità, ne migliora l'efficienza strutturale, la professionalizzazione della *corporate governance* e, operando in modo propedeutico, consente all'impresa di alleviare i vincoli di investimento per la crescita futura. Nel contesto italiano rappresenta una piccola fetta di mercato dal momento in cui nel 2024 gli operatori attivi sono solo 2 e sono state effettuate solamente 5 operazioni, però l'ammontare medio del singolo investimento è di 100 milioni di euro.*

2.2.3.3. Turnaround

Il processo di risanamento aziendale di un'impresa sottoperformante può essere necessario per alcune imprese per evitare la bancarotta, però prima di arrivare a questa situazione, l'azienda passa diverse fasi: la prima è la crisi finanziaria che se non risolta può finire nell'insolvenza, che a differenza di una semplice crisi, ha un'alta probabilità di essere irreversibile e quindi condurre alla bancarotta. Una crisi può essere scaturita da diversi fattori, classificabili in due categorie principali: esogeni ed endogeni. La prima include fattori esterni all'impresa e sono legati all'andamento del contesto economico e geopolitico generale. Riguardano l'intero sistema economico e sono tipicamente fuori dal controllo diretto del *management*. Ad esempio, tra i fattori macroeconomici che hanno colpito l'Italia negli ultimi decenni si può citare la pandemia del Covid-19 nel 2020, crisi finanziaria nel 2009, Scoppio della bolla *Dot-com* nel 2001 e post-Euro. Tra i principali fattori esogeni che portano alla crisi finanziaria ci sono anche: aumento dei costi delle materie prime, cambiamenti normativi, variazione tassi di interesse e cambio e *disruption tecnologica*⁴⁸. Invece, i fattori endogeni sono interni all'impresa e riguardano la sua gestione e la sua struttura operativa. I più comuni sono: errori strategici, inefficace gestione dei costi, eccessivo indebitamento e frodi. L'identificazione precoce dei segnali è cruciale, ma complessa. Molteplici segnali di difficoltà sono rintracciabili nella struttura del capitale, nel conto economico e nel flusso di cassa. Nonostante questo,

⁴⁸ Incrementi improvvisi e sostenuti che comprimono i margini operativi, specialmente in settori *commodity-intensive*

intercettare la crisi è difficile a causa del "ritardo intrinseco" nella disponibilità dei dati finanziari, che sono storici, e del "ritardo extra" generato da scelte contabili discrezionali e da comportamenti di negazione della crisi. Per mitigare questi ritardi, sono stati sviluppati diversi *framework* di allerta: indicatori di allarme di Atman, che sono 5 indicatori pesati linearmente con coefficienti empirici per calcolare lo Z-score e questi indicatori sono: capitale circolante netto / totale attivo; utili non distribuiti / totale attivo; risultato attivo / totale attivo; valore di mercato capitale proprio / debiti totali; ricavi di vendita / totale attivo. In base allo Z-score si può classificare le aziende in zone di rischio. L'Articolo 3 del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza (CCII) definisce i segnali di crisi come i presupposti per l'attivazione degli strumenti di allerta, spostando l'attenzione dall'insolvenza conclamata a una diagnosi tempestiva e prospettica. I segnali si distinguono in indicatori di squilibrio strutturale e *default* qualificati: i primi sono indici misurano la sostenibilità aziendale nel breve-medio termine e sono: squilibri patrimoniali e finanziari, cioè rilevanti squilibri di natura economico-finanziaria o patrimoniale che indicano una difficoltà strutturale; oppure la prognosi di non sostenibilità che è previsione di non sostenibilità del debito o l'incapacità di assicurare la continuità aziendale nei successivi dodici mesi. Sono definiti altri indicatori, che sono soglie specifiche di *default* nei confronti di creditori particolarmente sensibili:

- Dipendenti: pagamenti in ritardo di almeno 30 giorni per un ammontare pari o superiore alla metà del totale delle retribuzioni mensili;
- Fornitori: pagamenti in ritardo di almeno 90 giorni per un ammontare superiore al totale dei pagamenti non ancora scaduti;
- Istituzioni finanziarie: i ritardi verso le banche rientrano primariamente negli squilibri finanziari e sono cruciali per la prognosi di non sostenibilità del debito.

Il CCII stabilisce che la presenza di tali segnali impone all'organo amministrativo di attivare immediatamente una procedura di allerta per la composizione assistita della crisi. Una volta accertato lo stato di crisi, si contrappongono gli interessi della compagnia e dei creditori. La prima vuole evitare la liquidazione, invece i creditori in base alla natura e caratteristiche del debito vogliono essere ripagati. Questo conflitto può essere risolto dall'ingresso di un nuovo investitore, anche se rappresenta anche un ulteriore *stakeholder* che cerca di perseguire il proprio interesse specifico, il quale non sempre è perfettamente allineato a lungo termine con quello dell'azienda o dei creditori esistenti. Questa dinamica richiede un attento bilanciamento

degli interessi durante la negoziazione della ristrutturazione. L'investitore citato può essere un fondo di *private equity* specializzato in *turnaround* ed è una scelta efficiente, come mostrato da Cuny e Talmor (2007) che analizzano le opzioni strategiche a disposizione del consiglio di amministrazione per affrontare una crisi aziendale ed evidenziano le significative inefficienze non finanziarie insite nei processi di risanamento interni. Sia il processo manageriale, che soffre di minima accuratezza diagnostica a causa del conflitto di interessi del *management*, sia il processo del CdA, che genera attrito emotivo distruttivo di valore, falliscono nell'assicurare un intervento obiettivo ed efficace. In contrasto, il processo esterno, mediato dal *private equity*, pur comportando un costo del capitale finanziariamente più elevato, emerge come la soluzione strategicamente ottimale. Il PE risolve i costi di agenzia e i conflitti emotivi eliminando la necessità per il CdA di affrontare direttamente il *management* per la sostituzione. In qualità di nuovo proprietario, il fondo garantisce la massima accuratezza nella diagnosi e nei piani di risanamento, potendo operare un rapido e necessario allineamento degli incentivi o una decisa rimozione dell'intera *governance* inefficiente. Pertanto, l'approccio del PE è la scelta più razionale quando la creazione di valore richiede una probabile o necessaria sostituzione manageriale e l'attuale *governance* non possiede la capacità o la neutralità per implementarla efficacemente.

Quando il fondo entra nell'azienda tipicamente attua due strategie principali: ristrutturazione del debito e nuova liquidità. La prima, anche chiamata "*Old money*", consiste nel rinegoziare con i creditori esistenti il debito al fine di rendere sostenibile la struttura finanziaria. Per ristrutturare il debito esistente, gli strumenti utilizzati sono:

- Riprogrammazione, cioè la rimodulazione delle scadenze di pagamento per allungare i termini e ridurre la pressione finanziaria a breve termine;
- Riduzione del tasso di interesse, che implica la negoziazione con i creditori per abbassare il costo del debito;
- Cancellazione del debito (*Haircut* o *debt write-off*), quando i fondi cercano un accordo con i creditori per la cancellazione di una parte del debito in cambio di un pagamento immediato o di altre concessioni. L'effetto principale dell'*haircut* sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'azienda è la sua ricapitalizzazione attraverso il bilancio. La porzione di debito cancellata viene registrata nel conto economico "guadagno da stralcio". Questo incremento del risultato economico finale si traduce in un aumento

del patrimonio netto dell'azienda. Per il successo del risanamento è cruciale la neutralità fiscale di tale guadagno: le normative, specialmente in contesti di piani di risanamento omologati, stabiliscono che l'azienda non deve pagare imposte su questo specifico guadagno, permettendo di massimizzare l'effetto positivo e l'incremento di capitale proprio derivante dalla riduzione del debito;

- Scambio Debito-Equity (*Debt-to-equity swap*): conversione del debito o di una sua parte in azioni, il che trasforma i creditori in azionisti. Questa conversione può avvenire con o senza diritti di voto. L'effetto principale per l'azienda è la ricapitalizzazione immediata attraverso un aumento di capitale non monetario. Il debito viene ridotto, e il patrimonio netto viene aumentato dello stesso importo. Questo rafforza la struttura patrimoniale e riduce drasticamente l'indebitamento, migliorando *leverage* e DSCR, senza che l'azienda debba sborsare liquidità.

Invece, la seconda strategia è denominata "*Fresh Money*" che a differenza della precedente, riguarda l'iniezione o la generazione di nuova liquidità all'interno dell'azienda in crisi. Questa nuova liquidità è cruciale per finanziare il piano di risanamento, coprire le perdite operative temporanee e ripristinare la fiducia dei fornitori e del mercato. Gli strumenti di "*Fresh Money*" si dividono in tre fonti principali:

1. Risorse interne: queste risorse non provengono da un finanziamento esterno, ma sono generate internamente dall'azienda attraverso la monetizzazione di *asset* non strategici, liberando così capitale da reinvestire nel *core business*. Ad esempio, si può procedere con la vendita di asset o la scissione e vendita di divisioni (*carve-out*);
2. *Equity*: è l'iniezione diretta di capitale proprio, che rafforza strutturalmente il patrimonio netto dell'azienda. Ad esempio, con prestiti dei soci esistenti oppure iniezione di *equity* attraverso la sottoscrizione di capitale da azionisti esistenti oppure da nuovi investitori;
3. Debito: si tratta di nuovo debito concesso da istituti finanziari o fondi, spesso con condizioni privilegiate in virtù del piano di ristrutturazione. Ad esempio, si può attuare il rifinanziamento, cioè cercare nuovi prestiti per ripagare quelli esistenti in condizioni più favorevoli o per iniettare liquidità operativa; oppure il *super senior financing*, che è il più utilizzato e consiste in un nuovo prestito a cui il Tribunale conferisce lo status di priorità assoluta di rimborso su tutti gli altri creditori in caso di liquidazione,

riducendo drasticamente il rischio per i finanziatori. L'ultimo è il finanziamento sul capitale circolante, che sono strumenti dedicati a liberare liquidità immobilizzata in attività operative e sono: *Factoring*⁴⁹ e *Inventory Financing*⁵⁰.

L'approccio del PE non si limita a risanare la struttura aziendale e finanziaria, ma è intrinsecamente orientato alla creazione di valore e alla massimizzazione del ritorno per l'investitore al momento dell'uscita. Questo processo si basa su una duplice leva: la ristrutturazione finanziaria e ottimizzazione del capitale, che sono la *Financial Engineering* e il Risanamento operativo e aumento di valore. L'ingegneria finanziaria è l'implementazione congiunta delle strategie "*Old Money*" e "*Fresh Money*" e mira non solo a salvare l'azienda, ma a riposizionare il fondo PE in una situazione di vantaggio finanziario; infatti, la riduzione del debito attraverso gli strumenti citati alleggerisce i costi finanziari, rendendo l'azienda sostenibile e migliorando il suo profilo di rischio. Inoltre, l'iniezione di "*Fresh Money*" tramite *super senior financing* o l'acquisizione di *equity* a basso costo posiziona il capitale del fondo con una priorità di rimborso o con una quota di partecipazione significativa, amplificando il potenziale guadagno sul capitale investito. Invece il risanamento operativo e aumento di valore sono il vero delta di valore per il PE. Infatti, sfruttando la massima accuratezza diagnostica e il cambio di *governance*, il fondo implementa: efficienza e redditività tramite tagli ai costi, ottimizzazione dei processi e la focalizzazione strategica sul *core business*, con l'obiettivo primario di aumentare l'*EBITDA*.

Il guadagno del PE si realizza quando l'azienda risanata viene venduta. L'aumento del valore aziendale è dato dalla crescita dell'*EBITDA*, ma è amplificato dall'espansione dei multipli di valutazione; infatti, un'azienda trasformata da rischiosa a stabile e redditizia viene valutata dal mercato a un multiplo *EV/EBITDA* notevolmente superiore rispetto al multiplo applicato al momento dell'acquisto, massimizzando il ritorno sul capitale investito dal fondo.

⁴⁹ Il factoring è un contratto in cui un'impresa (cedente) cede i propri crediti commerciali a una società specializzata (factor), ottenendo in cambio liquidità immediata e servizi di gestione del credito.

⁵⁰ L'*inventory financing* è una forma di finanziamento a breve termine in cui un'azienda utilizza il proprio inventario come garanzia per ottenere liquidità.

Capitolo Terzo

3. REALIZZAZIONE DEL VALORE E STRATEGIE DI EXIT

3.1. Il Processo di Disinvestimento

Il processo di disinvestimento non è soltanto l'atto finale di un investimento di *private equity*, ma il meccanismo fondamentale e strategico attraverso cui il fondo monetizza l'intero progetto, realizzando il *capital gain* che costituisce il ritorno per i propri investitori. L'obiettivo ultimo è massimizzare la differenza tra il prezzo di cessione all'*exit* e il prezzo di acquisto all'*entry*. L'efficacia di questo processo dipende direttamente dalla qualità della creazione di valore sviluppata durante il periodo di detenzione. Quando si analizza la generazione del *capital gain*, in assenza di *multiples arbitrage* o grandi variazioni macroeconomiche, il valore è primariamente guidato da due leve endogene che aumentano l'*equity value*:

1. Crescita della redditività operativa: il *driver* operativo fondamentale è l'incremento sostenibile dell'EBITDA. Questo si ottiene attraverso l'aumento delle vendite e l'espansione o mantenimento dei margini, ovvero un elevato rapporto EBITDA/Vendite, tipicamente superiore al 12-13% per generare un IRR competitivo. La crescita dell'EBITDA è il segnale che la *governance* e il supporto strategico del fondo hanno avuto successo;
2. Ottimizzazione finanziaria e riduzione del debito: il valore è amplificato dalla leva finanziaria quando l'azienda genera flussi di cassa operativi sufficienti a ripagare il debito contratto. È essenziale che la crescita non venga interamente assorbita da un eccessivo aumento del capitale circolante netto (WC/Vendite mantenuto sotto il 30-35%) o da *Capex* sproporzionati, assicurando che il *free cash flow* sia disponibile per il *debt paydown* e, di conseguenza, per l'aumento del valore azionario.

L'analisi quantitativa dei *driver* conferma l'importanza di questi fattori. Il grafico sottostante (Figura 18), basato sui *buyout deals* realizzati tra il 2010 e il 2022 (Fonte McKinsey), scomponne il *levered return*, mostrando come il capitale investito (1.0x) si sia moltiplicato fino a 3.0x all'*exit* e i dati evidenziano che il successo è un mix bilanciato di *performance* operativa e ingegneria finanziaria:

- Contributo operativo (*Unlevered Return*): La crescita operativa (somma di *Revenue Growth* +0.8x e *EBITDA Margin Expansion* +0.2x) ha contribuito per un totale di +1.0x al ritorno, pari all'intero capitale iniziale;
- Leva finanziaria (*Leverage*): L'effetto della leva finanziaria e della riduzione del debito, al netto dei dividendi distribuiti, ha fornito un ulteriore contributo di +1.0x.
- Variazione dei multipli: L'espansione del multiplo EBITDA di mercato ha aggiunto +0.7x, dimostrando che, in questo specifico periodo, anche il *timing* di mercato ha giocato un ruolo significativo.

In conclusione, la realizzazione del valore è l'esito di una gestione strategica che fonde il miglioramento operativo con una sapiente architettura finanziaria al fine di massimizzare il ritorno per l'azionista al momento del disinvestimento.

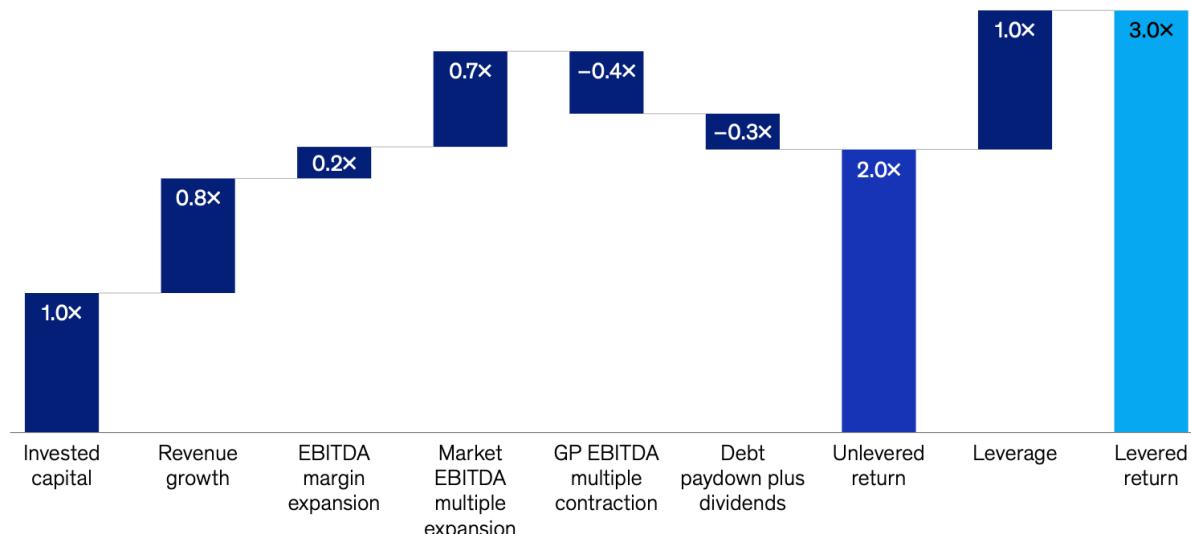


Figura 18 - Fattori determinanti del rendimento degli investimenti per le operazioni di buyout realizzate nel periodo 2010-22, multiplo del capitale investito

3.2. Modalità di Disinvestimento

Il successo del processo di disinvestimento dipende dalla scelta della modalità di uscita più appropriata, la quale viene selezionata in relazione alle dimensioni dell'azienda, al suo stadio di maturità, alle condizioni dei mercati finanziari e al profilo dell'acquirente potenziale. La letteratura distingue quattro categorie principali di disinvestimento, ognuna con caratteristiche, obiettivi e strumenti contrattuali distinti: l'Offerta Pubblica Iniziale (IPO); la cessione industriale (*trade sale*); la cessione finanziaria (*secondary buyout*); e le forme residuali di disinvestimento (come *redemption* o liquidazione). Ogni modello risponde a obiettivi distinti: nell'IPO, l'obiettivo è raggiungere la massima valutazione teorica e la più ampia liquidità attraverso l'accesso al mercato azionario; nella cessione industriale, l'obiettivo primario è ottenere un premio strategico grazie alle sinergie che l'acquirente può realizzare; nelle cessioni finanziarie, l'obiettivo è realizzare il *capital gain* consentendo la continuità gestionale e il ricambio della proprietà finanziaria tra fondi, permettendo un nuovo ciclo di leva e crescita; infine, le forme residuali gestiscono l'uscita in contesti non ottimali attraverso meccanismi flessibili o la liquidazione in caso di insuccesso.

3.2.1. IPO

L'Initial Public Offering (IPO) rappresenta una modalità di disinvestimento attraverso la quale un fondo cede una parte o la totalità della propria partecipazione in una società tramite la quotazione sul mercato azionario. Pur essendo meno frequente rispetto alla *trade sale* o al *secondary buyout*, l'IPO costituisce una strategia privilegiata quando la società target ha raggiunto un livello di maturità, visibilità e trasparenza finanziaria tale da attrarre investitori pubblici. Secondo i dati di PitchBook (2024), le IPO costituiscono circa il 10–15% delle *exit* complessive dei fondi europei, una quota in crescita nelle fasi di mercato positivo, ma ancora inferiore rispetto alle operazioni di dismissione di tipo strategico o finanziario. A differenza delle *trade sale*, generalmente guidate da motivazioni industriali, o dei *secondary buyout*, che rispondono a logiche prevalentemente finanziarie, l'IPO è fortemente influenzata dalle condizioni del mercato dei capitali, dalla valutazione pubblica e dalla liquidità disponibile. L'obiettivo del fondo è spesso quello di monetizzare la partecipazione a un prezzo *premium*,

sfruttando la domanda proveniente da investitori istituzionali e retail, ma tale strategia comporta un'esposizione diretta alla volatilità dei mercati pubblici.

Il processo di IPO è complesso e articolato in diverse fasi, che includono la selezione degli *underwriter*, la definizione del prezzo indicativo, la pubblicazione del prospetto informativo, il *roadshow* verso gli investitori istituzionali, la determinazione del prezzo finale e il collocamento delle azioni. Il metodo di quotazione più diffuso è quello del *book building*, attraverso il quale gli *underwriter* raccolgono le manifestazioni d'interesse degli investitori e costruiscono un libro ordini che consente di determinare il prezzo di offerta in base alla domanda aggregata. Tale approccio, come osservano Ljungqvist e Wilhelm (2003), permette di massimizzare l'efficienza informativa ma attribuisce un notevole potere alle banche collocatrici, che diventano attori centrali nel processo di determinazione del prezzo e nella gestione della comunicazione al mercato. Gli *underwriter* esercitano infatti un'influenza rilevante sulla valutazione finale, bilanciando la volontà del fondo di massimizzare il prezzo di vendita con la necessità di garantire una domanda stabile e un *aftermarket* sostenibile. In questo contesto, il fondo di Private Equity mantiene un ruolo strategico nella definizione del *timing* dell'operazione, nella strutturazione dell'offerta e nella presentazione dell'*equity story*, ma spesso deve accettare un compromesso tra massimizzazione del ritorno e stabilità *post-listing*.

Il successo di un'IPO dipende da una serie di fattori strutturali e di contesto. Tra questi, la trasparenza finanziaria e la solidità della governance rappresentano elementi fondamentali, poiché una rendicontazione chiara e un sistema di controllo efficace riducono l'incertezza percepita dagli investitori e accrescono la fiducia nel titolo. Anche la dimensione della società, la scalabilità del modello di business, la notorietà del marchio e la stabilità del management contribuiscono in modo determinante all'attrattività dell'offerta. Le condizioni del mercato azionario e la disponibilità di liquidità, inoltre, giocano un ruolo cruciale: l'andamento dei cicli finanziari e il sentiment degli investitori istituzionali possono amplificare o ridurre la propensione all'investimento, incidendo direttamente sulla riuscita dell'operazione e sulla performance iniziale del titolo. Nonostante l'IPO possa offrire una valutazione pubblica elevata e favorire la visibilità della società sul mercato, essa presenta una serie di svantaggi che ne limitano la prevedibilità e ne accrescono il rischio rispetto alle altre modalità di disinvestimento. In primo luogo, la società e il fondo diventano esposti alla volatilità dei

mercati finanziari, con il rischio che oscillazioni improvvise compromettano il prezzo di collocamento o provochino una sottoperformance nelle fasi successive alla quotazione. A ciò si aggiungono la complessità procedurale e i costi elevati legati al processo di quotazione, che richiede tempi lunghi, adeguamenti organizzativi e un significativo impegno di risorse per soddisfare gli stringenti requisiti regolatori. Un ulteriore elemento critico è rappresentato dalla perdita di controllo da parte degli azionisti originari: la società deve rispondere a un'ampia platea di investitori, rispettare obblighi di trasparenza periodica e conformarsi a standard di governance più rigorosi. Il rischio di *timing* sfavorevole, infine, costituisce una delle principali incognite operative, poiché l'andamento dei mercati può mutare rapidamente, riducendo la valutazione ottenibile o costringendo al rinvio dell'operazione.

A livello strutturale, la presenza e il potere contrattuale degli *underwriter* rappresentano un'ulteriore fonte di criticità. Le banche collocatrici, infatti, possono orientare le decisioni relative al prezzo e alla distribuzione dell'offerta in funzione dei propri interessi o di quelli dei principali investitori istituzionali, limitando la capacità del fondo di determinare pienamente le condizioni di uscita. Ciò può tradursi in una parziale rinuncia alla massimizzazione del valore a fronte della necessità di garantire il successo commerciale dell'IPO e di costruire una base azionaria stabile.

In sintesi, l'IPO rappresenta una forma di *exit* strategica e potenzialmente molto remunerativa, particolarmente adatta a società mature, con una governance trasparente e un forte potenziale di crescita. Tuttavia, rispetto alle *trade sale* e ai *secondary buyout*, si configura come un processo più incerto, oneroso e strettamente dipendente dalle condizioni di mercato e dal potere degli intermediari finanziari coinvolti. La scelta di procedere con una quotazione richiede dunque una valutazione approfondita del contesto macroeconomico, della qualità della governance e della strategia di disinvestimento del fondo, con l'obiettivo di bilanciare la ricerca di un ritorno superiore con la gestione dei rischi operativi e reputazionali connessi alla dimensione pubblica dei mercati.

3.2.2. La cessione industriale

La cessione industriale rappresenta storicamente la modalità di disinvestimento più frequente e spesso più remunerativa per i fondi. Infatti, secondo i dati di *PitchBook (2024)*, oltre il 60% delle *exit* dei fondi di PE europei avviene tramite *trade sale*. A differenza dell'IPO o del *secondary buyout*, essa è guidata da motivazioni di natura industriale, le quali consentono di massimizzare il ritorno sul capitale del fondo. Il processo si svolge tipicamente tramite un'asta competitiva, gestita da un *advisor* finanziario, che ha il duplice scopo di: identificare i possibili acquirenti che beneficierebbero maggiormente dall'acquisizione e, allo stesso tempo, innescare una competizione sul prezzo al fine di massimizzare il ritorno per gli azionisti venditori. La tipologia di *exit* in esame consiste nella vendita della società partecipata, o della quota detenuta dal fondo, ad una società operante nello stesso settore o in un settore affine. Quest'ultima è definita come l'acquirente strategico o industriale, perché non compra l'azienda solo per le sue attuali *performance* finanziarie, ma per il valore aggiunto che può ottenere dall'integrazione, creando le sinergie. Esse sono i motivi per i quali gli acquirenti sono disposti a pagare un premio strategico, cioè pagare un prezzo superiore al valore finanziario *stand-alone* della società *target*. Le principali sinergie che possono crearsi sono: economie di scala e di scopo, espansione del mercato e l'integrazione tecnologica e IP. Le economie di scala e di scopo rappresentano le sinergie di costo più immediate, che si realizzano eliminando le inefficienze e le duplicazioni amministrative e operative. Nello specifico, l'unione delle due aziende permette di ridurre il costo medio unitario attraverso la concentrazione delle spese e l'eliminazione dei *back-office* ridondanti, ottenendo un maggiore potere contrattuale nei confronti dei fornitori, grazie all'aumento dei volumi d'acquisto totali. Le economie di scopo, invece, permettono di ripartire i costi fissi, come quelli di produzione o di R&D, su una base di ricavi più ampia, sfruttando gli *asset* non pienamente utilizzati della *target* per i prodotti dell'acquirente. L'espansione del mercato è una sinergia di ricavo che consente all'acquirente strategico di accelerare drasticamente la crescita e la penetrazione. Acquisendo la società *target*, l'acquirente ottiene immediatamente accesso geografico a nuove aree senza dover sostenere i lunghi e costosi cicli di *start-up* e di certificazione locali, oppure può acquisire una base di clientela diversificata o canali di distribuzione che non riusciva a penetrare autonomamente. Questa mossa strategica è spesso motivata anche dalla volontà di eliminare rapidamente un *competitor* chiave, consolidando le quote di mercato e rafforzando la

posizione dominante. Parallelamente, l'integrazione tecnologica e IP è fondamentale, specialmente per i target ad alta innovazione, dove il valore risiede nei brevetti, nella proprietà intellettuale e nel capitale umano. L'acquirente paga un premio per acquisire *asset* unici e non replicabili internamente, come una tecnologia *core* essenziale o un *team* di ingegneri altamente specializzato, riducendo drasticamente il rischio di fallimento della ricerca e sviluppo interna e garantendo un vantaggio competitivo immediato sul mercato.

L'efficacia di una *trade sale* non si basa solo sulle condizioni macroeconomiche, ma è strettamente legata a specifici fattori che il fondo deve coltivare durante il ciclo di vita dell'investimento. In particolare, lo studio "Enablers of exit through trade sale" (Mathisen et al, 2021), identifica tre dimensioni chiave per il successo di questa tipologia di uscita:

- Potenziale di sinergia, cioè l'appetibilità strategica deve essere costruita e dimostrata e i fattori cruciali sono: la proprietà intellettuale e tecnologica perché l'acquirente può essere motivato ad acquistare l'azienda principalmente per bypassare la concorrenza tecnologica; capitale umano, infatti in mercati ad alta intensità di conoscenza, l'acquisizione può essere finalizzata soprattutto all'ottenimento di un team coeso e altamente specializzato, anziché del prodotto stesso.
- Alternative credibili, perché la forza negoziale del fondo di PE aumenta esponenzialmente se esistono opzioni di *exit* alternative concrete, che creano una pressione competitiva sul potenziale acquirente strategico.
- Riduzione dell'incertezza, dal momento in cui fondo di PE deve mitigare il rischio percepito dall'acquirente durante la *due diligence*. Ciò si ottiene attraverso: *governance* e struttura solida e un modello di *business* comprovato.

Un altro elemento fondamentale da considerare è il fattore temporale e la gestione del *management*. A differenza dell'IPO, che è un processo lungo e sensibile alle fluttuazioni dei mercati pubblici, la *trade sale* offre una maggiore certezza e rapidità di liquidità per il fondo, consentendo una distribuzione del capitale agli investitori in tempi più brevi e a condizioni più prevedibili. Inoltre, la riuscita della *trade sale* e l'effettiva realizzazione delle sinergie dipendono strettamente dalla continuità del *management* del target. Il fondo, in fase di negoziazione finale, deve assicurare che l'acquirente strategico non solo acquisisca il *know-how* tecnico e l'IP, ma anche la squadra chiave di gestione. Ciò spesso si concretizza attraverso

clausole di "management rollover"⁵¹ e incentivi di lungo termine per i dirigenti, il cui impegno è indispensabile per la transizione post-acquisizione. Questo passaggio è critico, in quanto il premio pagato dall'acquirente è condizionato dalla sua fiducia nella capacità del *management* esistente di implementare il piano di integrazione e valore post-*deal*. Questa importanza è stata sottolineata dallo studio di Acharya et al. (2013) che mostra che un *management* stabile e una struttura organizzativa solida permettono di realizzare le sinergie post-acquisizione e aumentano il premio pagato dall'acquirente.

La scelta della *trade sale* come *exit* offre al fondo di PE una serie di vantaggi decisivi. Il principale è la valutazione massimizzata, poiché l'acquirente strategico, motivato dalle sinergie, è disposto a pagare un premio superiore al valore finanziario intrinseco dell'azienda. Inoltre, questa via garantisce velocità e certezza maggiori rispetto a un'IPO, permettendo all'operazione di concludersi in tempi più rapidi e con un grado di prevedibilità superiore, indipendentemente dalle turbolenze del mercato azionario. La strategia assicura una *exit* completa, consentendo al fondo di vendere la totalità della partecipazione in un'unica transazione e di distribuire immediatamente il capitale, evitando la gestione graduale e rischiosa di un *sell-down*⁵² in Borsa. Infine, il fondo mantiene un processo controllato, potendo scegliere l'acquirente e negoziare direttamente i termini contrattuali. Tuttavia, la *trade sale* presenta anche specifici svantaggi e rischi che devono essere gestiti. Durante la *due diligence*, la *target company* è costretta a esporre i propri dati sensibili a un potenziale *competitor*, creando il rischio di perdita di informazioni sensibili nonostante la presenza di accordi di riservatezza. Inoltre, la fase successiva alla cessione comporta il rischio di complessità d'integrazione, che può generare frizioni culturali, perdita di dipendenti chiave o tagli di personale dovuti all'eliminazione delle ridondanze. Un altro rischio è legato al potere negoziale del venditore: se l'acquirente strategico dovesse essere l'unico soggetto realmente interessato, l'assenza di alternative credibili indebolirebbe la posizione del fondo, riducendo la pressione competitiva sul prezzo e, di conseguenza, l'entità del premio. Soprattutto, nonostante offra

⁵¹ Meccanismo tipico delle operazioni di private equity in cui i dirigenti della società target reinvestono una parte dei proventi della vendita (o delle proprie partecipazioni) nella nuova entità post-acquisizione.

⁵² Processo di disinvestimento graduale attraverso la vendita progressiva di quote o azioni sul mercato, tipicamente dopo la quotazione in Borsa (IPO).

maggior certezza rispetto all'IPO, la *trade sale* resta influenzata dalle condizioni del mercato M&A e dalla liquidità disponibile presso gli acquirenti strategici.

In conclusione, la *trade sale* rappresenta un meccanismo di disinvestimento ideale per il *private equity* quando la società ha raggiunto un livello di maturità e crescita tale da risultare estremamente attraente per i grandi operatori industriali del settore, permettendo al fondo di realizzare un ritorno sul capitale elevato in un'unica soluzione.

3.2.3. La cessione finanziaria

La cessione finanziaria, o *secondary buyout*, rappresenta una forma di disinvestimento in cui un fondo vende la propria partecipazione a un altro fondo di investimento, anziché a un acquirente industriale o tramite un'offerta pubblica iniziale. Negli ultimi due decenni, gli SBO si sono affermati come una componente strutturale del mercato del *private equity*, sostenuti dalla crescente disponibilità di capitale e dalla maturazione del settore. Secondo i dati di PitchBook (2024), le operazioni prese in esame rappresentano circa il 25–30% delle *exit* complessive dei fondi europei, un dato che testimonia la normalizzazione di questo strumento come modalità di disinvestimento consolidata. A differenza della trade sale, guidata da logiche industriali e di sinergia, la cessione finanziaria risponde prevalentemente a motivazioni di natura finanziaria e gestionale. L'acquirente, ossia il nuovo fondo subentrante, chiamato il *buyout sponsor*, punta a generare un ulteriore ciclo di creazione di valore sfruttando nuove leve operative o finanziarie. Le principali motivazioni che spingono un fondo a scegliere una cessione finanziaria includono: la scadenza del fondo, il riallineamento strategico, l'ottimizzazione finanziaria e la continuità del valore. In particolare, per quanto riguarda la scadenza del fondo, quando il ciclo di vita del fondo si avvicina alla chiusura, la cessione a un altro investitore rappresenta un modo efficace per cristallizzare il valore creato e restituire il capitale agli Limited Partners (LPs). Lo studio di Wang (2012) rafforza questa tesi, definendo l'SBO come una strategia ottimale vincolata che serve primariamente ad alleviare l'urgente necessità di liquidità del venditore, specialmente in prossimità della raccolta di un nuovo fondo. Invece, il riallineamento strategico è una motivazione perché il venditore può ritenerne di aver esaurito le leve di crescita disponibili, mentre un nuovo sponsor può intravedere ulteriori opportunità, come ad esempio espansione geografica, digitalizzazione o

strategie di *buy-and-build*. Mentre se il nuovo fondo può rifinanziare l'operazione, beneficiare di condizioni di debito più favorevoli o introdurre una struttura di capitale più efficiente, può acquistare l'impresa per un'ottimizzazione finanziaria. Wang (2012) ed Achleitner e Figge (2014) convergono nel mostrare che gli SBO ottengono una leva finanziaria significativamente superiore rispetto ai *first-time buyout* (FTB), con un aumento stimato del 28-30% anche al netto delle condizioni generali del mercato del debito. Invece, l'ultima motivazione risiede nella volontà di continuare le operazioni, infatti in alcuni casi, la transazione avviene tra fondi gestiti dallo stesso operatore attraverso veicoli di *continuation fund*, che consentono di mantenere l'esposizione su asset ad alto potenziale ma non ancora maturi per un'uscita industriale o un'IPO.

Dal punto di vista operativo, il processo di *secondary buyout* segue una logica simile a quella della *trade sale*: viene spesso gestito da un *advisor* finanziario che coordina un'asta competitiva o una trattativa bilaterale. Tuttavia, la *due diligence* nei SBO tende a essere più approfondita e standardizzata, poiché le controparti, entrambi fondi professionali, hanno conoscenze tecniche simili e obiettivi economici ben definiti.

Diversi studi hanno cercato di comprendere le determinanti e gli effetti delle cessioni finanziarie. Achleitner e Figge (2014), analizzando un ampio campione di operazioni europee, mostrano che le SBO si concentrano soprattutto su aziende con elevata trasparenza finanziaria e governance consolidata, caratteristiche che riducono l'asimmetria informativa tra venditore e acquirente. Hammer et al. (2017) evidenziano invece che gli SBO tendono a generare performance operative inferiori rispetto ai *primary buyout*, ma offrono ritorni finanziari stabili e un rischio di fallimento significativamente più basso, grazie alla maggiore prevedibilità dei flussi di cassa.

La letteratura accademica offre un quadro sfumato sulla creazione di valore negli SBO, che è spesso inferiore o guidata da logiche puramente finanziarie anziché operative. Lo studio di Bonini (2014), basato su un ampio campione, suggerisce che gli SBO non riescono a creare valore aggiunto operativo rispetto agli FTB o alle aziende comparabili non acquisite, in quanto non migliorano gli *asset* operativi ereditati dalla gestione precedente. Similmente, Wang (2012) rileva che la redditività aziendale tende a calare significativamente negli anni successivi a un SBO. Invece, il paper di Achleitner e Figge (2014) affronta direttamente l'ipotesi che gli

SBO siano un meccanismo per *riciclare* aziende con scarso potenziale residuo. Sebbene non trovino un'evidenza schiaccante che gli SBO generino ritorni sul capitale o creazione di valore operativa fondamentalmente più bassi rispetto agli FTB, concludono che i fondi acquirenti pagano in media un (sovraprezzo per ottenere un *asset* che è già stato ripulito e che ha una governance trasparente, riducendo il rischio, ma limitando *l'upside* operativo. Infine, lo studio di Degeorge, Martin e Phalippou (2016) introduce una distinzione critica: gli SBO fatti da *buyer* sotto pressione a spendere, ad esempio, fondi che si avvicinano alla fine del periodo di investimento e devono impiegare il capitale, tendono a sottoperformare e distruggere valore. Al contrario, gli SBO eseguiti da *buyer* senza pressione a spendere ottengono performance paragonabili a quelle degli altri *buyout*. La chiave di successo è quindi legata alla complementarità di *skill set* tra acquirente e venditore; in questi casi, gli SBO possono persino surclassare altri tipi di *buyout*.

I fattori abilitanti per una cessione finanziaria di successo includono:

- Chiarezza del percorso di creazione del valore: il nuovo fondo deve poter comprendere e quantificare i *driver* che hanno portato alla crescita sotto la gestione precedente, per valutarne la sostenibilità;
- Solidità del *management* e della struttura finanziaria: un *team* stabile e un modello di *governance* trasparente rafforzano la fiducia dell'acquirente e riducono il rischio percepito;
- Potenziale di crescita residua: il *target* deve presentare spazi di sviluppo ancora inespressi, come margini di efficienza operativa o espansione internazionale.

Le cessioni finanziarie offrono diversi vantaggi per il fondo venditore. In primo luogo, garantiscono rapidità e certezza di esecuzione, poiché la controparte è un investitore esperto, meno soggetto alle fluttuazioni dei mercati pubblici. Inoltre, consentono una liquidità immediata e prevedibile, spesso con tempi più brevi rispetto a un'IPO. Infine, permettono un processo controllato e tecnicamente efficiente, grazie alla conoscenza reciproca delle prassi contrattuali e delle metriche di valutazione. Tuttavia, le SBO presentano anche limiti e criticità. In assenza di sinergie industriali, la valutazione tende a essere più contenuta, poiché non è presente un “premio strategico” tipico delle *trade sale*. Nonostante ciò, gli SBO sono prezzati più in alto rispetto agli FTB (Wang, 2012; Achleitner e Figge, 2014), in quanto i fondi acquirenti

pagano un *premium* (stimato tra il 6% e il 14% a seconda degli studi) per *asset* più maturi e dotati di maggiore trasparenza, accettando di compensare l'assenza di un *upside* operativo immediato con una maggiore leva finanziaria. Esiste poi il rischio di percezione negativa del mercato, legata al concetto di *asset recycling* o di “passaggio di mano” tra investitori, che può influire sulla reputazione dell’operazione. Dal punto di vista regolamentare, alcune operazioni richiedono valutazioni *antitrust* o autorizzazioni di vigilanza, specialmente nei settori strategici o in presenza di fondi sovrani.

In conclusione, il *secondary buyout* rappresenta oggi una modalità di disinvestimento pienamente integrata nella dinamica del *private equity* moderno. Esso consente al fondo venditore di realizzare un ritorno certo e in tempi brevi, trasferendo il testimone a un nuovo *sponsor* capace di proseguire il percorso di crescita dell’impresa. La diffusione delle SBO testimonia l’evoluzione del mercato verso una maggiore efficienza allocativa, in cui il valore creato non si esaurisce in un singolo ciclo di investimento, ma si rinnova attraverso successivi passaggi di proprietà tra operatori finanziari, con la creazione di valore che dipende dalla disciplina d’acquisto del fondo acquirente.

3.2.4. Le forme residuali di disinvestimento

Oltre alle principali modalità di *exit* i fondi possono ricorrere a forme residuali di disinvestimento, generalmente utilizzate quando le opzioni principali non sono percorribili o quando la società *target* non ha raggiunto la maturità o le condizioni di mercato favorevoli. Queste forme includono principalmente *write-off*, liquidazione, vendita parziale a investitori privati non strategici, ricapitalizzazione forzata o *turnaround sale*. Pur essendo meno comuni, esse rappresentano strumenti cruciali per la gestione del rischio e per la chiusura dei cicli di investimento in portafoglio. I principali sono:

- 1. *Write-off*:**

Consiste nella dismissione totale dell’investimento senza recuperare il capitale investito, generalmente perché la società *target* non ha raggiunto gli obiettivi di performance o presenta problemi strutturali insormontabili. Questa opzione è tipica in portafogli di *venture capital* o in investimenti ad alto rischio, dove una quota significativa degli investimenti può risultare non

performante (Cumming & Johan, 2013). L'obiettivo principale del *write-off* non è la valorizzazione, ma la gestione prudente del portafoglio, liberando risorse da allocare su *asset* più promettenti e mitigando ulteriori perdite.

2. Liquidazione:

Implica lo scioglimento dell'azienda e la vendita degli *asset* rimanenti, con l'obiettivo di recuperare quanto più capitale possibile dai beni tangibili o dai diritti intellettuali. Questa strategia è utilizzata quando la società non è vendibile né strategicamente né finanziariamente, oppure quando il mercato non offre alternative di *exit* valide. La liquidazione richiede un'analisi attenta del valore residuo degli asset e può comportare costi significativi di processo, inclusi oneri legali, fiscali e di gestione del personale. Studi di riferimento sul tema della gestione del fallimento e delle liquidazioni evidenziano come la tempestività e la trasparenza nella procedura aumentino il recupero del capitale residuo e riducano il rischio reputazionale per il fondo (Kaplan & Strömberg, 2009).

3. Vendita a investitori privati non strategici:

In alcuni casi, il fondo può vendere la partecipazione a investitori privati, *family office* o fondi di niche, che accettano di subentrare in società con *performance* inferiori o con esigenze di *turnaround*. Questa soluzione consente di liberare capitale e ridurre l'esposizione a rischio, pur non massimizzando il ritorno sul capitale, ma rappresenta una scelta pragmatica quando il mercato secondario è limitato.

In conclusione, le forme residuali di disinvestimento rappresentano strumenti essenziali per il *risk management* dei fondi, permettendo di chiudere posizioni in società non performanti, recuperare capitali residui e garantire una gestione prudente del portafoglio, seppur con ritorni limitati e maggiori complessità operative. La scelta tra *write-off*, liquidazione o vendita a investitori non strategici dipende dal grado di maturità della società, dal mercato di riferimento e dal profilo di rischio del fondo.

3.3. Strumenti contrattuali a tutela dell'exit

L'inserimento di clausole contrattuali finalizzate a regolare e tutelare l'*exit* dell'investitore rappresenta un elemento cardine nella strutturazione dei contratti di investimento, soprattutto nel contesto delle operazioni di *venture capital*, *private equity* e, più in generale, di finanza imprenditoriale. L'*exit* costituisce, infatti, il momento culminante del ciclo di vita dell'investimento, in cui l'investitore mira a realizzare il rendimento atteso, monetizzando la propria partecipazione nel capitale dell'impresa *target*. Per tale motivo, l'insieme degli strumenti giuridici che disciplinano la dismissione della partecipazione assume un rilievo sistematico, sia sotto il profilo economico-finanziario sia sotto quello contrattuale e di *governance*. La dottrina economico-giuridica ha ampiamente riconosciuto che la fase dell'*exit* non può essere considerata un evento isolato o puramente esecutivo, ma deve essere progettata *ex ante*, già nella fase di stipulazione del contratto di investimento. In particolare, secondo la teoria dei contratti incompleti (Grossman & Hart, 1986; Hart & Moore, 1990), le parti non possono prevedere e disciplinare ogni possibile stato del mondo futuro; pertanto, le clausole di *exit* costituiscono un modo per ridurre l'incertezza e bilanciare i poteri di controllo residui in caso di disaccordo o cambiamento delle condizioni economiche. L'adozione di strumenti di tutela *ex ante* consente di mitigare i rischi derivanti dall'impossibilità di specificare pienamente il comportamento ottimale delle parti in tutte le circostanze future. Inoltre, la teoria dell'agenzia scritta da Jensen & Meckling (1976) fornisce una chiave interpretativa utile per comprendere la funzione economica delle clausole di *exit*. L'investitore, spesso in posizione di "principale", delega la gestione dell'impresa al "mandatario", il fondatore o *management*, il quale può avere incentivi a perseguire obiettivi personali divergenti dal massimizzare il valore dell'investimento. In tale prospettiva, le clausole contrattuali di tutela dell'*exit* si configurano come strumenti di allineamento degli incentivi, riduzione dei costi di agenzia e prevenzione del comportamento opportunistico.

In contesti di investimento in società non quotate, caratterizzati da asimmetrie informative particolarmente accentuate e da una minore trasparenza rispetto ai mercati pubblici, tali strumenti assumono una funzione ancora più rilevante. Come evidenziato da Kaplan e Strömberg (2003) nel loro studio "*Financial Contracting Theory Meets the Real World*", i contratti di *venture capital* e *private equity* presentano una struttura articolata

proprio per far fronte alla complessità informativa e al rischio di comportamenti opportunistici del *management*, bilanciando controllo, incentivo e flessibilità contrattuale. Un ulteriore aspetto teorico rilevante è rappresentato dalla teoria della selezione avversa (Akerlof, 1970). Nel momento in cui l'investitore decide di entrare nel capitale di un'impresa, può non disporre di informazioni complete sulla qualità effettiva del progetto o sulla competenza del gruppo imprenditoriale. L'inserimento di clausole che disciplinano il disinvestimento futuro consente di mitigare ex ante l'impatto di eventuali scelte subottimali, fornendo un "paracadute contrattuale" nel caso in cui la prospettiva economica si deteriori o il rapporto fiduciario con i fondatori si incrini.

Sotto il profilo operativo, gli strumenti di tutela dell'exit si articolano in diverse categorie funzionali. Alcune clausole, come le prelazioni o i diritti di co-vendita e trascinamento, hanno una funzione di controllo sulla circolazione delle partecipazioni e sulla composizione della compagine sociale; altre, come le clausole di blocco (*lock-up*) o i piani di *vesting*, mirano ad assicurare la stabilità del *management* e la permanenza dei soggetti chiave fino alla realizzazione dell'exit; altre ancora, come i meccanismi di aggiustamento del prezzo post-exit, operano in funzione correttiva per riequilibrare il valore economico dell'operazione in base ai risultati effettivi o alle condizioni patrimoniali dell'impresa al momento della cessione.

3.3.1. Clausole di Prelazione e Liquidità

Le clausole di prelazione e quelle che disciplinano la liquidità lavorano su due fronti complementari: da un lato limitano l'ingresso incontrollato di nuovi soggetti nel capitale, dall'altro garantiscono al socio investitore la possibilità di monetizzare la posizione in caso di cessione da parte di altri soci.

La prima è la clausola di prelazione (*pre-emptive right*): questa clausola attribuisce ai soci attuali, o a uno specifico investitore, il diritto di essere preferiti nell'acquisto di nuove quote o azioni emesse. In termini teorici, essa protegge contro la diluizione non proporzionale e preserva le proporzioni relative di partecipazione. In letteratura finanziaria è considerata una misura preventiva contro la perdita di potere economico e di controllo indotta da aumenti di capitale non coordinati. Tuttavia, se la clausola è troppo rigida può rendere difficile l'ingresso

di nuovi capitali o rallentare operazioni strategiche, in particolare se l'azienda necessita di ulteriori round di finanziamento.

Dopodiché, c'è la clausola *tag-along* (co-vendita) che garantisce al socio di minoranza il diritto di aderire alla vendita da parte di altri soci, specie quelli di maggioranza, alle stesse condizioni economiche. In questo modo, l'investitore minoritario non resta "bloccato" in un'azienda che cambia ownership e valutazioni senza poter liquidare la sua posizione.

Invece, la clausola di *drag-along* consente al socio che ottiene un'offerta di acquisto complessiva, o maggioritaria, di obbligare gli altri soci a vendere le proprie partecipazioni alle stesse condizioni. Questo facilita una *exit* "pulita", evitando che piccoli soci blocchino una cessione complessiva desiderata da un offerente esterno. Qui il *trade-off* è tra la facilità di *exit* e il rischio che soci obbligati subiscano condizioni meno favorevoli, se la disciplina della clausola non è adeguatamente equilibrata.

In sintesi, queste clausole vanno considerate non come mere clausole protettive, ma come leve contrattuali che impattano il bilanciamento tra la protezione dell'investitore e la flessibilità operativa della società, anche in vista di futuri round o cambiamenti strategici.

3.3.2. Clausole di Blocco e Restrizione

Le clausole che regolano la possibilità e il momento in cui i soci possono cedere le loro partecipazioni giocano un ruolo cruciale nel garantire stabilità operativa e allineamento degli interessi fino al momento dell'*exit*. Esse sono:

1. *Lock-up*:

La clausola di *lock-up* impone un vincolo temporale, dopo un investimento o in vista della quotazione o disinvestimento, durante il quale le azioni/quote non possono essere vendute. L'obiettivo è evitare movimenti speculativi immediati e favorire il commitment del *team*. In contesti di *venture capital*, questa clausola riduce il rischio che i fondatori vendano troppo presto, lasciando l'investitore con una struttura instabile. Il periodo tipico di *lock-up* può variare (6–24 mesi), e va calibrato tenendo conto della fase di maturazione del business e delle

aspettative di *exit*. Se il *lock-up* è troppo lungo, rischia di disincentivare l'impegno o di penalizzare la liquidità del fondatore.

2. *Vesting*:

Essa implica che il diritto effettivo su una quota, o parte di essa, maturi gradualmente in funzione del tempo e del raggiungimento di condizioni. Spesso si prevede un *cliff* iniziale, cioè un periodo minimo prima che cominci la maturazione, e una distribuzione lineare o progressiva delle quote residue. Nella letteratura finanziaria, il *vesting* è interpretato come strumento di *screening* e incentivo in situazioni di asimmetria informativa e contratti incompleti. Nel report “*Vesting and Control in Venture Capital Contracts*” (David Skeie, 2007) si mostra che il *vesting* a lungo termine può aiutare a distinguere un imprenditore “buono” da uno “cattivo”, attenuando il problema di selezione avversa, anche se le pressioni di *hold-up* possono limitare la capacità del *vesting* di incentivare azioni non osservabili del fondatore. Inoltre, il *vesting* è spesso complementare all’assegnazione di diritti di controllo residui: senza un’appropriata allocazione di controllo, il fondatore può essere esposto a condotte opportunistiche o a ricatti contrattuali (*hold-up*) da parte dell’investitore. David Skeie evidenzia che il controllo residuo attorno alle azioni diventa un complemento necessario per proteggere i diritti patrimoniali in presenza di contratti incompleti. In termini pratici, il *vesting* ben calibrato aiuta a legare il comportamento del team al progetto di lungo termine e a proteggere l’investitore rispetto ad azioni depotenzianti o abbandoni prematuri.

Nel complesso, *lock-up* e *vesting* sono strumenti che operano in sinergia: il *lock-up* stabilizza l’orizzonte temporale minimo di impegno, mentre il *vesting* disciplina l’evoluzione effettiva delle quote.

3.3.3. Meccanismi di Aggiustamento del Prezzo Post-Exit

Uno dei rischi maggiori per l’investitore riguarda la valutazione finale dell’azienda nel momento dell’exit: quanto del valore atteso sarà effettivamente realizzabile? I meccanismi di aggiustamento del prezzo offrono strumenti contrattuali per mitigare questo rischio, trasferendo parte dell’incertezza legata alla performance futura o all’effettiva struttura patrimoniale dell’azienda. Il primo meccanismo è l’*earn-outs*, pagamenti differiti condizionati,

che è una clausola in cui una parte del prezzo è differita e condizionata al raggiungimento di determinate metriche post-chiusura. Essa funge da meccanismo per colmare il *gap* di valutazione tra acquirente e venditore, distribuendo il rischio sulla *performance* futura dell'azienda *target*. Secondo il survey sistematico “*Earnouts in mergers and acquisitions: a systematic literature review*” (Dahlen, 2024), gli studi si dividono in tre filoni: motivazioni dell'uso degli *earn-outs*, implicazioni e configurazioni contrattuali. Il *paper* sottolinea come siano strumenti diffusi per affrontare l'incertezza e le asimmetrie informative, ma anche come la loro struttura sia suscettibile a contenziosi e problemi di misurazione. Lo studio empirico “*The Real Effects of Earnout Contracts in M&As*” (Barbopoulos, 2021) evidenzia che quando gli acquirenti di *target* non quotati li utilizzano, ottengono *performance* superiori rispetto a operazioni con pagamento *upfront* completo, specialmente se la parte differita rappresenta circa il 30 % del valore del *deal*. Tuttavia, la configurazione e la proporzione della componente differita sono critiche per il successo dell'operazione. In sostanza, l'*earn-out* rappresenta una soluzione flessibile ma delicata: serve chiarezza su parametri misurabili, meccanismi di revisione contabile, clausole anti-manipolazione, definizione del periodo di differimento, modalità di calcolo e audit.

Un ulteriore meccanismo è l'aggiustamento per capitale circolante e indebitamento, il quale riguarda l'adeguamento del prezzo finale in base allo scostamento effettivo del capitale circolante o dell'indebitamento netto al momento del *closing* rispetto al valore *target* contratto. Queste clausole consentono di riflettere le variazioni di liquidità operativa o passività finanziarie emerse tra il momento della negoziazione e quello dell'*exit*. In pratica, il prezzo definitivo può essere rivisto al rialzo o al ribasso in funzione del capitale circolante effettivo o del debito netto risultante, contribuendo a una condivisione del rischio tra venditore e acquirente.

Questi meccanismi contrattuali, benché teoricamente eleganti, presentano punti critici:

- Contenziosi e disaccordi contabili, infatti le parti possono discutere su quali poste includere o escludere dal capitale circolante *target*, sul perimetro delle attività/passività correnti, o sulla metodologia contabile. Singole decisioni discrezionali possono influenzare significativamente l'aggiustamento;

- Manipolazione durante il periodo di *earn-out*. Il venditore può essere incentivato a operare tagli di spese oppure a enfatizzare certe voci contabili per raggiungere le soglie richieste;
- Progetti strategici non controllabili. Se il venditore non ha pieno controllo su dati esterni che influenzano il *target* (macroeconomia, regolamentazione, eventi imprevisti), l'*earn-out* può penalizzarlo ingiustamente;
- Durata e orizzonte temporale. *Earn-out* troppo lunghi aumentano l'instabilità e il rischio di conflitti. In particolare, periodi eccedenti i 3 anni tendono a generare controversie (Roncagliolo, 2021).

Per ovviare a questi problemi, alcuni autori suggeriscono strutture ibride, come *partial earn-out*, meccanismi di revisione periodica, obblighi informativi, diritti di controllo residuale. In conclusione, i meccanismi di aggiustamento del prezzo rappresentano strumenti contrattuali di allocazione dinamica del rischio tra le parti, attraverso i quali l'incertezza valutativa e operativa viene trasformata in una serie di condizioni verificabili e negoziabili. La loro funzione non è soltanto tecnica, ma riflette la logica economica della gestione dell'informazione asimmetrica e della minimizzazione dei costi di agenzia: gli *earn-out* e gli aggiustamenti patrimoniali spostano parzialmente il rischio futuro dal compratore al venditore, incentivando quest'ultimo a garantire la continuità e la trasparenza della performance post-deal.

Capitolo Quarto

4. ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE FINANZIATE DA OPERATORI DEL PRIVATE EQUITY

La seguente sezione descrive nel dettaglio la modalità di costituzione del database utilizzato per svolgere l'analisi empirica e per la definizione delle variabili oggetto di studio. Il dataset iniziale consisteva in un campione di 223 imprese italiane, le quali sono state oggetto di acquisizione da parte di fondi di *private equity* tra il 2016 e il 2017. Tali operazioni sono state reperite dai rapporti del Private Equity Monitor (PEM), in particolare la sedicesima (2016) e diciassettesima (2017) edizione. La scelta di questi due anni si basa su due motivazioni principali. In primo luogo, consentono di osservare un numero sufficiente di uscite dei fondi, così da rendere il campione significativo e disporre di dati post-investimento. Infatti, la durata media della partecipazione di un fondo è tipicamente di 5–6 anni. In secondo luogo, gli anni selezionati permettono di sfruttare al meglio i dati disponibili su AIDA, che rende accessibili i bilanci degli ultimi dieci anni: in questo modo è possibile confrontare la situazione delle imprese sia nei 2–3 anni precedenti l'ingresso del fondo, sia in un periodo significativo successivo alla sua uscita. In sintesi, la scelta del biennio 2016–2017 rende possibile un'analisi completa sia del pre-investimento che del post-investimento.

A seguito delle ricerche effettuate sulle operazioni, il campione è stato ridotto a 139 imprese perché molti dati e molte informazioni sono risultate mancanti. Per ognuna di esse è stato aggiunto le variabili di riferimento, per completare l'analisi, reperite dal bilancio pubblicato su AIDA. I numeri di anni di bilancio variano da un minimo di 7 anni ad un massimo 10, che dipendono dalla disponibilità all'interno del sito e dalla pubblicazione. Quindi il dataset utilizzato è formato da 139 imprese con un totale di 1368 osservazioni. Per ogni impresa sono state aggiunte una lista di variabili economiche-finanziarie (in totale 31) utilizzate per l'analisi delle performance e una lista di variabili fisse, come il tipo di entrata, il tipo di uscita, gli anni corrispettivi, la regione, il settore e l'anno di costituzione, le quali sono state adoperate per ultimare la stima ad effetti fissi.

I dati raccolti ed analizzati sono serviti per condurre un'indagine sulla sostenibilità delle performance da parte dei fondi di *private equity* nelle imprese italiane. Il motivo risiede nel dibattito, tuttora aperto, riguardo l'effettivo impatto di tali fondi: da un lato, sono considerati da alcuni come strumenti in grado di stimolare la crescita, l'innovazione e il rafforzamento competitivo delle imprese *target*; dall'altro, vengono criticati perché ritenuti focalizzati principalmente sulla massimizzazione del rendimento finanziario a breve termine, talvolta a discapito della solidità di lungo periodo. L'analisi condotta si propone quindi di verificare se le imprese oggetto di acquisizione abbiano effettivamente registrato miglioramenti duraturi in termini di *performance* economico-finanziarie, distinguendo tra gli effetti immediati post-investimento e quelli osservabili nel medio-lungo periodo. In tal modo, si mira a contribuire alla letteratura esistente, fornendo evidenze empiriche specifiche per il contesto italiano. La domanda di ricerca è:

“Il ricorso a fondi di private equity garantisce un vantaggio duraturo nella performance operativa delle imprese italiane, anche dopo l’uscita del fondo?”

A partire da questa domanda principale, emergono alcuni interrogativi secondari: quali caratteristiche dei fondi o delle imprese incidono maggiormente sulla sostenibilità della performance? Si riscontrano differenze significative tra settori o tra diverse dimensioni aziendali? Quali indicatori di bilancio risultano maggiormente sensibili agli interventi dei fondi di *private equity*?

4.1. Dati e metodologia

Tutte le imprese inserite (appendice A e B) nel campione sono state classificate in base a:

- Fondo: l'ente che ha acquisito la partecipazione all'interno della società di riferimento;
- Numero CCIA: il numero assegnato dalla Camera di Commercio in modo tale da identificare univocamente l'impresa;
- *Invested amount*: il capitale investito dal fondo per acquisire la quota (non tutte le operazioni hanno reso pubblica l'informazione);
- *Acquired stake*: la quota con cui il fondo è entrato all'interno della società;
- *Investment stage*: la tipologia di operazione, distinguendo tra le categorie di *Expansion*, *Replacement*, *Buyout* e *Turnaround*;
- Anno acquisizione: l'anno in cui è avvenuta l'entrata del fondo;
- Anno vendita: l'anno in cui il fondo ha effettuato l'*exit*;
- Tipo di uscita: la modalità utilizzata dal fondo per uscire dall'investimento e si distinguono: *Secondary Buyout*, *Trade sale*, *MBO*, *distressed recapitalization* e *IPO*;
- *Deal origination*: la ragione in base alla quale è stata realizzata l'operazione e sono: *Family & Private*, *Secondary Buyout*, *Local parent*, *Foreign parent* e *Other*;
- *Region*: la regione in cui la società ha sede;
- *Sector 1° level*: settore industriale codificato secondo la classificazione PEM® sviluppata sulla base di quella internazionale proposta dalla *Standard Industrial Classification* (SIC);
- Codice ATECO: stringa alfanumerica che classifica l'attività economica di un'impresa o di un professionista;
- Costituzione: anno di fondazione della società.

La Tabella 10 riporta le variabili impiegate per l'elaborazione delle statistiche descrittive e per le analisi econometriche. Per ciascuna variabile sono indicati la tipologia, una breve descrizione e da dove provengono.

ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE FINANZIATE DA OPERATORI DEL PRIVATE EQUITY

VARIABILE	TIPO	DESCRIZIONE	ORIGINE
Caratteristiche dell'impresa target			
nome	Stringa	Ragione sociale dell'impresa	Rapporti PEM (calcolo)
nfirm	Numerico	Codice identificativo per numero osservazione	(calcolo)
azienda	Numerico	Codice identificativo univoco per l'impresa	AIDA
anno	Numerico	L'anno di riferimento dei dati presi	Rapporti PEM
regione	Stringa	Localizzazione geografica	Rapporti PEM
settore	Stringa	Il settore industriale	Rapporti PEM
ateco	Numerico	Il codice ATECO univoco per ogni azienda	AIDA
costituzione	Numerico	L'anno in cui l'impresa è stata fondata	AIDA
age	Numerico	L'età dell'impresa indicato in anni	(calcolo)
Caratteristiche dell'operazione			
stage	Stringa	Tipologia di operazione	Rapporti PEM
entrata	Numerico	L'anno in cui il fondo ha investito sull'impresa	Rapporti PEM
uscita	Numerico	L'anno in cui il fondo ha effettuato l'exit	Siti dei fondi
tipouscita	Stringa	La tipologia di exit	Siti dei fondi
deal	Stringa	La ragione in base alla quale è stata realizzata l'operazione	Rapporti PEM
duration	Numerico	La durata dell'investimento	(calcolo)
PE	Dummy (0/1)	1 se in quell'anno l'investimento è attivo, 0 altrimenti	(calcolo)
Valori in conto economico			
ricavi	Valore €	Ricavi delle vendite e prestazioni	AIDA
ebitda	Valore €	Risultato operativo prima di ammortamenti, svalutazioni, oneri e proventi finanziari e imposte	AIDA
utile	Valore €	Risultato economico netto dell'esercizio	AIDA
ebit	Valore €	Risultato operativo prima di ammortamenti, svalutazioni, oneri e proventi finanziari e imposte	AIDA
va	Valore €	Valore aggiunto	AIDA
ebt	Valore €	Reddito lordo conseguito dall'impresa prima del pagamento delle imposte sul reddito	AIDA
cf	Valore €	Flusso di cassa di gestione	AIDA
Valori in stato patrimoniale			
attivita	Valore €	Totale delle risorse possedute dall'azienda, comprensive di immobilizzazioni e circolante	AIDA
pn	Valore €	Patrimonio netto - Capitale apportato dai soci più utili non distribuiti	AIDA
pfn	Valore €	Posizione finanziaria netta - Differenza tra debiti finanziari e disponibilità liquide	AIDA
im	Valore €	Immobilizzazioni - Investimenti a lungo termine	AIDA
ac	Valore €	Attivo circolante	AIDA
cb	Valore €	Crediti verso clienti e altri soggetti con scadenza entro un anno	AIDA
cmlt	Valore €	Crediti verso terzi con scadenza superiore a un anno	AIDA
liquidita	Valore €	Disponibilità immediatamente utilizzabile	AIDA
fondirischi	Valore €	Accantonamenti per rischi futuri o passività potenziali	AIDA
db	Valore €	Debiti verso fornitori o altri soggetti con scadenza entro un anno	AIDA
dmlt	Valore €	Debiti a lungo termine, come mutui o prestiti con scadenza oltre l'anno	AIDA
ccn	Valore €	Capitale circolante netto	AIDA
Indici di performance aziendale			
margine	Percentuale	Margine operativo	AIDA
ros	Percentuale	Redditività delle vendite	AIDA
roa	Percentuale	Redditività del totale attivo	AIDA
roe	Percentuale	Redditività del capitale proprio	AIDA
de	Rapporto	Rapporto tra debiti totali e patrimonio netto	AIDA
dip	Intero	Numero di addetti	AIDA
Variabili di struttura finanziaria			
cr	Rapporto	Indice di liquidità corrente	AIDA
indb	Percentuale	Indebitamento a breve	AIDA
indmlt	Percentuale	Indebitamento a lungo termine	AIDA
iccn	Percentuale	Incidenza circolante operativo	AIDA
vap	Valore € per dipendente	Valore aggiunto pro-capite	AIDA

Tabella 10 - Descrizione delle variabili

4.2. Analisi del campione

Il dataset analizzato è costituito da un panel data che complessivamente include 1368 osservazioni. La copertura temporale dei bilanci aziendali presenta una certa eterogeneità, sebbene per la maggior parte delle aziende siano disponibili tutti e dieci gli anni, che rappresentano il limite fornito dalla fonte AIDA; il minimo di anni consecutivi disponibili è comunque di sette. L'analisi si concentra anche sul periodo precedente all'ingresso dei fondi di *private equity*, e anche qui la disponibilità varia da un minimo di un anno a un massimo di quattro anni, con la maggior parte delle aziende che ne presenta due. Riguardo ai disinvestimenti, le aziende che non sono ancora state vendute sono 50. Delle restanti aziende in cui l'operazione di uscita è stata completata, le modalità di *exit* più comuni sono state la *trade tale* (51 casi) e il *secondary buyout* (35 casi). Per le aziende disinvestite, l'investimento medio dei fondi si è protratto per circa quattro anni.

Lo studio prende in esame 139 aziende target di operazioni di *buyout* effettuate tra il 2016 e il 2017: in particolare, 63 aziende hanno visto l'ingresso dei fondi nel 2016 e le restanti 76 nell'anno successivo. Analizzando lo *stage* delle operazioni, si nota una netta prevalenza dei *buyout* (71.22%), seguiti dalle operazioni di *expansion* (24.46%). Le tipologie *turnaround* e *replacement* contano rispettivamente 4 e 2 operazioni.

Il profilo geografico vede una forte concentrazione nel Nord Italia: la regione più rappresentata è la Lombardia con 51 operazioni, seguita dall'Emilia-Romagna con 25, dal Veneto con 23 e dal Piemonte con 11. A livello settoriale, il comparto *industrial product* domina con il 42.5% delle operazioni, seguito dai settori *consumer good* e *food & beverage*. Le ragioni principali per le quali le operazioni sono state compiute sono state principalmente *family & private* (91 operazioni) e *secondary buyout* (36).

Per quanto riguarda il panorama degli investitori, i fondi più attivi sono stati Idea Capital SGR (7 operazioni), Wise SGR e Ardian (entrambi con 4 operazioni). In totale, le operazioni sono state svolte da 90 fondi diversi nel periodo 2016-2017, di cui 27 sono di nazionalità italiana.

Il profilo medio dell'investimento nel corso del 2016 e del 2017 è riassunto in Tabella 11:

Profilo medio dell'investimento	2016	2017
Tipologia d'operazione	Buy-out (73.03%)	Buy-out (69.74%)
Quota acquisita	74%	70%
Deal origination	Family e Private (65.08%)	Family e Private (65.78%)
Regione	Lombardia(36.51%)	Lombardia(36.84%)
Settore	Prodotti per l'industria (38.10%)	Prodotti per l'industria (46.05%)
Volume dei ricavi (milioni di euro)	75.8	57.4
Enterprise Value (mln €)	81.5	90.1

Tabella 11 - Profilo medio dell'investimento nel corso del 2016-2017

4.3. Statistiche descrittive

Questa sezione illustra le statistiche descrittive delle principali variabili economico-finanziarie e di *governance* ricavate dal *dataset*, con l'obiettivo di offrire una visione sintetica e preliminare delle imprese analizzate e delle loro caratteristiche strutturali. Lo scopo di questa analisi è quello di mettere in evidenza gli aspetti distintivi del campione, così da approfondire il ruolo dei fondi nelle società partecipate e valutare il loro impatto su alcune dimensioni fondamentali, come la redditività, la performance, le politiche di investimento e la leva finanziaria.

L'elaborazione dei dati è stata effettuata in STATA, utilizzando il comando “*xtsum*”, che consente di calcolare le principali statistiche descrittive per dati panel, distinguendo tra:

- *Overall*: valori complessivi calcolati considerando tutte le osservazioni;
- *Between*: variazioni tra imprese, ovvero differenze medie tra le società, indipendentemente dalle variazioni temporali interne;
- *Within*: variazioni nel tempo all'interno della stessa impresa, ignorando le differenze tra le varie unità, utili per individuare eventuali andamenti evolutivi.

Per ciascun gruppo di variabili, le tabelle riportano i valori medi, la deviazione standard, i valori minimo e massimo e il numero di osservazioni. A ciascuna tabella segue un breve commento interpretativo, volto a evidenziare gli aspetti più significativi dei risultati ottenuti.

Dalla Tabella 12 emerge una notevole eterogeneità dimensionale tra le imprese. I ricavi medi si attestano intorno ai 74.6 milioni di euro, ma con un'ampia variabilità, come evidenziano

deviazione standard e valori estremi. L'EBITDA medio, pari a circa 10 milioni, mostra differenze significative nella redditività operativa, mentre l'utile netto medio (2.02 milioni) evidenzia performance eterogenee, con imprese sia redditizie sia in perdita. Anche EBIT e EBT presentano forte variabilità, confermando la diversa capacità di generare reddito. Il valore aggiunto medio (25 milioni) e il *cash flow* operativo (8,31 milioni) confermano strutture economiche e finanziarie eterogenee.

Variabile	Tipo	Media	Dev. Std.	Min	Max	Observation
ricavi	overall	74.6	114.0	0.00	1,040.0	N=1368
	between		107.0	0.12	541.0	n=139
	within		42.2	-369.0	620.0	$\bar{T}=9.84$
ebitda	overall	10.0	20.7	-17.8	259.0	N=1368
	between		18.8	-1.77	153.0	n=139
	within		8.54	-43.8	116.0	$\bar{T}=9.84$
utile	overall	2.02	17.6	-210.0	227.0	N=1368
	between		10.7	-27.2	70.4	n=139
	within		13.9	-202.0	235.0	$\bar{T}=9.84$
ebit	overall	3.73	15.2	-187.0	169.0	N=1368
	between		11.6	-26.0	92.4	n=139
	within		9.95	-158.0	79.9	$\bar{T}=9.84$
va	overall	25.0	44.4	-6.31	486.0	N=1368
	between		41.2	-0.39	312.0	n=139
	within		16.2	-138.0	199.0	$\bar{T}=9.84$
ebt	overall	3.08	19.2	-215.0	223.0	N=1368
	between		12.7	-27.2	89.0	n=139
	within		14.4	-205.0	234.0	$\bar{T}=9.84$
cf	overall	8.31	20.0	-89.1	232.0	N=1368
	between		16.1	-2.68	131.0	n=139
	within		11.8	-83.7	217.0	$\bar{T}=9.84$

Nota: Tutti i valori sono espressi in milioni di euro (€ mln).

Tabella 12 - Statistiche descrittive panel – Conto Economico

I dati dalla Tabella 13 mostrano un attivo totale medio pari a circa 136 milioni di euro, con valori estremi che spaziano da pochi euro a oltre 1,6 miliardi. Il patrimonio netto medio (53.8 milioni) e la posizione finanziaria netta (27.1 milioni) evidenziano differenze significative nella solidità patrimoniale e nei livelli di indebitamento. Le immobilizzazioni (89.2 milioni) rappresentano la componente principale dell'attivo, mentre l'attivo circolante (45.8 milioni) indica un orientamento agli investimenti di lungo periodo. Il capitale circolante netto medio

(9.85 milioni) e le disponibilità liquide (8.44 milioni) mostrano differenze marcate tra le imprese, confermando la coesistenza di realtà con solidità patrimoniale elevata e altre con maggiore leva finanziaria.

Variabile	Tipo	Media	Dev. Std.	Min	Max	Observation
attività	overall	136.0	212.0	0.00001	1630.0	N=1368
	between		194.0	0.09	1080.0	n=139
	within		92.3	-378.0	1130.0	$\bar{T}=9.84$
pn	overall	53.8	92.1	-182.0	719.0	N=1368
	between		81.2	-11.7	433.0	n=139
	within		45.8	-184.0	431.0	$\bar{T}=9.84$
pfn	overall	27.1	68.2	-193.0	781.0	N=1335
	between		56.5	-56.8	347.0	n=139
	within		39.9	-322.0	472.0	$\bar{T}=9.60$
im	overall	89.2	163.0	0.00	1470.0	N=1368
	between		145.0	0.0001	764.0	n=139
	within		79.2	-481.0	1020.0	$\bar{T}=9.84$
ac	overall	45.8	72.1	0.0000099	542.0	N=1368
	between		66.3	0.076	399.0	n=139
	within		29.3	-211.0	375.0	$\bar{T}=9.84$
cb	overall	22.7	37.0	0.00	353.0	N=1368
	between		33.3	0.023	195.0	n=139
	within		16.4	-148.0	212.0	$\bar{T}=9.84$
cmlt	overall	1.51	5.30	0.00	79.7	N=1362
	between		4.21	0.00	31.5	n=139
	within		3.18	-23.6	55.4	$\bar{T}=9.80$
liquidità	overall	8.44	19.5	0.00	275.0	N=1368
	between		15.8	0.0004	112.0	n=139
	within		11.5	-73.9	199.0	$\bar{T}=9.84$
fondi rischi	overall	4.40	14.3	0.00	164.0	N=1368
	between		11.5	0.00	105.0	n=139
	within		8.48	-82.1	114.0	$\bar{T}=9.84$
db	overall	35.9	62.0	0.000004	651.0	N=1368
	between		55.2	0.017	309.0	n=139
	within		29.3	-129.0	476.0	$\bar{T}=9.84$
dmlt	overall	39.6	87.5	0.00	760.0	N=1368
	between		74.0	0.00	418.0	n=139
	within		48.6	-378.0	487.0	$\bar{T}=9.84$
ccn	overall	9.85	33.9	-363.0	320.0	N=1368
	between		23.3	-70.1	134.0	n=139
	within		24.7	-336.0	232.0	$\bar{T}=9.84$

Nota: Tutti i valori sono espressi in milioni di euro (€ mln).

Tabella 13 - Statistiche descrittive panel – Stato Patrimoniale (valori in milioni di euro)

Dalla Tabella 14 si osserva una forte eterogeneità nei principali indicatori di redditività e leva finanziaria. Il margine operativo medio è pari al 12.62%, con elevata variabilità e valori negativi in alcuni casi, a indicare imprese con performance operative molto differenziate. Il ROS medio (4.44%), il ROA (4.03%) e il ROE (5.17%) confermano ampie differenze nelle *performance* economiche e nella capacità di remunerare capitale e attivi. Il *debt to equity ratio* medio (1.06) mostra forte variabilità, con valori estremi superiori a 80. I dipendenti sono in media pari a 379 circa.

Variabile	Tipo	Media	Dev. Std.	Min	Max	Observation
Margine (€ mln)	overall	12.62	35.91	-953.59	71.96	N=1360
	between		18.25	-108.97	67.81	n=139
	within		31.13	-832.00	157.08	$\bar{T}=9.78$
ROS (%)	overall	4.44	10.84	-48.50	29.88	N=1293
	between		7.26	-21.20	23.84	n=138
	within		8.52	-39.33	33.99	$\bar{T}=9.37$
ROA (%)	overall	4.03	14.31	-183.29	120.52	N=1368
	between		7.54	-29.35	26.27	n=139
	within		12.20	-160.93	118.30	$\bar{T}=9.84$
ROE (%)	overall	5.17	23.45	-138.72	149.91	N=1333
	between		13.05	-45.59	39.53	n=139
	within		19.70	-114.91	170.01	$\bar{T}=9.59$
DE (Debt/Equity, %)	overall	1.06	2.75	-7.79	84.22	N=1335
	between		1.22	-0.16	10.28	n=139
	within		2.47	-9.22	75.00	$\bar{T}=9.60$
Dipendenti (n.)	overall	378.66	1032.08	0	14923	N=1364
	between		941.12	0	7675.10	n=139
	within		411.90	-6742.44	7626.56	$\bar{T}=9.81$

Nota: Margine espresso in milioni di euro (€ mln); ROS, ROA, ROE e DE in percentuale; Dipendenti in numero di unità.

Tabella 14 - Statistiche descrittive panel – Performance aziendale

La Tabella 15 mostra che l'indice di corrente medio (1.63) indica una generale capacità di coprire le passività a breve termine con le attività correnti, sebbene siano presenti situazioni di maggiore fragilità finanziaria. Gli indici di indebitamento evidenziano una composizione equilibrata: il debito bancario medio (61%) e l'indebitamento medio-lungo termine (39%) mostrano differenze tra le imprese. L'indice di circolante netto (14.61 milioni) e il valore aggiunto per dipendente (105 mila euro) confermano la forte eterogeneità nelle capacità operative e nella gestione del capitale circolante.

Complessivamente, le statistiche descrittive confermano che il campione è caratterizzato da ampia diversità dimensionale, economico-finanziaria e gestionale, fornendo un quadro preliminare utile per le analisi successive sull'impatto dei fondi sulle *performance* aziendali.

Variabile	Tipo	Media	Dev. Std.	Min	Max	Observation
Indice Corrente (volte)	overall	1.63	0.98	0.09	9.83	N=1366
	between		0.69	0.42	4.38	n=139
	within		0.70	-0.75	7.08	$\bar{T}=9.83$
Incidenza Debiti Breve (%)	overall	0.61	0.27	0.01	1.00	N=1368
	between		0.19	0.12	1.00	n=139
	within		0.20	0.04	1.44	$\bar{T}=9.84$
Incidenza Debiti M/L Termine (%)	overall	0.39	0.27	0.00	0.99	N=1368
	between		0.19	0.00	0.88	n=139
	within		0.20	-0.44	0.96	$\bar{T}=9.84$
Indice CCN (%)	overall	14.61	24.26	-446.24	359.98	N=1327
	between		17.53	-66.61	79.08	n=139
	within		16.80	-365.01	329.31	$\bar{T}=9.55$
Valore Aggiunto Pro Capite (€)	overall	105,232.40	64,025.94	-46,710	418,760	N=1293
	between		55,665.07	26,862	315,836	n=136
	within		34,971.51	-126,664	449,060	$\bar{T}=9.51$

Nota: L'indice corrente è espresso in volte; indici di debito e CCN in percentuale; VAP in euro per addetto.

Tabella 15 - Statistiche descrittive panel – Struttura finanziaria

L'analisi della matrice di correlazioni è stata effettuata per individuare eventuali associazioni tra le variabili economico-finanziarie e per verificare la presenza di multicollinearità prima delle analisi di regressione. Dalla Tabella 16 emerge che alcune variabili sono fortemente correlate: in particolare, EBITDA, EBIT e cash flow operativo mostrano elevate associazioni tra loro, così come utile e EBT, mentre la correlazione tra ricavi o valore aggiunto e utile netto risulta più moderata. Questi risultati evidenziano legami significativi tra variabili operative e di redditività e suggeriscono di selezionare variabili rappresentative nelle analisi successive. Pertanto, nei modelli di regressione verrà inclusa solo una tra EBITDA, EBIT e cash flow operativo e solo una tra utile e EBT, riducendo il rischio di multicollinearità e garantendo la robustezza delle stime.

	Ricavi	EBITDA	Utile	EBIT	VA	EBT	CF
Ricavi	1.00000						
EBITDA	0.73490	1.00000					
Utile	0.25330	0.43710	1.00000				
EBIT	0.51100	0.78810	0.73320	1.00000			
VA	0.82120	0.71880	0.25980	0.53040	1.00000		
EBT	0.32200	0.52560	0.97960	0.79320	0.33040	1.00000	
CF	0.59880	0.82430	0.76960	0.69870	0.57260	0.79830	1.00000

Tabella 16 - Matrice di correlazione – Conto Economico

Sulla base della matrice di correlazioni (Tabella 17), per le analisi di regressione verranno selezionate variabili rappresentative al fine di ridurre il rischio di multicollinearità. In particolare, si utilizzeranno attivo totale come *proxy* della dimensione aziendale, debiti totali per rappresentare la struttura finanziaria, capitale circolante netto per la gestione operativa, integrando eventualmente fondi rischi o liquidità evitando di combinare variabili fortemente correlate tra loro.

	Attivita	PN	PFN	IM	AC	CB	CMLT	Liquidita	Fondirischi	DB	DMLT	CCN
Attivita	1.00000											
PN	0.87280	1.00000										
PFN	0.65470	0.40470	1.00000									
IM	0.96120	0.85690	0.69920	1.00000								
AC	0.73890	0.60120	0.31020	0.52500	1.00000							
CB	0.70150	0.53110	0.38690	0.51560	0.90570	1.00000						
CMLT	0.45100	0.42120	0.12130	0.33320	0.57960	0.44570	1.00000					
Liquidita	0.53260	0.49110	0.09350	0.37270	0.73120	0.53330	0.63090	1.00000				
Fondirischi	0.67710	0.50850	0.39910	0.67090	0.45830	0.46150	0.23170	0.20530	1.00000			
DB	0.71290	0.48600	0.39790	0.54870	0.86010	0.81150	0.54700	0.60170	0.43600	1.00000		
DMLT	0.86470	0.62780	0.78530	0.90680	0.45310	0.46620	0.21770	0.30060	0.61760	0.42170	1.00000	
CCN	0.20900	0.33350	-0.08340	0.07520	0.46460	0.36440	0.18520	0.38700	0.14040	-0.05210	0.15490	1.00000

Tabella 17 - Matrice di correlazione – Stato Patrimoniale

Dalla Tabella 18 emerge che le variabili di redditività presentano correlazioni moderate tra loro: in particolare, margine operativo e ROS risultano positivamente correlati, così come ROA e ROE. Gli indicatori di leva finanziaria mostrano invece correlazioni praticamente nulle con le variabili di redditività, indicando che la struttura finanziaria non è direttamente legata alle performance operative nel campione analizzato. Questi risultati suggeriscono che, per le analisi di regressione, è possibile includere contemporaneamente variabili di redditività e di indebitamento senza rischiare problemi di multicollinearità.

	Margine	ROS	ROA	ROE	DE	DIP
Margine	1.00000					
ROS	0.68410	1.00000				
ROA	0.41900	0.73870	1.00000			
ROE	0.28560	0.54420	0.67800	1.00000		
DE	-0.14080	-0.11020	-0.18830	-0.20520	1.00000	
DIP	-0.05680	0.00500	0.02120	0.00520	0.04710	1.00000

Tabella 18 - Matrice di correlazione – Performance aziendale

Dalla Tabella 19 emerge che le variabili di struttura e attività mostrano correlazioni moderate o basse tra loro. L'indice di corrente è positivamente correlato con il capitale circolante netto e con il valore aggiunto per dipendente, mentre gli indici di indebitamento a breve (indb) e medio-lungo termine (indmilt) risultano negativamente correlati tra loro e con altre variabili

solo debolmente. Questi risultati indicano che le variabili selezionate riflettono aspetti distinti della struttura finanziaria e della produttività, consentendo di includerle nei modelli di regressione senza rilevanti rischi di multicollinearità.

	Corrente	IndB	IndMLT	ICCN	VAP
Corrente	1.00000				
IndB	-0.13580	1.00000			
IndMLT	0.13580	-1.00000	1.00000		
ICCN	0.24790	0.11570	-0.11570	1.00000	
VAP	0.25660	-0.16470	0.16470	-0.07990	1.00000

Tabella 19 - Matrice di correlazione – Struttura finanziaria

4.4. Anno di ingresso

L'ingresso di un fondo di *private equity* rappresenta un punto di svolta per un'azienda, con impatti immediati sia sulle *performance* finanziarie sia sulle scelte strategiche e operative. Per analizzare questi effetti, sono stati confrontati i principali indicatori di redditività l'anno precedente l'ingresso ($t-1$) e l'anno dell'ingresso (t), utilizzando sia strumenti grafici come i *box plot*, sia analisi più dettagliate tramite la scomposizione DuPont e dati strategici e operativi aggiuntivi. Va precisato che l'analisi è stata condotta solo sulle aziende per le quali erano disponibili i dati anche nell'anno precedente all'ingresso del fondo. Inoltre, al fine di gestire valori anomali che avrebbero potuto distorcere i risultati (ad esempio ROE superiori al 150% o inferiori al -150%), tali osservazioni sono state eliminate. In totale, l'analisi ha incluso 125 aziende. Dall'esame delle medie emerge che tutti e tre gli indicatori principali registrano un peggioramento nell'anno di ingresso del private equity, come si può osservare nella tabella sottostante:

Indicatore	Anno Precedente	Anno di Ingresso	Variazione Assoluta
ROE	19,41%	10,37%	-9,04 p.p.
ROS	9,24%	6,53%	-2,71 p.p.
ROA	11,19%	6,77%	-4,42 p.p.

Tabella 20 - Variazione degli indicatori di redditività tra anno precedente e anno di ingresso

L'analisi tramite *box plot* (Tabella 21) consente di superare i limiti delle sole medie, offrendo una visione chiara della distribuzione e della variabilità dei principali indicatori di redditività e permettendo di evidenziare eventuali valori anomali. Dal confronto tra t-1 e t emerge un peggioramento generale della mediana di tutti gli indicatori, a conferma del calo della redditività dopo l'ingresso del fondo. Il ROE mostra la maggiore dispersione e il maggior numero di *outlier*, indicando una forte eterogeneità nella redditività del capitale proprio, mentre ROA e ROS risultano più concentrati attorno alla mediana, riflettendo performance operative più omogenee. In particolare, la compressione della mediana e l'ampio range interquartile del ROE evidenziano come l'impatto del *private equity* sia stato intenso e differenziato tra le aziende.

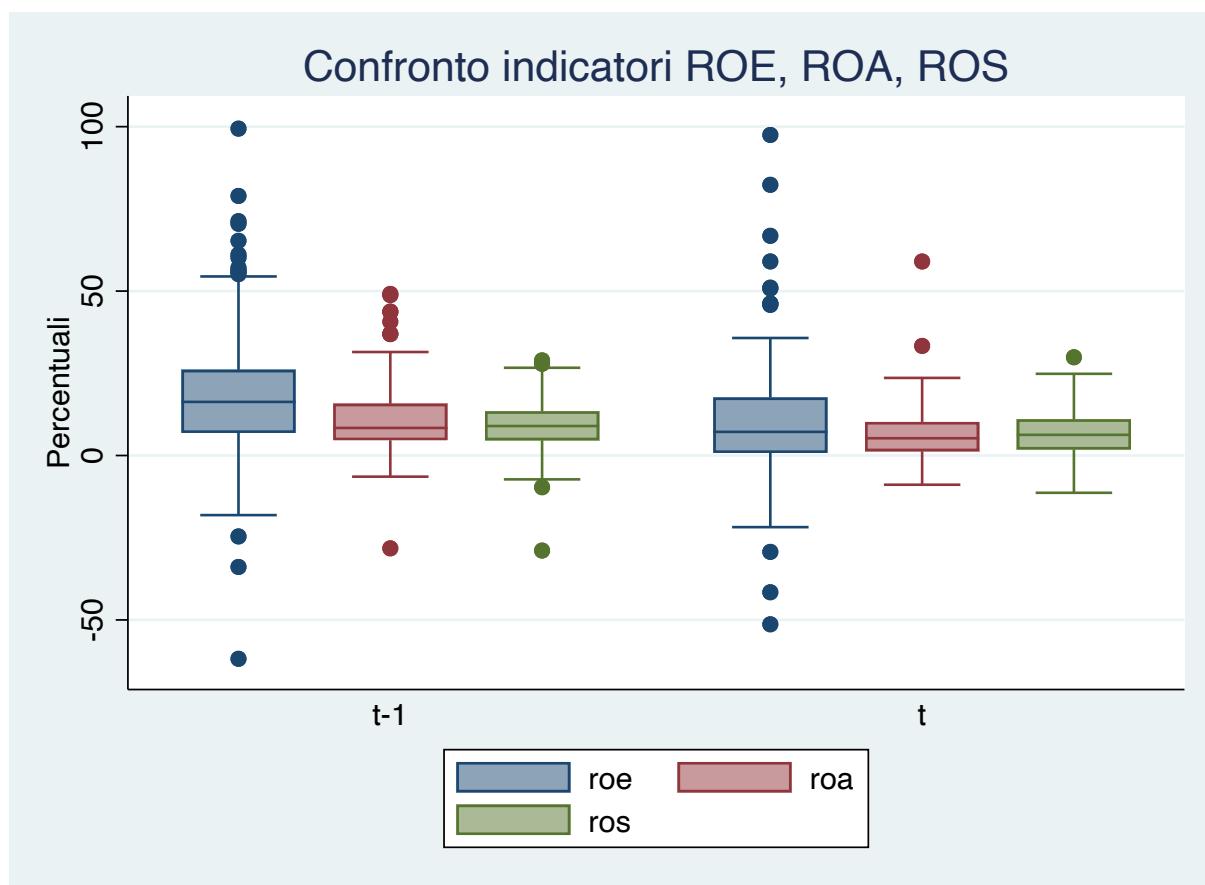


Tabella 21 - Confronto boxplot indici di performance

Nel periodo successivo all'ingresso del fondo di *private equity* si registra un marcato calo della redditività del capitale proprio, che passa dal 19.41% al 10.37%. Tale riduzione deriva da una duplice dinamica: da un lato la contrazione dell'utile netto (da 4.70 a 1.94 milioni di euro, -58,7%), dall'altro l'incremento del patrimonio netto (da 28.57 a 37.93 milioni di euro, +32.8%).

L'aumento del patrimonio risulta tuttavia coerente con la fase di ingresso del fondo, che solitamente comporta un apporto di capitale proprio finalizzato al rafforzamento della struttura patrimoniale e al sostegno di piani di sviluppo o ristrutturazione. Questa dinamica opposta tra utile e patrimonio è particolarmente significativa: da un lato, il peggioramento dell'utile riflette l'impatto di costi straordinari connessi all'operazione di acquisizione (consulenze, spese legali, incentivi al *management*, eventuali oneri di ristrutturazione); dall'altro lato, l'aumento del patrimonio netto suggerisce un rafforzamento patrimoniale operato dal fondo di *private equity*, verosimilmente attraverso un apporto di capitale o una ricapitalizzazione volta a sostenere i futuri piani di sviluppo.

In termini di struttura finanziaria, ciò comporta una riduzione della leva e, conseguentemente, un effetto depressivo sul ROE, poiché a un capitale proprio più elevato corrisponde, a parità di utile, un rendimento percentuale inferiore. Tuttavia, tale scelta va interpretata come un intervento prudenziale tipico delle strategie dei fondi di investimento, mirato a consolidare la posizione finanziaria dell'impresa acquisita.

La scomposizione del ROE (Tabella 22) secondo il modello DuPont consente di evidenziare come la flessione della redditività derivi da un peggioramento simultaneo dei tre principali driver: il margine operativo si riduce dal 17.55% al 15.38%, la rotazione delle attività da 1.109 a 0.900 e la leva finanziaria da 3.627 a 3.286. Il calo del margine operativo può essere interpretato come effetto di un aumento dei costi operativi e di ristrutturazione connessi alla nuova gestione o all'avvio di investimenti strategici; la minore rotazione delle attività suggerisce una riduzione dell'efficienza nell'utilizzo del capitale.

Indicatore	t-1	t
ROE (%)	19,41	10,37
Utile netto (milioni €)	4,70	1,94
Patrimonio netto (milioni €)	28,56	37,93
<i>Analisi DuPont</i>		
Margine operativo (%)	17,55	15,38
Rotazione attività	1,109	0,900
Leva finanziaria	3,627	3,286

Tabella 22 - Scomposizione ROE anno di ingresso e anno prima

A seguito dell'ingresso del fondo, il ROA mostra un marcato peggioramento (in Tabella 23), passando dall'11.19% al 6.77%. Questa riduzione è determinata dal calo dell'EBIT (da 5.38 a 4.38 milioni di euro, -18.6%) nonostante l'incremento del totale attivo (da 79.44 a 99.14 milioni di euro, +24.8%). L'ampliamento dell'attivo appare coerente con la fase di rafforzamento patrimoniale e di espansione della base produttiva successiva all'ingresso del fondo, che ha verosimilmente comportato nuovi investimenti non ancora pienamente remunerativi. Parallelamente, la flessione dell'EBIT suggerisce una compressione dei margini operativi, riconducibile a oneri di ristrutturazione, costi di integrazione o strategie di crescita volte a sostenere lo sviluppo nel medio periodo.

Anche la redditività operativa, misurata dal ROS, evidenzia un peggioramento (Tabella 23), passando dal 9.24% al 6.53%. Tale andamento riflette un aumento dei costi operativi e una compressione dei margini industriali, nonostante la crescita del fatturato (da 64.46 a 68.81 milioni di euro, +6.7%). Parallelamente, l'EBIT si riduce da 5.29 a 4.38 milioni di euro (-18.6%), suggerendo che la maggiore attività commerciale non si è ancora tradotta in un incremento proporzionale della redditività.

Indicatore	t-1	t
ROA (%)	11,19	6,77
EBIT (milioni €)	5,38	4,38
Totale Attivo (milioni €)	79,44	99,14
ROS (%)	9,24	6,53
EBIT (milioni €)	5,29	4,32
Ricavi (milioni €)	64,46	68,81

Tabella 23 - Scomposizione ROA e ROS

Per completare il quadro dell'impatto strutturale e operativo immediato dell'intervento, si procede con l'analisi di cinque dinamiche chiave (Tabella 24), le cui variazioni sono il motore dei cambiamenti osservati nella scomposizione del ROE. In primo luogo, l'analisi della dimensione aziendale (Log (Attività)) rivela un aumento della dimensione media (da 17.12 a 17.43), coerente con l'ipotesi di un'immediata espansione della base di asset e di capitalizzazione delle aziende da parte del fondo. In secondo luogo, il contemporaneo

aumento della Posizione Finanziaria Netta (PFN), passata da 17.6 milioni di euro a 21.9 milioni di euro, quantifica l'utilizzo della leva finanziaria e l'incremento del debito netto, essenziale per finanziare l'acquisizione. In terzo luogo, il Valore Aggiunto Pro Capite (VAP) medio è rimasto sostanzialmente stabile, indicando che la produttività del lavoro, in media, è stata mantenuta; tuttavia, l'aumento della deviazione *standard* e l'emergere di valori estremi confermano la forte disomogeneità dell'efficienza operativa tra i vari *target* del fondo. Infine, il Tasso di Integrazione Verticale è aumentato leggermente (dal 35.47% al 35.61%), suggerendo un cambiamento strategico volto al miglioramento del controllo sulla catena del valore.

Questa convergenza di analisi strutturali e operative conferma che l'ingresso del PE ha completato con successo la fase di transizione: l'azienda è ora più grande, più indebitata e più focalizzata sulla crescita del mercato, con una base di *asset* e un *mindset* strategico pronti per la fase di sviluppo a lungo termine.

Variabile	Anno Prima	Anno Ingresso	Variazione Assoluta
Dimensione (Log(Attività))	17,12	17,43	+0,31
PFN (Milioni di €)	17,6 mln	21,9 mln	+4,3 mln
VAP (Valore Aggiunto Pro Capite)	107.954 €	108.189 €	+235 €
Tasso di Integrazione Verticale	35,47%	35,61%	+0,14 p.p.

Tabella 24 - Analisi dinamiche chiavi

4.5. Regressione multi-variabile sull'entrata

Lo scopo di questa tesi è analizzare le imprese italiane che hanno visto l'inizio della partecipazione dei fondi nel 2016 e nel 2017. In particolare, si vuole stimare se l'effetto del *private equity* sia prima di tutto positivo nelle *performance* delle varie imprese durante il periodo di partecipazione e soprattutto se questo effetto, che si presuppone positivo, sia duraturo anche negli anni dopo l'uscita del fondo. Per rispondere a queste domande sono state condotte una serie di regressioni variando le variabili dipendenti al fine di valutare se l'impatto della presenza sia positiva o negativa e se questi effetti durano nel tempo, e soprattutto se risultati statisticamente significativa.

Innanzitutto, si è studiato l'impatto che ha avuto l'ingresso del fondo sulle prestazioni delle aziende all'interno del campione analizzato. L'analisi empirica si basa sull'utilizzo di regressioni

lineari multi-variabili (OLS) con errori *standard* robusti. Il modello stimato ha la seguente forma generale:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^2 \beta_j * annoPE_{t-j} + X_{it}\gamma + \delta_i + \varepsilon_{it}$$

Le variabili dipendenti utilizzate per stimare l'impatto del *private equity* sulle imprese analizzate sono state suddivise in quattro principali categorie: redditività, crescita, efficienza operativa e struttura finanziaria. Gli indicatori di redditività misurano la capacità dell'impresa di generare profitti in relazione alle risorse impiegate. Le variabili considerate sono:

- ROA (*Return on Assets*): esprime l'efficienza con cui l'impresa utilizza le proprie attività per generare profitto operativo. È calcolato come:

$$ROA = Risultato\ Operativo\ (EBIT) / Totale\ Attività$$

- ROE (*Return on Equity*): indica la capacità dell'impresa di remunerare il capitale proprio investito dagli azionisti. È definito come:

$$ROE = Utile\ Netto / Patrimonio\ Netto$$

- ROS (*Return on Sales*): misura l'efficienza dell'impresa nel controllo dei costi operativi rispetto ai ricavi generati. È espresso come:

$$ROS = Risultato\ Operativo\ (EBIT) / Ricavi$$

Per quanto riguarda le variabili di crescita, l'analisi si concentra su due aspetti centrali nel dibattito economico-finanziario sugli effetti del *private equity*: l'evoluzione dei ricavi e quella dell'occupazione.

- *Sales Growth* (Crescita dei ricavi): rappresenta la variazione percentuale dei ricavi rispetto all'anno precedente. È calcolata come:

$$Sales\ Growth = (Ricavi_t - Ricavi_{t-1}) / Ricavi_{t-1}$$

- *Employee Growth* (Crescita dei dipendenti): misura la variazione relativa del numero di occupati rispetto all'anno precedente. È definita come:

$$\text{Employee Growth} = (\text{Dipendenti}_t - \text{Dipendenti}_{t-1}) / \text{Dipendenti}_{t-1}$$

La terza categoria riguarda l'efficienza operativa, ovvero la capacità dell'impresa di utilizzare in modo efficace le proprie risorse produttive e finanziarie.

- *EBITDA Margin*: esprime la redditività operativa linda in rapporto ai ricavi, fornendo un'indicazione della capacità dell'impresa di generare margine prima di interessi, imposte e ammortamenti. È calcolato come:

$$\text{EBITDA Margin} = \text{EBITDA} / \text{Ricavi}$$

- *Integrazione verticale*: rappresenta il grado di internalizzazione dei processi produttivi, ed è definita come:

$$\text{Integrazione Verticale} = \text{Valore Aggiunto} / \text{Ricavi}$$

- *Net Investment Rate* (Tasso Netto di Investimento): misura l'intensità degli investimenti netti in immobilizzazioni rispetto al totale delle attività dell'anno precedente. È espresso come:

$$\text{Net Investment Rate} = (\text{Immobilizzazioni}_t - \text{Immobilizzazioni}_{t-1}) / \text{Attività}_{t-1}$$

Infine, per analizzare la solidità patrimoniale e il livello di leva finanziaria delle imprese, si considera il: Tasso di Indebitamento che rappresenta il grado di dipendenza dell'impresa dal capitale di terzi rispetto alle risorse proprie. È definito come:

$$\text{Tasso di Indebitamento} = (\text{Debiti a Breve Termine} + \text{Debiti a Medio-Lungo Termine}) / \text{Patrimonio Netto}$$

Invece annoPE_{t-j} è una dummy che assume il valore 1 se l'anno (t-j) coincide con l'anno di ingresso del fondo. Pertanto, quando il fondo entra $\text{annoPE} = 1$ mentre $\text{annoPE}_{t1} = \text{annoPE}_{t2} = 0$, poi un anno dopo $\text{annoPE}_{t1} = 1$ e così via. Le lag di annoPE controllano la persistenza degli effetti dell'ingresso e descrivono il comportamento ex-post.

Per isolare l'effetto specifico del *private equity* sulle *performance* aziendali e ridurre il rischio di *bias* nelle stime, il modello di regressione include un insieme di variabili di controllo (X_{it}) che tengono conto delle caratteristiche strutturali e dimensionali delle imprese analizzate.

Queste variabili consentono di controllare l'influenza di fattori interni che possono incidere sulle *performance* aziendali, indipendentemente dalla presenza del fondo di *private equity*. Le variabili di controllo utilizzate sono le seguenti:

- *Log_Attività*: rappresenta il logaritmo naturale del totale delle attività. Questa trasformazione consente di attenuare la variabilità tra imprese di diversa dimensione e di ottenere una misura più lineare della scala aziendale. Tale variabile controlla, dunque, per l'effetto dimensionale, poiché imprese più grandi possono presentare economie di scala e una struttura operativa diversa rispetto a imprese di piccola dimensione.
- *Age*: indica l'età dell'impresa, misurata come il numero di anni di attività. Questa variabile tiene conto dell'effetto dell'esperienza accumulata nel tempo: imprese più mature possono essere più stabili e meno soggette a *shock* di *performance* rispetto a imprese più giovani, ma potrebbero anche mostrare una minore capacità di crescita.
- *Debt_Ratio*: è definito come il rapporto tra l'indebitamento complessivo e il totale delle attività. Tale variabile controlla per la struttura finanziaria dell'impresa e per il grado di leva finanziaria, che può influenzare sia la redditività sia la capacità di investimento. Un elevato livello di indebitamento può infatti aumentare il rischio finanziario e incidere negativamente sui risultati operativi.
- *Capital_Intensity*: rappresenta il rapporto tra ricavi e immobilizzazioni materiali, fornendo una misura dell'intensità di capitale dell'impresa. Questa variabile serve a controllare le differenze strutturali tra settori o modelli produttivi: imprese con maggiore intensità di capitale possono avere dinamiche economiche diverse rispetto a quelle più orientate ai servizi, dove prevale il fattore lavoro.

Gli utili termini sono: δ_i che rappresenta l'effetto fisso settoriale, introdotto mediante le *dummies* relative al settore economico di appartenenza dell'impresa (*i. settore_id*). Questo termine consente di controllare l'influenza di fattori comuni a tutte le imprese appartenenti allo stesso settore (come le dinamiche di mercato, la concorrenza o la regolamentazione specifica del comparto); ε_{it} che è il termine di errore idiosincratico, che include tutti i fattori

non osservati e variabili nel tempo che influenzano la variabile dipendente ma non sono esplicitamente inclusi nel modello.

L'analisi è stata inizialmente condotta sull'intero campione di imprese che hanno registrato l'ingresso di fondi di *private equity* negli anni 2016 e 2017. Tuttavia, al fine di approfondire la comprensione degli effetti e trarre conclusioni più precise, il campione è stato successivamente suddiviso in sottogruppi omogenei in base a tre criteri principali: età, dimensione e settore di appartenenza. In particolare:

- Età dell'impresa: le imprese sono state classificate in tre categorie sulla base dell'età al momento dell'ingresso:
 1. Giovani (*age* \leq 7 anni);
 2. Medie (7 < *age* \leq 14 anni);
 3. Mature (*age* > 14 anni).

Questa suddivisione consente di verificare se l'impatto differisca in funzione della fase del ciclo di vita aziendale.

- Dimensione: le imprese sono state distinte in piccole e grandi, in base al livello di attività complessive. Tale distinzione permette di valutare se i fondi producono effetti differenti a seconda della scala operativa dell'impresa e della sua capacità di accesso al capitale.
- Settore di appartenenza: il campione è stato ulteriormente segmentato in due macro-aggregati, industria e servizi, al fine di controllare le differenze strutturali e operative tra comparti produttivi.
 - Il gruppo industria comprende i settori: *Industrial products, Construction, Food and beverage, Consumer goods, Pharmaceutical and biopharmaceutical industry, Utilities, ICT*;
 - Il gruppo servizi include invece: *Retail and whole sale trade, Transportation, Healthcare and social services, Leisure, Media and communication, Other professional and social services*.

Questa articolazione del campione consente di analizzare in modo più accurato l'effetto del *private equity*, valutando se la sua influenza sulle *performance* aziendali vari in funzione delle caratteristiche strutturali e anagrafiche delle imprese. Infine, per valutare l'effetto complessivo dell'ingresso nel tempo, è stato stimato il coefficiente combinato:

$$\text{Effetto complessivo} = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$$

ottenuto tramite il comando “*lincom*” di Stata, fornendo così una misura dell'impatto cumulativo del fondo sulle performance aziendali. I risultati delle regressioni sono stati poi raccolti in un'unica tabella riassuntiva evidenziano i coefficienti delle variabili legate al PE e la loro significatività statistica.

Sul piano delle variabili di redditività (Tabella 25), i risultati mostrano che l'ingresso del fondo ha un effetto positivo sulle performance aziendali, variabile in base all'indicatore considerato, all'età, alla dimensione e al settore delle imprese. Per il ROA, le aziende che ricevono il fondo in un dato anno mostrano un aumento medio altamente significativo. L'effetto è più pronunciato per le imprese mature (>14 anni), mentre quelle più giovani evidenziano variazioni meno rilevanti. Tuttavia, per le aziende mature il beneficio risulta concentrato nell'anno di ingresso e tende a non persistere nei periodi successivi. Per dimensione, l'effetto è significativo per entrambe le classi nell'anno di ingresso, ma risulta duraturo solo per le piccole imprese. A livello settoriale, l'impatto positivo si concentra nell'industria, mentre le imprese dei servizi non mostrano variazioni significative. Anche per il ROE l'ingresso del fondo produce un effetto positivo nell'anno di acquisizione, particolarmente rilevante per le imprese mature e di piccola dimensione. Le grandi aziende registrano un aumento solo temporaneo, mentre per le imprese mature l'effetto positivo tende a mantenersi anche negli anni successivi. Come per il ROA, i benefici si concentrano nel settore industriale, risultando più deboli nei servizi. Infine, per il ROS, l'ingresso del fondo determina un aumento significativo nell'anno stesso e, in alcuni casi, anche nel primo anno successivo, segnalando una certa persistenza dell'effetto sul margine operativo. Gli incrementi più evidenti si riscontrano nelle imprese mature, nelle piccole e nel comparto industriale, mentre le imprese più giovani e i servizi non mostrano benefici rilevanti.

Il miglioramento complessivo di ROA, ROE e ROS nell'anno di ingresso suggerisce che l'intervento del *private equity* genera un impatto immediato sulla redditività, legato ad azioni

di efficientamento e ottimizzazione finanziaria introdotte subito dopo l'acquisizione. Tali effetti riflettono una maggiore disciplina gestionale, un controllo dei costi più rigoroso e l'adozione di pratiche manageriali orientate alla *performance*. La riduzione dei benefici nel medio periodo indica, tuttavia, che gli interventi iniziali sono spesso tattici, focalizzati su ristrutturazioni e riallocazioni di risorse, più che su trasformazioni strutturali del modello di *business*. Le differenze tra imprese mature e giovani confermano che i fondi riescono a creare più valore dove esistono margini di miglioramento gestionali maggiori e processi consolidati ma inefficienti. Le imprese giovani, invece, mostrano talvolta miglioramenti temporanei, ma faticano a consolidarli nel tempo, poiché le risorse vengono spesso destinate al rafforzamento organizzativo. Le imprese di piccola dimensione beneficiano in modo più persistente dell'apporto di capitale e competenze manageriali, mentre le realtà industriali risultano più ricettive rispetto a quelle dei servizi, dove i *driver* di *performance* sono meno tangibili.

Passando alle variabili di crescita (Tabella 26), gli effetti del fondo risultano nel complesso più deboli e disomogenei. Il tasso di crescita delle vendite non mostra variazioni significative per il campione totale, ma le imprese più giovani evidenziano un incremento nei primi anni successivi all'ingresso, mentre quelle mature o di grandi dimensioni tendono a rallentare. Le imprese dei servizi mostrano un effetto positivo, sebbene limitato nel tempo. Anche per la crescita dell'occupazione, l'impatto complessivo è contenuto ma positivo per le imprese giovani e di piccola dimensione, che tendono ad aumentare il personale dopo l'ingresso del fondo. Per le imprese più grandi e del settore servizi non si riscontrano, invece, variazioni significative.

Nel complesso, il fondo di *private equity* sembra incidere più sulla redditività che sulla crescita dimensionale. Le imprese giovani utilizzano il capitale per espandere le attività nel breve periodo, mentre quelle mature appaiono orientate a ottimizzare la redditività piuttosto che i ricavi. Analogamente, la crescita occupazionale è più evidente nelle piccole e giovani imprese, dove le risorse del fondo facilitano l'ampliamento della capacità produttiva.

Per quanto riguarda le variabili operative e la struttura finanziaria (Tabella 26 e Tabella 27), l'effetto del fondo è più selettivo. L'*EBITDA margin* e il grado di integrazione verticale non mostrano variazioni significative, suggerendo che l'ingresso del fondo non comporta cambiamenti sistematici nella marginalità operativa o nella strategia produttiva. Ciò indica che

il *private equity* tende a concentrarsi su interventi finanziari e gestionali piuttosto che su trasformazioni operative profonde.

Diversamente, il tasso di investimento netto mostra risultati positivi per le imprese mature e di grande dimensione, che sfruttano il supporto del fondo per avviare nuovi progetti di sviluppo o di espansione produttiva. Le imprese più giovani e di piccola dimensione non registrano invece variazioni significative, probabilmente perché il capitale viene inizialmente destinato a stabilizzare la struttura finanziaria. L'indebitamento aumenta per le imprese più giovani, soprattutto nell'anno di ingresso, riflettendo strategie di ristrutturazione e leva finanziaria tipiche della fase post-investimento; per le imprese mature e grandi, invece, la stabilità preesistente limita tali variazioni.

L'analisi complessiva evidenzia che l'ingresso del *private equity* produce un impatto prevalentemente positivo ma temporaneo, con effetti più intensi sugli indici di redditività rispetto alle variabili di crescita o operative. I benefici si concentrano nelle imprese mature, di piccola dimensione e industriali, dove l'apporto di capitale e competenze manageriali genera un miglioramento immediato delle performance. Tuttavia, la transitorietà degli effetti e la limitata incidenza sulle variabili di crescita suggeriscono che il valore creato dal fondo tende a concentrarsi nella fase iniziale dell'investimento, più che consolidarsi nel lungo periodo.

Indicatore	Segmento	annoPE	annoPE_t1	annoPE_t2	R ²	Complessivo
ROA						
Panel		4.110*** (1.451)	0.980 (0.878)	0.122 (0.923)	0.130	5.212** (2.444)
AGE	≤7	2.139 (2.786)	1.439 (2.080)	-0.959 (1.935)	0.562	2.618 (4.576)
	7<age≤14	3.849 (2.910)	3.433 (2.738)	3.479 (2.531)	0.270	10.760 (6.958)
	>14	6.293*** (2.239)	1.700 (1.196)	0.378 (0.928)	0.104	8.371 (3.510)
SIZE	piccola	6.287** (2.816)	2.054 (1.457)	2.609* (1.380)	0.136	10.951** (4.595)
	grande	2.430*** (0.789)	0.634 (0.983)	-1.670 (1.081)	0.182	1.394 (1.817)
MACRO	industria	4.760*** (1.695)	1.411 (1.005)	0.367 (1.060)	0.089	6.537** (2.827)
	servizi	0.522 (2.143)	-0.952 (1.400)	-0.663 (1.563)	0.474	-1.092 (3.586)
ROE						
Panel		6.808*** (1.899)	3.177 (2.341)	0.254 (1.956)	0.130	10.238** (4.196)
AGE	≤7	4.655 (4.063)	2.066 (2.866)	-0.215 (2.431)	0.400	6.507 (7.339)
	7<age≤14	5.075 (6.947)	0.808 (7.778)	1.801 (7.257)	0.294	7.685 (18.391)
	>14	7.545*** (2.482)	4.922 (3.021)	0.765 (2.164)	0.1334	13.231** (5.177)
SIZE	piccola	7.166** (3.201)	7.040* (3.730)	3.875 (2.696)	0.164	18.082*** (6.801)
	grande	8.049*** (2.397)	1.101 (3.091)	-1.995 (2.505)	0.173	7.155 (5.250)
MACRO	industria	5.993*** (2.025)	3.027 (2.839)	0.260 (2.051)	0.097	9.280** (4.714)
	servizi	7.596* (4.410)	3.947 (3.178)	1.311 (4.926)	0.339	12.854 (8.925)
ROS						
Panel		2.572*** (0.874)	2.272*** (0.885)	0.520 (0.988)	0.125	5.363*** (1.933)
AGE	≤7	-0.916 (3.319)	3.592 (2.812)	1.808 (2.291)	0.278	4.484 (6.167)
	7<age≤14	-1.248 (2.536)	-1.008 (2.299)	-0.142 (2.075)	0.391	-2.397 (5.663)
	>14	3.167*** (1.028)	2.008** (0.966)	-0.406 (1.211)	0.144	4.769** (2.261)
SIZE	piccola	3.153** (1.337)	2.108* (1.220)	1.722 (1.465)	0.179	6.984** (2.879)
	grande	2.455** (1.092)	2.775** (1.253)	-0.00825 (1.290)	0.147	5.222** (2.514)
MACRO	industria	2.760*** (0.976)	2.595*** (0.893)	0.210 (1.134)	0.134	5.565*** (2.086)
	servizi	1.910 (1.975)	1.143 (2.569)	1.846 (1.832)	0.149	4.899 (4.779)

Tabella 25 – Regressioni entrata su indici di redditività

Indicatore	Segmento	annoPE	annoPE_t1	annoPE_t2	R ²	Complessivo
Sales_Growth						
Panel		-0.0282 (0.0388)	0.0962 (0.100)	-0.0619 (0.0400)	0.009	0.006 (0.128)
AGE	≤7	0.0700 (0.166)	0.779 (0.542)	-0.0512 (0.117)	0.148	0.798* (0.456)
	7<age≤14	0.147 (0.118)	0.0813 (0.0922)	0.0640 (0.0847)	0.015	0.291 (0.242)
	>14	-0.0101 (0.0256)	0.0116 (0.0354)	-0.0549** (0.0244)	0.031	-0.053 (0.061)
SIZE	piccola	-0.0147 (0.0409)	0.276 (0.198)	-0.00643 (0.0387)	0.056	0.255 (0.182)
	grande	-0.00858 (0.0478)	-0.0569 (0.0554)	-0.107* (0.0625)	0.010	-0.172 (0.148)
MACRO	industria	-0.0688 (0.0441)	0.105 (0.123)	-0.0947** (0.0470)	0.009	-0.059 (0.150)
	servizi	0.132* (0.0683)	0.0551 (0.0595)	0.0665 (0.0439)	0.052	0.254** (0.120)
EBITDA_Margin						
Panel		1.735 (2.380)	57.35 (57.45)	0.228 (1.459)	0.011	59.317 (59.463)
AGE	≤7	-0.123 (0.114)	0.00948 (0.129)	-0.0399 (0.0822)	0.492	-0.153 (0.235)
	7<age≤14	0.00406 (0.0399)	0.0162 (0.0308)	0.00813 (0.0274)	0.532	0.028 (0.078)
	>14	3.245 (5.677)	88.19 (87.87)	0.0888 (3.863)	0.023	91.527 (91.342)
SIZE	piccola	-0.0104 (0.0433)	-0.0318 (0.0267)	-0.0396 (0.0340)	0.293	-0.082 (0.0838)
	grande	5.804 (7.385)	114.5 (114.5)	1.284 (4.000)	0.022	121.615 (121.67)
MACRO	industria	3.286 (3.932)	73.20 (73.11)	0.984 (2.200)	0.013	77.474 (77.455)
	servizi	0.0229 (0.0455)	0.103 (0.0907)	0.0555 (0.0605)	0.047	0.182 (0.141)
Employee_Growth						
Panel		-0.00740 (0.0518)	0.0120 (0.0518)	-0.0334 (0.0541)	0.025	-0.029 (0.142)
AGE	≤7	0.105 (0.112)	0.174** (0.0861)	0.0749 (0.0765)	0.154	0.354* (0.184)
	7<age≤14	-0.0835 (0.0631)	-0.0267 (0.0451)	-0.0412 (0.0526)	0.152	-0.151 (0.127)
	>14	-0.0480 (0.0928)	-0.0532 (0.0957)	-0.0944 (0.0989)	0.046	-0.196 (0.269)
SIZE	piccola	0.0983** (0.0480)	0.0953*** (0.0361)	0.0230 (0.0368)	0.085	0.216*** (0.081)
	grande	-0.121 (0.0953)	-0.0618 (0.0963)	-0.0908 (0.102)	0.034	-0.274 (0.273)
MACRO	industria	0.0260 (0.0307)	0.0419* (0.0218)	0.0159 (0.0219)	0.067	0.084* (0.049)
	servizi	-0.267 (0.306)	-0.145 (0.275)	-0.225 (0.254)	0.036	-0.638 (0.784)

Tabella 26 – Regressione entrata su variabile di crescita

Indicatore	Segmento	annoPE	annoPE_t1	annoPE_t2	R ²	Complessivo
Integrazione_Verticale						
Panel		5.052 (6.960)	167.8 (168.1)	0.669 (4.268)	0.011	173.501 (173.989)
AGE	≤7	-0.107 (0.114)	0.00788 (0.137)	-0.0382 (0.0854)	0.487	-0.137 (0.243)
	7<age≤14	0.0394 (0.0578)	0.0194 (0.0550)	0.000812 (0.0523)	0.069	0.060 (0.147)
	>14	9.305 (16.60)	258.0 (257.1)	0.219 (11.30)	0.023	267.480 (267.266)
SIZE	piccola	-0.0162 (0.0439)	-0.0412 (0.0286)	-0.0441 (0.0353)	0.208	-0.101 (0.086)
	grande	16.87 (21.60)	334.9 (335.0)	3.701 (11.70)	0.022	355.522 (356.007)
MACRO	industria	9.618 (11.50)	214.2 (213.9)	2.919 (6.437)	0.013	226.750 (226.631)
	servizi	-0.0661 (0.0528)	0.0714 (0.106)	0.0407 (0.0721)	0.075	0.046 (0.163)
Net_Investment_Rate						
Panel		326.7 (281.7)	-26.73 (29.06)	-18.26 (21.78)	0.021	281.747 (239.304)
AGE	≤7	2062.7 (1906.7)	-387.5 (428.2)	-252.4 (306.5)	0.139	1422.834 (1470.666)
	7<age≤14	122.4 (118.7)	-38.61 (41.99)	-31.14 (34.89)	0.112	52.619 (80.214)
	>14	0.333*** (0.0928)	0.283*** (0.0923)	0.0429 (0.0461)	0.093	0.659*** (0.148)
SIZE	piccola	628.8 (544.5)	-33.83 (38.49)	-46.37 (57.80)	0.036	548.608 (472.588)
	grande	0.597*** (0.149)	0.326*** (0.104)	0.0330 (0.0548)	0.129	0.955*** (0.197)
MACRO	industria	351.3 (338.2)	-37.62 (41.03)	-27.18 (31.85)	0.025	286.511 (277.303)
	servizi	219.8 (207.4)	20.00 (24.00)	14.26 (19.43)	0.101	254.105 (239.989)
Tasso_Indebitamento						
Panel		-0.355 (0.244)	-0.174 (0.208)	-0.0921 (0.288)	0.183	-0.621 (0.516)
AGE	≤7	1.678*** (0.460)	0.937*** (0.245)	0.529** (0.222)	0.479	3.143*** (0.763)
	7<age≤14	0.0913 (1.501)	0.258 (1.213)	-0.160 (0.903)	0.139	0.189 (3.435)
	>14	-0.564 (0.361)	-0.310 (0.251)	0.0184 (0.390)	0.333	-0.855 (0.434)
SIZE	piccola	-0.451 (0.363)	-0.0741 (0.282)	0.132 (0.449)	0.218	-0.393 (0.778)
	grande	-0.131 (0.247)	-0.279 (0.317)	-0.382 (0.387)	0.218	-0.792 (0.695)
MACRO	industria	-0.240 (0.237)	-0.254 (0.248)	-0.129 (0.356)	0.163	-0.623 (0.600)
	servizi	-0.839 (0.669)	0.137 (0.280)	0.0637 (0.206)	0.353	-0.638 (0.608)

Tabella 27 – Regressione entrata su variabili operative e sulla struttura finanziaria

4.6. Regressione multi-variabile sull'uscita

Dopo aver analizzato l'entrata, si passa all'analisi del periodo di uscita. L'analisi è simile a quella condotta per l'entrata, solo che si è variata la variabile *dummy* di riferimento, che al posto di essere *annoPE*, in questa analisi è *uscitaPE*. Quindi, l'analisi empirica si basa sull'utilizzo di regressioni lineari multi-variabili (OLS) con errori *standard* robusti. Il modello stimato ha la seguente forma generale:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=0}^2 \beta_j * uscitaPE_{t-j} + X_{it}\gamma + \delta_i + \varepsilon_{it}$$

E per valutare l'effetto complessivo dell'uscita nel tempo, è stato stimato il coefficiente combinato:

$$Effetto\ complessivo = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$$

Analizzando i risultati degli indici di redditività (Tabella 28), l'uscita del fondo mostra in generale un impatto negativo sulle performance aziendali, con effetti più marcati proprio sulle variabili di redditività. Il ROA diminuisce mediamente dopo *l'exit*, con un calo significativo e persistente per le imprese più giovani, mentre quelle di età intermedia mostrano un miglioramento nei primi anni successivi, segnale di una maggiore capacità di consolidamento post uscita. Le aziende mature non evidenziano variazioni rilevanti, mentre le piccole imprese subiscono un calo consistente del ROA nell'anno dell'*exit*; l'effetto è invece neutro per le grandi. Settorialmente, il calo si concentra nelle imprese industriali, mentre quelle dei servizi restano sostanzialmente stabili. Anche il ROE si riduce dopo l'uscita, in linea con il ROA. L'effetto negativo è più marcato per le imprese giovani, che registrano un deterioramento duraturo della redditività del capitale proprio, mentre quelle di età intermedia mostrano un miglioramento temporaneo. Le aziende mature e di grande dimensione restano sostanzialmente stabili, mentre le piccole risentono nel breve periodo. Come per il ROA, il calo riguarda soprattutto il settore industriale, mentre nei servizi gli effetti sono più eterogenei. Il ROS conferma questo quadro, mostrando una riduzione significativa della redditività operativa dopo *l'exit*, in particolare per le imprese giovani e industriali. Le aziende di età intermedia e mature mantengono livelli più stabili, mentre tra le grandi imprese la contrazione è più evidente rispetto alle piccole.

Nel complesso, la diminuzione di ROA, ROE e ROS indica una perdita di efficienza economica e di redditività complessiva, soprattutto per le imprese giovani e di piccola dimensione, più dipendenti dal supporto strategico e manageriale del fondo. La difficoltà di mantenere le performance dopo l'*exit* riflette l'assenza della governance attiva tipica del *private equity*. Le imprese di età intermedia, invece, sembrano beneficiare dell'esperienza acquisita durante la partecipazione, riuscendo a gestire in modo autonomo la fase post uscita. Le imprese mature e di grandi dimensioni, già caratterizzate da strutture solide, assorbono la transizione senza variazioni significative. Dal punto di vista settoriale, il calo della redditività si concentra nelle imprese industriali, più esposte alla perdita del supporto operativo del fondo, mentre i servizi risultano più stabili grazie a modelli di *business* meno *capital intensive*.

Dopo l'uscita del fondo, anche le variabili di crescita (Tabella 29) mostrano un deterioramento delle *performance*. La crescita delle vendite tende a ridursi in modo persistente: le piccole imprese subiscono una contrazione significativa già nell'anno dell'*exit*, mentre le grandi registrano un rallentamento più contenuto. A livello settoriale, le imprese industriali mostrano una riduzione marcata della dinamica dei ricavi, mentre nei servizi si osserva solo una lieve ripresa nel lungo periodo. Per età, le imprese giovani e mature mantengono una crescita stabile, mentre quelle di età intermedia subiscono un calo più pronunciato, segno di difficoltà di adattamento post uscita. La riduzione del tasso di crescita delle vendite riflette una perdita di slancio commerciale e strategico, dovuta alla minore capacità di investimento e all'assenza di un orientamento espansivo guidato dal fondo. Le piccole imprese risultano particolarmente vulnerabili, mentre le grandi mostrano un rallentamento più graduale. Anche la crescita dell'occupazione diminuisce in modo significativo dopo l'*exit*, soprattutto per le imprese mature e industriali, che attraversano fasi di ridimensionamento o ristrutturazione. Le imprese giovani mantengono maggiore stabilità grazie a strutture più flessibili e adattabili.

L'EBITDA *margin* conferma un peggioramento dell'efficienza operativa dopo l'uscita, con effetti più marcati per le grandi imprese e per quelle industriali. Le realtà più giovani e di piccola dimensione risultano invece più resistenti, probabilmente grazie a strutture organizzative più snelle. La diminuzione della marginalità operativa suggerisce che l'uscita del fondo lasci un vuoto gestionale, con perdita di controllo sui costi e minore efficienza produttiva.

Le variabili operative (Tabella 30) confermano questa tendenza. L'integrazione verticale si riduce, in particolare per le grandi imprese e per quelle industriali, mentre le aziende più giovani mostrano un lieve aumento, segnale di un tentativo di riorganizzazione interna. Il *Net Investment Rate* cala sensibilmente, indicando una minore propensione alla crescita e un rallentamento degli investimenti, soprattutto per le imprese mature e industriali; le grandi mostrano tuttavia un parziale recupero nel breve periodo, grazie a strategie autonome post-*exit*.

Sul piano della struttura finanziaria, il tasso di indebitamento non mostra variazioni significative in media. Si osserva una riduzione della leva nelle piccole imprese, segnale di maggiore prudenza finanziaria, e un temporaneo aumento per quelle di età intermedia, seguito da una contrazione, a indicare una fase di riequilibrio post-uscita. Le differenze settoriali sono contenute, con un andamento più stabile per le aziende dei servizi. La contrazione dell'integrazione verticale e degli investimenti netti suggerisce un ridimensionamento strategico dopo l'*exit*. Le imprese riducono la capacità produttiva e l'internalizzazione dei processi, orientandosi verso strategie più conservative. Le imprese grandi mostrano un parziale recupero grazie alla capacità di sostituire il supporto del fondo con investimenti autonomi, mentre le piccole adottano politiche più caute di consolidamento e riequilibrio finanziario.

Nel complesso, l'uscita del fondo di *private equity* rappresenta un momento di discontinuità e vulnerabilità per le imprese partecipate, con un impatto prevalentemente negativo su redditività, crescita e capacità di investimento. Le imprese giovani e di piccola dimensione risultano le più penalizzate, mentre quelle mature o di età intermedia mostrano una maggiore stabilità, grazie all'esperienza accumulata durante la gestione del fondo. Il comparto industriale è quello che risente maggiormente dell'*exit*, a differenza del settore dei servizi, dove l'impatto risulta più attenuato. In sintesi, il valore creato dal *private equity* tende a concentrarsi nella fase di partecipazione, mentre la fase post uscita è spesso segnata da un deterioramento delle *performance* in assenza del supporto strategico e gestionale del fondo. Ciò evidenzia l'importanza di una pianificazione del post *exit* e della capacità delle imprese di internalizzare le competenze manageriali acquisite, al fine di preservare nel tempo i benefici generati durante la partecipazione.

Indicatore	Segmento	uscitaPE	uscitaPE_t1	uscitaPE_t2	R ²	Complessivo
ROA						
Panel		-1.003 (0.779)	-0.133 (1.052)	-1.078 (1.046)	0.121	-2.214 (1.987)
AGE	≤7	-2.607 (1.613)	-2.274 (1.643)	-4.586** (1.835)	0.569	-9.467** (3.286)
	7<age≤14	3.986* (2.093)	4.829** (2.365)	2.637 (2.850)	0.272	11.452** (5.051)
	>14	-1.154 (0.919)	-0.822 (1.340)	-1.019 (1.285)	0.077	-2.995 (2.472)
SIZE	piccola	-3.174* (1.691)	-0.616 (1.955)	-1.781 (2.173)	0.124	-5.571 (4.517)
	grande	0.413 (0.756)	0.016 (1.217)	-0.816 (1.040)	0.167	-0.387 (1.940)
MACRO	industria	-1.043 (0.848)	-0.549 (1.220)	-1.330 (1.214)	0.077	-2.922 (2.622)
	servizi	0.291 (1.830)	2.444 (1.949)	1.447 (1.767)	0.476	4.182 (3.567)
ROE						
Panel		-2.160 (2.769)	-0.354 (2.304)	-0.686 (2.297)	0.122	-3.200 (4.769)
AGE	≤7	-8.957 (7.475)	-4.382 (2.641)	-7.507*** (2.643)	0.426	-20.846** (9.150)
	7<age≤14	11.950 (7.948)	9.413* (5.279)	10.140 (6.941)	0.308	31.507** (13.846)
	>14	-3.249 (2.655)	-0.944 (3.239)	-0.688 (2.858)	0.121	-4.880 (5.728)
SIZE	piccola	-3.881 (4.703)	1.768 (3.274)	-1.697 (4.829)	0.151	-3.810 (8.863)
	grande	-0.558 (3.019)	-1.502 (3.112)	-0.153 (2.448)	0.159	-2.214 (5.565)
MACRO	industria	-1.205 (2.703)	-1.175 (2.703)	-1.690 (2.679)	0.090	-4.070 (5.583)
	servizi	-2.094 (7.104)	5.193 (4.333)	5.253 (4.309)	0.336	8.352 (10.909)
ROS						
Panel		-0.972 (0.855)	-0.595 (0.905)	-0.515 (1.014)	0.128	-2.082 (1.877)
AGE	≤7	-3.801 (2.019)	-2.508 (1.941)	-3.816** (1.906)	0.559	-10.125** (3.854)
	7<age≤14	3.054 (2.109)	3.748* (2.072)	2.188 (2.334)	0.312	8.990** (4.167)
	>14	-1.031 (0.896)	-0.872 (1.021)	-1.147 (1.078)	0.083	-3.050 (2.145)
SIZE	piccola	-2.672 (1.618)	-1.023 (1.830)	-1.993 (2.081)	0.113	-5.688 (3.976)
	grande	0.202 (0.720)	0.159 (0.983)	-0.912 (0.924)	0.172	-0.551 (1.871)
MACRO	industria	-0.945 (0.801)	-0.501 (1.045)	-1.221 (1.058)	0.081	-2.667 (2.199)
	servizi	0.505 (1.609)	1.982 (1.721)	1.233 (1.574)	0.482	3.720 (3.263)

Tabella 28 - Regressioni uscita su indici di redditività

Indicatore	Segmento	uscitaPE	uscitaPE_t1	uscitaPE_t2	R ²	Complessivo
Sales_Growth						
Panel		-0.0185 (0.0397)	-0.0688 (0.0449)	-0.0173 (0.0441)	0.007	-0.104 (0.106)
AGE	≤7	-0.0219 (0.197)	-0.0450 (0.139)	-0.0090 (0.146)	0.101	-0.076 (0.333)
	7<age≤14	-0.331 (0.347)	-0.461 (0.403)	-0.341 (0.415)	0.022	-1.133 (1.137)
	>14	0.005 (0.030)	-0.031 (0.039)	-0.012 (0.040)	0.027	-0.037 (0.073)
SIZE	piccola	-0.091** (0.039)	-0.042 (0.049)	-0.001 (0.049)	0.037	-0.134 (0.092)
	grande	0.033 (0.059)	-0.095 (0.077)	-0.047 (0.086)	0.009	-0.109 (0.195)
MACRO	industria	-0.039 (0.046)	-0.081 (0.053)	-0.057 (0.049)	0.007	-0.177 (0.137)
	servizi	0.049 (0.071)	-0.023 (0.064)	0.125* (0.067)	0.042	0.151 (0.130)
EBITDA_Margin						
Panel		-8.412 (8.612)	-9.499 (9.739)	-8.380 (8.712)	0.005	-26.291 (26.684)
AGE	≤7	-0.081 (0.084)	-0.025 (0.081)	-0.037 (0.081)	0.489	-0.143 (0.148)
	7<age≤14	-0.021 (0.029)	-0.007 (0.028)	-0.014 (0.039)	0.533	-0.042 (0.067)
	>14	-5.157 (7.174)	-7.358 (9.025)	-6.196 (8.611)	0.013	-18.711 (21.355)
SIZE	piccola	-0.034 (0.041)	-0.016 (0.051)	-0.019 (0.055)	0.291	0.070 (0.096)
	grande	-13.81 (14.44)	-18.82 (19.47)	-21.15 (21.89)	0.009	-53.789 (54.865)
MACRO	industria	-10.03 (10.31)	-11.50 (11.83)	-9.850 (10.30)	0.005	-31.388 (32.106)
	servizi	0.015 (0.068)	0.030 (0.074)	0.098 (0.081)	0.045	0.143 (0.168)
Employee_Growth						
Panel		-0.115** (0.060)	-0.123** (0.062)	-0.123* (0.065)	0.027	-0.361** (0.174)
AGE	≤7	0.038 (0.072)	0.073 (0.059)	0.019 (0.040)	0.136	0.129 (0.121)
	7<age≤14	-0.088** (0.042)	-0.101 (0.065)	0.054 (0.082)	0.168	-0.135 (0.132)
	>14	-0.152 (0.094)	-0.154* (0.091)	-0.157* (0.083)	0.047	-0.463** (0.235)
SIZE	piccola	-0.081*** (0.030)	-0.017 (0.031)	-0.052 (0.037)	0.071	-0.150*** (0.069)
	grande	-0.132 (0.096)	-0.176* (0.104)	-0.155 (0.117)	0.035	-0.463 (0.288)
MACRO	industria	-0.048*** (0.019)	-0.043 (0.028)	-0.047** (0.022)	0.069	-0.139*** (0.053)
	servizi	-0.505 (0.358)	-0.487 (0.327)	-0.432 (0.319)	0.040	-1.424 (0.944)

Tabella 29 - Regressione uscita su variabile di crescita

Indicatore	Segmento	uscitaPE	uscitaPE_t1	uscitaPE_t2	R ²	Complessivo
Integrazione_Verticale						
Panel		0.009 (0.010)	-0.002 (0.013)	0.009 (0.013)	0.056	0.016 (0.029)
AGE	≤7	-0.003 (0.009)	0.002 (0.009)	-0.001 (0.008)	0.211	-0.002 (0.017)
	7<age≤14	0.021** (0.009)	0.028*** (0.009)	0.026*** (0.009)	0.302	0.075*** (0.023)
	>14	-0.008 (0.010)	-0.006 (0.012)	-0.007 (0.011)	0.054	-0.021 (0.029)
SIZE	piccola	0.014 (0.015)	0.020 (0.016)	0.023 (0.017)	0.081	0.057 (0.043)
	grande	0.011 (0.012)	0.005 (0.012)	0.009 (0.013)	0.061	0.025 (0.033)
MACRO	industria	0.003 (0.008)	-0.002 (0.009)	0.001 (0.009)	0.048	0.002 (0.020)
	servizi	0.028* (0.015)	0.024* (0.014)	0.026* (0.015)	0.186	0.078** (0.036)
Net_Investment_Rate						
Panel		-0.002 (0.006)	0.006 (0.007)	0.008 (0.007)	0.011	0.012 (0.014)
AGE	≤7	0.004 (0.009)	0.008 (0.009)	0.010 (0.009)	0.042	0.022 (0.019)
	7<age≤14	-0.005 (0.007)	-0.002 (0.007)	-0.003 (0.008)	0.026	-0.010 (0.016)
	>14	-0.004 (0.006)	-0.003 (0.007)	-0.002 (0.007)	0.009	-0.009 (0.014)
SIZE	piccola	0.009 (0.008)	0.006 (0.009)	0.008 (0.009)	0.037	0.023 (0.019)
	grande	-0.002 (0.007)	0.005 (0.008)	0.006 (0.008)	0.014	0.009 (0.017)
MACRO	industria	-0.006 (0.008)	-0.007 (0.008)	-0.004 (0.009)	0.010	-0.017 (0.018)
	servizi	0.013 (0.010)	0.016* (0.009)	0.019** (0.009)	0.049	0.048** (0.021)
Tasso_Indebitamento						
Panel		0.004 (0.008)	0.011 (0.009)	0.009 (0.009)	0.045	0.024 (0.020)
AGE	≤7	-0.005 (0.007)	-0.009 (0.008)	-0.007 (0.008)	0.068	-0.021 (0.017)
	7<age≤14	0.019* (0.010)	0.017 (0.011)	0.015 (0.011)	0.104	0.051* (0.026)
	>14	0.002 (0.007)	0.004 (0.007)	0.005 (0.007)	0.043	0.011 (0.015)
SIZE	piccola	-0.011 (0.010)	-0.012 (0.010)	-0.009 (0.011)	0.058	-0.032 (0.022)
	grande	0.007 (0.009)	0.010 (0.009)	0.009 (0.009)	0.039	0.026 (0.020)
MACRO	industria	0.003 (0.008)	0.002 (0.009)	0.004 (0.009)	0.034	0.009 (0.019)
	servizi	0.028** (0.013)	0.023* (0.013)	0.021 (0.013)	0.122	0.072** (0.031)

Tabella 30 - Regressione uscita su variabili operative e sulla struttura finanziaria

Per approfondire l'analisi dei risultati, il campione è stato suddiviso in tre modi complementari. Questa strategia consente di verificare se le dinamiche osservate nelle regressioni generali si mantengono all'interno di gruppi specifici e di identificare eventuali differenze significative tra diverse tipologie di investimenti e di uscita.

Il campione è stato separato in base alla modalità di ingresso nell'investimento: *expansion* e *buyout*. Questa distinzione permette di verificare se le caratteristiche e le *performance* dei *target* differiscono a seconda della strategia di ingresso adottata dal *private equity*. La seconda categorizzazione riguarda la natura del deal: *family & private* e *secondary buyout*. Tale suddivisione consente di analizzare eventuali differenze derivanti dalla struttura proprietaria precedente e dal contesto di acquisizione. Infine, il campione è stato classificato in base alla tipologia di uscita: *trade sale* e *secondary buyout*. Questo consente di indagare se la modalità di disinvestimento influisce sulle *performance* finali e se determinati pattern emergono solo in alcune tipologie di *exit*.

L'analisi dei risultati differenziati per tipologia di ingresso e di uscita evidenzia come l'impatto del *private equity* sulle *performance* aziendali dipenda dalla strategia di investimento e dal tipo di disinvestimento. Gli indici di redditività (Tabella 31) mostrano un peggioramento più marcato nelle imprese entrate tramite *buyout* e uscite tramite *trade sale*, con cali significativi immediati e persistenti, mentre le operazioni di *expansion* e le *secondary buyout* tendono a generare effetti meno sistematici, talvolta neutri o lievemente positivi. In particolare, le imprese giovani evidenziano una contrazione più pronunciata della redditività post-exit, mentre quelle di età intermedia o di maggiore dimensione mostrano una maggiore capacità di consolidamento e, in alcuni casi, un recupero parziale dei livelli di *performance*, segnalando una gestione più strutturata e autonoma.

La crescita delle vendite risente soprattutto delle *secondary buyout* e dei *trade sale*, evidenziando una contrazione delle dinamiche operative nel post-exit, con effetti più accentuati per le piccole imprese, mentre le grandi subiscono un impatto meno immediato ma comunque negativo. L'*EBITDA margin* peggiora in particolare dopo *trade sale*, soprattutto per le aziende grandi e industriali, a conferma di una perdita di efficienza operativa legata all'uscita del fondo, mentre altre tipologie di uscita mostrano impatti minimi o non significativi. La

crescita dell'occupazione segue una dinamica simile, con cali persistenti nelle imprese industriali e mature, e variazioni meno marcate per le imprese giovani o più snelle.

Anche le variabili operative confermano questa tendenza: l'integrazione verticale cala significativamente dopo *trade sale*, mentre il Net Investment Rate diminuisce soprattutto in seguito a *secondary buyout* e *trade sale*, indicando una minore propensione agli investimenti e alla crescita post-exit. Il tasso di indebitamento mostra variazioni limitate e non sistematiche, con leggere riduzioni per alcune tipologie di uscita e un incremento temporaneo nelle imprese di età intermedia, suggerendo una gestione prudente del capitale e un riequilibrio finanziario dopo l'uscita.

La distinzione tra *expansion* e *buyout* mette in luce due logiche di investimento profondamente diverse. Le operazioni di *buyout*, orientate al controllo e alla ristrutturazione di imprese consolidate, mostrano un peggioramento più marcato delle *performance* dopo l'uscita, soprattutto in termini di redditività. Questo risultato suggerisce che i miglioramenti ottenuti durante la fase di gestione del fondo siano in larga misura legati all'attività diretta di *governance* e monitoraggio del *private equity*: una volta terminato tale supporto, le imprese faticano a mantenere gli stessi livelli di efficienza operativa e disciplina finanziaria. In altre parole, i *buyout* generano un valore di breve periodo, sostenuto da interventi intensivi di ottimizzazione, ma spesso non accompagnato da un rafforzamento strutturale della capacità gestionale interna. Al contrario, le operazioni di *expansion* producono effetti meno vistosi ma più equilibrati e sostenibili. In questi casi, il fondo fornisce capitale e competenze per sostenere processi di crescita già avviati, senza alterare radicalmente la *governance*. Di conseguenza, le imprese sviluppano una maggiore autonomia strategica e operativa, che consente loro di mantenere nel tempo parte dei benefici generati durante la partecipazione. Questo spiega perché le *expansion* mostrino, in media, calo più contenuto della redditività e della crescita post-exit, e in alcuni casi addirittura lievi recuperi.

Le differenze tra *family & private deals* e *secondary buyout* confermano come la struttura proprietaria originaria influenzi la capacità delle imprese di adattarsi all'ingresso e all'uscita del fondo. Le imprese familiari o private, spesso caratterizzate da assetti gestionali meno formalizzati, traggono benefici significativi dall'intervento del fondo, in termini di *governance*, controllo e professionalizzazione, ma al contempo diventano più vulnerabili al momento

dell'*exit*, non avendo ancora pienamente interiorizzato le competenze manageriali introdotte. Il peggioramento delle *performance* dopo l'uscita, quindi, riflette una dipendenza dal supporto esterno e una difficoltà a mantenere autonomamente la disciplina finanziaria e strategica appresa durante la partecipazione. I *secondary buyout*, invece, coinvolgono imprese già passate da precedenti cicli di *private equity*, e dunque già abituate a logiche di controllo e rendicontazione più stringenti. Questo spiega perché, nel loro caso, gli effetti post *exit* siano più contenuti e meno sistematici: tali imprese possiedono strutture organizzative più robuste e una *governance* professionalizzata, che le rende più resilienti alla transizione e meno dipendenti dal singolo fondo investitore.

Le differenze osservate tra *trade sale* e *secondary buyout* riflettono il diverso grado di continuità gestionale garantito dalle due forme di disinvestimento. I *trade sale* sono associati a un peggioramento sensibile della redditività e dei margini operativi. Ciò avviene perché l'acquisizione da parte di un operatore strategico comporta spesso processi di integrazione e riorganizzazione che generano inefficienze temporanee, riducono l'autonomia decisionale della *target* e possono comprimere la redditività contabile nel breve periodo. Inoltre, nel *trade sale*, la logica di gestione si sposta da un approccio orientato alla massimizzazione della performance economica a uno più sinergico e industriale, dove le priorità operative non coincidono più con la creazione di valore finanziario di breve periodo. Le *secondary buyout*, invece, mostrano effetti più attenuati, proprio perché garantiscono una maggiore continuità del modello di governance e di reporting. Il passaggio tra fondi tende a preservare la struttura gestionale e la strategia operativa esistente, consentendo alle imprese di mantenere livelli di performance più stabili. Tuttavia, in assenza di nuovi stimoli di crescita, l'effetto positivo tende a esaurirsi nel medio periodo, con una progressiva normalizzazione dei risultati.

Le differenze emerse lungo le dimensioni di età, dimensione e settore rafforzano questa lettura. Le imprese giovani sono le più vulnerabili al momento dell'uscita, soprattutto nei *buyout* e nei *trade sale*: la loro minore esperienza e la dipendenza dal capitale e dalle competenze del fondo le espongono a un deterioramento rapido delle *performance*. Le imprese di età intermedia mostrano, al contrario, una migliore capacità di consolidamento: hanno beneficiato del processo di professionalizzazione introdotto dal fondo ma, al contempo, possiedono già una base gestionale autonoma sufficiente a sostenere la continuità post-*exit*.

Dal punto di vista dimensionale, le piccole imprese risentono maggiormente del disimpegno del fondo, in termini di calo di redditività e riduzione della crescita, poiché perdono un supporto che costituiva una risorsa chiave per lo sviluppo. Le grandi imprese, invece, tendono a mantenere una maggiore stabilità, anche se registrano una riduzione dell'efficienza operativa dovuta alla complessità organizzativa e alla minore agilità decisionale. Settoralmente, il comparto industriale appare più esposto agli effetti negativi del disinvestimento, coerentemente con il ruolo più diretto e operativo che il *private equity* tende ad assumere in tali imprese, mentre il settore dei servizi mostra un comportamento più stabile, grazie a modelli di business meno vincolati alla presenza del fondo.

Nel complesso, i risultati suggeriscono che il contributo del private equity alla performance aziendale dipende in larga misura dalla strategia di investimento e dal modo in cui essa viene chiusa. Le operazioni di *buyout* e *trade sale* appaiono più vulnerabili a un deterioramento post-exit, a causa della forte dipendenza delle imprese dal controllo e dal *know how* del fondo. Al contrario, le *expansion* e le *secondary buyout* si distinguono per un effetto più graduale e sostenibile, poiché le imprese coinvolte sviluppano maggiore autonomia gestionale e capacità di adattamento.

Queste evidenze indicano che la creazione di valore del *private equity* è tanto più duratura quanto più l'intervento si traduce in un trasferimento effettivo di competenze e sistemi gestionali, piuttosto che in un mero esercizio di efficientamento temporaneo. In altri termini, la sostenibilità del valore post *exit* dipende dalla qualità dell'intervento manageriale e dalla capacità dell'impresa di interiorizzare i meccanismi di governance e disciplina introdotti dal fondo, più che dalla sola struttura finanziaria dell'operazione.

Indicatore	Segmento	uscitaPE	uscitaPE_t1	uscitaPE_t2	R ²	Complessivo
ROA						
ENTRATA	Buyout	-2.390** (0.962)	-1.155 (1.138)	-1.789 (1.356)	0.148	-5.335** (2.436)
	Expansion	1.712 (1.332)	2.125 (2.451)	-0.0308 (1.396)	0.124	3.806 (3.908)
DEAL	Family&Private	-1.532 (1.487)	0.277 (1.797)	-3.499** (1.580)	0.146	-4.754 (3.444)
	Secondary Buyout	0.897 (1.522)	0.968 (2.273)	1.517 (2.663)	0.407	3.382 (4.223)
USCITA	Trade Sale	-2.143* (1.138)	-0.974 (1.442)	-1.576 (1.648)	0.132	-4.693 (3.298)
	Secondary Buyout	-1.480 (1.010)	-0.800 (1.556)	-2.191 (1.339)	0.421	-4.471* (2.618)
ROE						
ENTRATA	Buyout	-3.851 (3.308)	0.150 (2.601)	-1.227 (2.772)	0.188	-4.928 (5.568)
	Expansion	6.293 (3.875)	3.377 (4.359)	3.927 (4.576)	0.173	13.597 (8.534)
DEAL	Family&Private	0.278 (5.027)	1.581 (3.481)	-8.287** (3.466)	0.187	-6.428 (8.135)
	Secondary Buyout	0.722 (2.654)	-6.032 (4.610)	-1.280 (4.675)	0.251	-6.591 (8.286)
USCITA	Trade Sale	1.653 (4.113)	-1.890 (4.227)	-3.225 (3.199)	0.249	-8.764 (6.593)
	Secondary Buyout	-7.649** (3.660)	-0.961 (2.695)	-0.153 (3.202)	0.257	-3.462 (7.484)
ROS						
ENTRATA	Buyout	-2.726** (1.309)	-1.585 (1.784)	-3.692* (2.200)	0.122	-8.003** (3.354)
	Expansion	-0.391 (2.362)	-1.118 (3.593)	-0.517 (2.055)	0.223	-2.026 (4.863)
DEAL	Family&Private	-1.393 (1.503)	0.912 (2.126)	-3.274 (2.481)	0.189	-3.755 (3.827)
	Secondary Buyout	-0.773 (1.846)	-5.284 (3.853)	-6.224 (4.910)	0.228	-12.281* (7.000)
USCITA	Trade Sale	-4.344*** (1.496)	-4.460* (2.275)	-4.324* (2.549)	0.205	-13.129*** (4.030)
	Secondary Buyout	-1.617 (1.331)	-1.704 (2.380)	-2.029 (2.175)	0.262	-5.349 (3.857)
Sales_Growth						
ENTRATA	Buyout	-0.0255 (0.0278)	-0.0147 (0.0288)	0.0155 (0.0361)	0.021	-0.024 (0.060)
	Expansion	0.112 (0.0803)	-0.0614 (0.0766)	-0.0473 (0.0720)	0.102	0.004 (0.145)
DEAL	Family&Private	0.00742 (0.0554)	-0.0590 (0.0584)	-0.0452 (0.0534)	0.085	-0.097 (0.111)
	Secondary Buyout	-0.142 (0.153)	-0.190 (0.166)	-0.131 (0.161)	0.017	-0.463 (0.443)
USCITA	Trade Sale	-0.0710 (0.0961)	-0.139 (0.133)	-0.0574 (0.114)	0.018	-0.268 (0.323)
	Secondary Buyout	-0.0838 (0.0944)	-0.144* (0.0856)	-0.101 (0.0816)	0.080	-0.329 (0.219)

Tabella 31 - Regressione uscita con divisione

Indicatore	Segmento	uscitaPE	uscitaPE_t1	uscitaPE_t2	R ²	Complessivo
EBITDA_Margin						
ENTRATA	Buyout	-0.00226 (0.0258)	0.0181 (0.0251)	0.00757 (0.0220)	0.102	0.0233 (0.051)
	Expansion	-38.73 (43.19)	-44.50 (49.00)	-42.62 (48.92)	0.025	-125.851 (132.392)
DEAL	Family&Private	-0.00863 (0.0171)	-0.00189 (0.0274)	-0.0130 (0.0268)	0.535	-0.024 (0.046)
	Secondary Buyout	-0.00326 (0.0216)	0.0187 (0.0322)	0.0543 (0.0335)	0.580	0.070 (0.057)
USCITA	Trade Sale	-27.17 (28.20)	-36.62 (37.67)	-29.73 (30.95)	0.017	-93.513 (95.189)
	Secondary Buyout	-0.0276 (0.0170)	-0.0120 (0.0268)	0.0216 (0.0232)	0.344	-0.018 (0.042)
Employee_Growth						
ENTRATA	Buyout	-0.178* (0.0942)	-0.142* (0.0859)	-0.0994 (0.0858)	0.042	0.420 (0.212)
	Expansion	0.00778 (0.0488)	-0.0367 (0.0552)	-0.133** (0.0529)	0.133	-0.162 (0.105)
DEAL	Family&Private	-0.201 (0.162)	-0.139 (0.127)	-0.129*** (0.0477)	0.065	-0.468 (0.296)
	Secondary Buyout	-0.0511 (0.0592)	-0.138* (0.0831)	-0.0186 (0.0822)	0.057	-0.207 (0.203)
USCITA	Trade Sale	-0.0780* (0.0446)	-0.0722 (0.0582)	-0.0699 (0.0577)	0.052	0.220 (0.146)
	Secondary Buyout	-0.190 (0.165)	-0.169 (0.124)	-0.127** (0.0524)	0.0625	-0.486 (0.306)
Integrazione_Verticale						
ENTRATA	Buyout	-0.00923 (0.0276)	-0.0119 (0.0268)	-0.0215 (0.0241)	0.139	-0.043 (0.056)
	Expansion	-113.1 (126.4)	-130.1 (143.4)	-124.7 (143.2)	0.025	-367.985 (387.391)
DEAL	Family&Private	0.0125 (0.0270)	-0.00566 (0.0305)	-0.0176 (0.0348)	0.458	-0.011 (0.059)
	Secondary Buyout	-0.0625 (0.0392)	-0.0387 (0.0452)	-0.0271 (0.0511)	0.107	-0.128 (0.114)
USCITA	Trade Sale	-79.39 (82.52)	-107.1 (110.2)	-86.99 (90.55)	0.017	-273.462 (278.523)
	Secondary Buyout	-0.00599 (0.0244)	-0.000181 (0.0255)	0.0320 (0.0251)	0.448	0.026 (0.047)
Net_Investment_Rate						
ENTRATA	Buyout	-29.39 (32.28)	-9.554 (31.67)	-9.050 (37.26)	0.019	-47.997 (69.891)
	Expansion	0.133 (1.346)	1.498 (1.890)	2.221 (2.660)	0.073	3.852 (4.642)
DEAL	Family&Private	0.204 (0.373)	0.641 (0.470)	0.404 (0.591)	0.123	1.248 (1.303)
	Secondary Buyout	-111.1 (191.4)	-53.96 (188.5)	-103.0 (251.9)	0.066	-267.985 (445.592)
USCITA	Trade Sale	-27.27 (26.05)	-23.49 (22.98)	-24.59 (25.26)	0.071	-75.360 (69.870)
	Secondary Buyout	-210.3 (232.0)	-179.1 (214.8)	-125.7 (191.2)	0.057	-515.048 (559.626)
Tasso_Indebitamento						
ENTRATA	Buyout	0.667 (0.726)	-0.0920 (0.171)	-0.160 (0.229)	0.266	0.415 (0.872)
	Expansion	-0.321 (0.437)	-0.586 (0.415)	-1.502* (0.791)	0.140	-2.409** (1.115)
DEAL	Family&Private	-0.520 (0.362)	-0.448 (0.356)	-1.289** (0.644)	0.178	-2.257** (1.005)
	Secondary Buyout	1.648 (2.076)	-0.0426 (0.333)	-0.147 (0.359)	0.182	1.458 (2.598)
USCITA	Trade Sale	0.216 (0.232)	0.0135 (0.176)	-0.0226 (0.235)	0.674	0.207 (0.450)
	Secondary Buyout	0.968 (1.246)	-0.249 (0.197)	-0.346 (0.271)	0.359	0.373 (1.431)

Tabella 32 - Regressione uscita con divisione (continuazione)

CONCLUSIONE

Questa tesi ha analizzato il legame tra la presenza di fondi di *private equity* e le *performance* economico-finanziarie delle imprese italiane, con l'obiettivo di valutare se tale partecipazione sia in grado di generare un vantaggio duraturo anche dopo l'uscita del fondo. Attraverso un'analisi empirica condotta su un ampio campione di imprese partecipate, sono stati esaminati diversi indicatori di redditività, di crescita e di efficienza operativa, impiegando modelli di regressione a effetti fissi e controllando per variabili strutturali, settoriali e dimensionali.

I risultati dell'analisi empirica permettono di rispondere in modo chiaro alla domanda di ricerca: il ricorso ai fondi di *private equity* non garantisce un vantaggio duraturo nella performance operativa delle imprese italiane, ma genera effetti positivi concentrati nella fase di partecipazione.

L'ingresso del fondo si associa a un miglioramento significativo della redditività e dell'efficienza operativa, con un impatto particolarmente marcato nelle imprese mature, di piccola dimensione e appartenenti al settore industriale. Tali risultati sono riconducibili all'apporto di capitale, al rafforzamento patrimoniale e all'introduzione di pratiche gestionali più rigorose. L'intensità del beneficio varia, tuttavia, in base alla tipologia di operazione: gli investimenti di expansion mostrano effetti più consistenti e duraturi rispetto ai *buyout*, caratterizzati da interventi prevalentemente tattici.

Dopo l'uscita del fondo, le *performance* aziendali evidenziano un deterioramento diffuso, con cali negli indicatori di redditività, nella crescita delle vendite e dell'occupazione, oltre a una minore propensione agli investimenti. Questi effetti risultano più accentuati nelle imprese giovani e nel comparto industriale, mentre le realtà di età intermedia o di maggiore dimensione, così come quelle coinvolte in *secondary buyout*, mostrano una maggiore capacità di mantenere parte dei miglioramenti conseguiti. Il tasso di indebitamento, invece, non subisce variazioni significative, suggerendo che l'uscita del fondo non implichi necessariamente un aumento della leva finanziaria.

CONCLUSIONE

Nel complesso, l'evidenza mostra che il *private equity* agisce come catalizzatore di rilancio e di creazione di valore, ma la sostenibilità dei risultati dipende dalla capacità delle imprese di consolidare internamente i miglioramenti introdotti durante la partecipazione del fondo. In assenza di tale consolidamento, la fase post *exit* tende a essere seguita da un ritorno a livelli di *performance* precedenti o inferiori.

Un possibile sviluppo futuro della ricerca potrebbe consistere nell'estendere l'analisi all'intero universo delle imprese italiane in un orizzonte temporale più ampio e confrontare i risultati con quelli di altri Paesi europei, per verificare se le dinamiche osservate in Italia trovino corrispondenza in contesti economici e istituzionali differenti. Ulteriori approfondimenti potrebbero riguardare la qualità della *governance* post *exit*, la presenza di *manager* provenienti dal fondo e le condizioni macroeconomiche che possono amplificare o attenuare gli effetti dell'intervento, al fine di comprendere meglio in quali circostanze il *private equity* possa favorire una creazione di valore sostenibile.

In definitiva, il *private equity* rappresenta un importante strumento di crescita e riorganizzazione per le imprese italiane, capace di introdurre disciplina, capitale e competenze. Tuttavia, non assicura di per sé un vantaggio competitivo permanente: i benefici tendono a esaurirsi se non accompagnati da un'effettiva strategia di consolidamento. Il *private equity* può accendere la scintilla del cambiamento, ma spetta all'impresa mantenerla viva, trasformando l'esperienza maturata durante la partecipazione del fondo in un patrimonio strategico capace di sostenere la competitività anche dopo la conclusione dell'investimento.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). *Corporate governance and value creation: Evidence from private equity*. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368–402.
- Achleitner, A., & Figge, C. (2012). Private Equity Lemons. Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts. *European Financial Management*, 20(2), 406–433.
- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. (2024). *Rapporto Italia 2024*.
- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. (2025). *Le performance nel mercato italiano del private equity e venture capital nel 2024*.
- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt. (2024). *Il mercato italiano del private equity e venture capital*.
- Allen, F., Myers, S., & Brealey, R. (2013). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Education.
- Arnold, N. G., Claveres, G., & Frie, J. (2024). *Stepping up venture capital to finance innovation in Europe*. International Monetary Fund. IMF Working Paper No. WP/24/146
- Axelson, U., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2009). Why are buyouts levered? The financial structure of private equity funds. *The Journal of Finance*, 64(4), 1549–1582.
- Bansraj, D., Smit, H., & Volosovych, V. (2020). Can Private Equity Funds Act as Strategic Buyers? Evidence from Buy-and-Build Strategies. *Tinbergen Institute Discussion Papers* 20-041/VI.
- Barbopoulos, L. G., & Danbolt, J. (2021). The real effects of earnout contracts in M&As. *The Journal of Financial Research*, 44(3), 607–639.
- Baum, J. A., & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411–436.
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2017). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50(2), 239–250.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329–352.
- Boutron, E., & Folus, D. (2015). Exit strategies in private equity. In *Oxford University Press eBooks* (pp. 215–236).

BIBLIOGRAFIA

- Campello, M., & Matta, R. (2010). How are venture capitalists rewarded? The Economics of Venture capital partnerships. *Working Paper* (University of Illinois at Urbana-Champaign)
- Cao, J. X. (2011). IPO timing, buyout sponsors' exit strategies, and firm performance of RLBOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 1001–1024.
- Chan, Y. (1983). On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *The Journal of Finance*, 38(5), 1543–1568.
- Chaplinsky, S., Hanley, K. W., & Moon, S. K. (2017). The JOBS Act and the costs of going public. *Journal of Accounting Research*, 55(4), 795–836.
- Chinchwadkar, R., & Seth, R. (2018). The choice of exit: influence of private equity investors and buyout entry. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1_suppl), S1–S26.
- Chung, J. (2011). Leveraged buyouts of private companies. *Working Paper* (Ohio State University)
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, 25(6), 610–626.
- Cumming, D., & Walz, U. (2010). Private equity returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*, 41(4), 727–754.
- Cuny, C. J., & Talmor, E. (2007). A theory of private equity turnarounds. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 629–646.
- Cuthbert, J., & Magni, C. A. (2018). Some problems of the IRR in measuring PEI performance and how to solve it with the pure investment AIRR. *Journal of Performance Measurement*, 22(2), 39–50.
- Dahlen, N. (2024). Earnouts in mergers and acquisitions: a systematic literature review of a contingent payment mechanism. *Management Review Quarterly*. 75, 2107-2146.
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., Lerner, J., & Miranda, J. (2011). Private equity and employment. NBER Working Paper No. 17399
- De Maeseneire, W., & Brinkhuis, S. (2011). What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure. *Accounting and Finance*, 52(s1), 155–182.
- Degeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L. (2015). On secondary buyouts. *Journal of Financial Economics*, 120(1), 124–145.
- DeTienne, D. R., McKelvie, A., & Chandler, G. N. (2014). Making sense of entrepreneurial exit strategies: A typology and test. *Journal of Business Venturing*, 30(2), 255–272.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Shen, K., & Stulz, R. M. (2025). Are there too few publicly listed firms in the US? *Financial Review*.

BIBLIOGRAFIA

- Ewens, M., & Farre-Mensa, J. (2020). The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs. *Review of Financial Studies*, 33(12), 5463–5509.
- Ewens, M., & Farre-Mensa, J. (2022). Private or public equity? The evolving entrepreneurial finance landscape. *Annual Review of Financial Economics*, 14(1), 271–293.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). *What do private equity firms say they do?* *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.
- Harris, R., Siegel, D. S., & Wright, M. (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 87(1), 148–153.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of Start-Up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169–197.
- Hsu, D. H., & Kenney, M. (2005). Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973.
- ILPA - Institutional Limited Partners Association. (2020). *Model Limited Partnership Agreement (Whole-of-Fund Waterfall)*.
- Inc, M. & C., Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, *McKinsey & Company*
- Invest Europe. (2025). *PE Activity Data 2024 Report*.
- Jelic, R., Yu, X. and Zhou D. (2025) Private equity diversity and talent: do they matter for acquisitive growth? SSRN Electronic Paper No. 5550263
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2015). What determines the exit decision for leveraged buyouts? *Journal of Banking & Finance*, 59, 399–408.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

BIBLIOGRAFIA

- Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. (2002). The Q-Theory of Mergers. NBER Working Paper No. 8740
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217–254.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059–1093.
- Kaplan, S. N., & Scholar, A. (2005). Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791–1823.
- Kaplan, S. N., & Stromberg P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 70, 281–315.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2003). Venture capitalists as economic principals. *NBER Working Paper No. 9329*
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.
- Kim, J., & Wagman, L. (2016). Early-stage entrepreneurial financing: A signaling perspective. *Journal of Banking & Finance*, 67, 12–22.
- Kisseleva, K., Mjøs, A., & Robinson, D. T. (2023). On the Importance of Accounting Information in Early-Stage Financing. SSRN Electronic Paper No. 4585429.
- Kreuter, B., & Gottschalg, O. (2006). Quantitative Private Equity Fund Due Diligence: Possible Selection Criteria and their Efficiency. SSRN Electronic Paper No. 942991
- Lattanzio, G., Litov, L. P., Megginson, W. L., & Munteanu, A. (2023). Capitalizing entrepreneurship: The rise of growth equity. *Journal of Applied Corporate Finance*, 35(2), 75–89.
- Lattanzio, G., Megginson, W. L., & Sanati, A. (2023). Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation? *Journal of Financial Markets*, 65, 100836.
- Lavery, P., Megginson, W. L., & Munteanu, A. (2023). Growth equity investment patterns and performance. SSRN Electronic No. 4635307
- Levis, M. (2011). The performance of private Equity-Backed IPOs. *Financial Management*, 40(1), 253–277.
- Lopez, J. A. (2008). The economics of private equity investments: symposium summary. *FRB SF Weekly Letter*.
- Mathisen, M. T., Shankar, R. K., Widding, Ø., Rasmussen, E., & McKelvie, A. (2021). Enablers of exit through trade sale: the case of early-stage research-based spin-offs. *Small Business Economics*, 59(2), 521–535.

BIBLIOGRAFIA

- McKinsey & Company. (2025). *Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather.*
- Mehmood, N. M., & Zaman, N. S. U. (2025). Financial Projections and valuation Optimization for Pre-Seed Startups: a Strategic framework. *ACADEMIA International Journal for Social Sciences, 4*(2), 137–153.
- Meles, A. (2011). Do private equity investors create value for Italian initial public offerings? *International Review of Finance, 11*(3), 391–416.
- Metrick, A. Yasuda, A. (2009). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies, Vol. 23, pp. 2303-2341*
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management, 17*(4), 619–654.
- Mišević, P., Volarević, H., & Perić, M. (2019). The Impact of the Internal Rate of Return (IRR) as a Benchmark Model for Value Creation in Private Equity. *48th International Scientific Conference on Economic and Social Development Development – “Managerial Issues in Modern Business,”* 263–271.
- Nikoskelainen, E., & Wright, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance, 13*(4), 511–537.
- Parra, Á., & Winter, R. A. (2022). Early-stage venture financing. *Journal of Corporate Finance, 77, Article 102291*
- PEI – Private Equity International. (2025). *Fundraising flatlines: The PEI 300 hits a plateau.* *Private Equity International,* (n. 236).
- Phalippou, L. (2009). The hazards of using IRR to measure performance: The case of private equity. *Journal of Performance Measurement, 13*(4), 41–51.
- Pintado, X. Spichinger, J. (2025). Are IRR performances of Private Equity funds comparable? *SSRN Electronic Paper No. 5025824*
- PitchBook. (2025). *European PE Breakdown – Q2 2025.* PitchBook.
- PitchBook. (2024). *European private equity exit trends.* PitchBook Data, Inc.
- Qiu, Z., Chen, R., & Zuo, J. (2025). Dynamics of Venture Capital Syndication: Perspective of Information. *SSRN Electronic No. 5048207*
- Renneboog, L. & Vansteenkiste, C. (2017) Leveraged Buyouts: A Survey of the Literature. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 492/2017*
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2017). Leveraged buyouts: Motives and sources of value. *Annals of Corporate Governance, 2*(4), 291–389.
- Rigamonti, D., Cefis, E., Meoli, M., & Vismara, S. (2016). The Effects of the Specialization of Private Equity Firms on their Exit Strategy. *Journal of Business Finance & Accounting, 43*(9–10), 1420–1443.

BIBLIOGRAFIA

- Roncagliolo, N. E. (2020). The Impact of earnouts in M&A Agreement: An overview of empirical findings. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 16(9).
- Sarkar, S. (2007). Expansion financing and capital structure. *SSRN Electronic No.* 966604
- Skeie, D. R. (2007). Vesting and control in venture capital contracts, Staff Report, No. 297, Federal Reserve Bank of New York.
- Smith, A. J. (1990). Corporate ownership structure and performance. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 143–164.
- Svetek, M. (2022). The role of entrepreneurs' perceived competence and cooperativeness in Early-Stage financing. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 47(6), 2047–2076.
- Tykvová, T., & Borell, M. (2011). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138–150.
- Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601–621.
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), 1–129.
- Wang, Y. (2012). Secondary buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1306–1325.
- Weiss, G. (2023). A theory of seed financing. *SSRN Electronic No.* 4668015
- Wilson, N., Amini, S., & Wright, M. (2021). Determining the characteristics of the private equity targets: UK evidence. *British Journal of Management*, 33(1), 138–159.
- Zasepa, P. (2025). Problems of the IPO market and divestment of private equity funds. *Scientific Papers of Silesian University of Technology Organization and Management Series*, 2025(223).

SITOGRAFIA

- Baldwin, J. G. (2025). *What is the structure of a private equity fund?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/investing/093015/understanding-private-equity-funds-structure.asp>
- BancoBPM (2025), “Private equity: cos’è e come funziona?”, BancoBPM, <https://www.bancobpm.it/magazine/privati/finanza-personale/private-equity-cos-e-come-funziona/>
- Dowd K. (2024), *How to start a private equity firm*, Carta <https://carta.com/learn/private-funds/private-equity/start-pe-firm/>
- Espinosa P. (2025), *Ciclo di vita del fondo: Formazione*, Moonfare <https://www.moonfare.com/it/pe-masterclass/private-equity-formazione-fondi>
- Espinosa P. (2025), *Ciclo di vita del fondo: Investimento*, Moonfare <https://www.moonfare.com/it/pe-masterclass/private-equity-periodo-di-investimento>
- Gain.pro (2025), *The Private Equity Value Creation Report: From Entry to Exit: How Do PE Firms Create Value?*, Gain.pro <https://marketing.gain.pro/hubfs/The-Private-Equity-Value-Creation-Report-2025-Gain.pro.pdf>
- Hélène D. (2025, May 27). *Le Private Equity, une industrie née aux Etats-Unis il y a 60 ans.* <https://www.altaroc.pe/it/private-equity-notizie/private-equity-articolo-usa>
- ILPA (2018), *Due Diligence Questionnaire*, ILPA, https://ilpa.org/wp-content/uploads/2018/09/ILPA_Due_Diligence_Questionnaire_v1.2.pdf
- Magcalas, G. (2024). *A fund’s life cycle / Bolder Group.* Bolder. <https://boldergroup.com/insights/blogs/the-stages-of-the-fund-life-cycle/> <https://www.moonfare.com/it/pe-masterclass/private-equity-fase-di-raccolta>
- Nhonma (2008). *Private equity, history and further development* <https://archive.blogs.harvard.edu/nhonma/2008/12/27/private-equity-history-and-further-development/>
- Patel K. (2025), *10 Largest Leveraged Buyouts (LBOs) in History and Recent Examples* <https://dealroom.net/blog/the-most-famous-leveraged-buyouts-in-history>
- PEI, (2025). *PEI 300: The World’s Largest Private Equity Firms.* Private Equity International. <https://www.privateequityinternational.com/pei-300/#pei-300-full-ranking>
- Penake, A. (2025). *Understanding the Private Equity Fund lifecycle | Keene Advisors Investment Advisory Firm.* Keene Advisors. <https://www.keeneadvisors.com/news-and-insights/private-equity-fund-life-cycle>

SITOGRAFIA

SourceScrub (2023), *Private Equity in 2023: The state of dealmaking & technology..* <https://www.sourcescrub.com/post/private-equity-2023-dealmaking>

SprintX (2024), “Venture Capital e Private Equity: Le Differenze”, SprintX, <https://sprintx.it/blog/venture-capital-private-equity/>

The carta Team (2023). *General Partner (GP)* Carta, <https://carta.com/learn/private-funds/structures/general-partner/>

The carta Team (2025). *Limited Partner (LP)* Carta, <https://carta.com/learn/private-funds/structures/limited-partner/>

APPENDICE A – Riassunto aziende del 2017

APPENDICI

AZIENDA	FONDO	NUMERICCIAS	Invested amount [€mila]	Acquired state [%]	Investment stage	Anno acquisizione *	Anno Vendita	Tipo di uscita	Des origination	Region	Sector 1° level	CODICE ATEOC	CONSTITUZIONE
ACQUE MINERALI S.R.L.	Idea Capital SGR	CIN0255657	19,8	33%	Expansion	2017	2019	Trade sale	Family & Private	Piemonte	Food and beverage	110700	2002
ALPHIA TEST S.R.L.	Asia Group SGR	M12017255	12,1	70%	Buy out	2017	2020	Trade sale	Secondary Buy Out	Lombardia	Other professional and social services	655920	2013
ANCOROTTO COSMETIC S.p.A.	White Bridge Investments	CR0172653	30%	Expansion	2017	2021	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Industrial products	204200	2008	
ATOPS S.p.A.	Charme Capital Partners SGR	F04055360	35,4	>50%	Buy out	2017	2019	Trade sale	Family & Private	Toscana	Industrial products	289699	1993
AUTOMOTIVACAR MOTORI S.R.L.	Wise SGR	A10286174	84	49%	Expansion	2017	2023	non venduta	Local Parent	Lombardia	Industrial products	291080	2008
AUDIOPANDA S.p.A.	Ardian							trade sale			Transportation	522120	2015
AO LIGHTS S.R.L.	Stilnovo Investments	B10402449	-	100%	Buy out	2017	2020	Trade sale	Family & Private	Veneto	Consumer goods	274009	1986
BIGADRICERI S.R.L.	Paine Schwartz Partners	B1023935	118	96%	Buy Out	2017	2022	Trade sale	Family & Private	Emilia Romagna	Other professional and social services	712021	1989
BIOCHIMI S.p.A.	NB Renaissance	B105191027	2,5	97%	Turnaround	2017	non venduta	Trade sale	Secondary Buy Out	Emilia Romagna	Industrial products	201500	1976
BORGOLUSI S.p.A.	Phil Industrial Acquisitions	B102390716	-	51%	Buy out	2017	2020	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Consumer goods	141310	1972
CARTEIRE PAOLO DIGNAS S.p.A.	Idea Capital SGR	B102098946	17	35%	Replatforming	2017	2024	Trade sale	Family & Private	Emilia Romagna	Industrial products	172801	1919
CCDS S.R.L.	Idea Capital SGR	M10235277	99	0,27	Expansion	2017	2021	Trade sale	Family & Private	Emilia Romagna	Financial services	620100	1976
CEDACRIS S.p.A.	FSI SGR							non venduta			Industrial products	282100	2003
CEMEX S.p.A.	Investment Fund	B102061763	-	0,97	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Emilia Romagna	Consumer goods	310000	2003
CENACHIRI INTERNATIONAL S.p.R.L.	Private Equity Partners SGR	B102035569	-	>50%	Buy out	2017	2020	non venduta	Family & Private	Lazio	Other professional and social services	234200	1989
CERAMICA CIELO - S.p.A.	Minne	F102043124	4	<50%	Expansion	2017	2020	Trade sale	Family & Private	Toscana	Other professional and social services	801000	1981
CORPORATI GIGLIOTTI S.p.A.	Blackstone	B102059030	115	35%	Expansion	2017	2021	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Healthcare and social services	701000	2003
INDUSTRIE DI NORAS S.p.A.	BC Partners	F102059030	220	89%	Buy Out	2017	2021	non venduta	Secondary Buy Out	Emilia Romagna	Consumer goods	328500	1976
DENTALPRO S.R.L.	Mandarin Capital Partners SGR	F10207471	3,7	100%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Toscana	Consumer goods	291200	2007
DEVONAGLIONI S.p.A.	Master Capital Partners	M11058621	35,8	95%	Buy Out	2017	2018	Secondary Buyout	Secondary Buy Out	Lombardia	Food and beverage	471150	1992
DIPLOMATICI M&P S.p.A.	Access Capital	M11058621	27	80%	Buy out	2017	2022	Trade sale	Secondary Buy Out	Emilia Romagna	Industrial products	282000	2007
ESAOCTE S.p.A.	Yurting Capital	G102035081	52,5	100%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Liguria	Pharmaceutical and biopharmaceutical industry	226802	2006
GRUPPO FAIBERG S.p.A.	Argos Sudic	M100382738	115	100%	Buy out	2017	2022	distressed recapitalization	Secondary Buy Out	Emilia Romagna	Industrial products	222969	2010
HINTRE S.p.A.	Bain Capital	B102044823	116	60%	Buy Out	2017	2025	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Industrial products	45101	1977
FIOCCHI MUNIZIONI S.p.A.	Charme Capital Partners SGR	L020168990	-	>50%	Buy Out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Veneto	Industrial products	245100	1983
FONDIFFE VALDISEANE S.p.A.	Arventia	F102098774	23,5	70%	Buy out	2017	2023	secondary buyout	Family & Private	Lombardia	Industrial products	222000	1980
GARDAPLAST S.p.A.	Progesco SGR	B102057108	12,4	70%	Buy out	2017	2017	secondary buyout	Secondary Buy Out	Veneto	Consumer goods	471150	1992
GOULDEN GOOSE S.p.A.	The Carlyle Group	M102015155	290	100%	Buy Out	2017	2020	secondary buyout	Secondary Buy Out	Liguria	Other professional and social services	479920	2007
SELECTA ITALIA S.p.A.	KKR	R102148557	29,5	49%	Expansion	2017	2017	non venduta	Family & Private	Lombardia	Industrial products	491100	1980
PIAGGI S.p.A.	Quattror	B102098776	520	100%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Veneto	Consumer goods	171200	1999
FEDERICO S.p.A.	Bain Capital	F102098776	520	100%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & private	Toscana	Industrial products	464950	1988
GSCLIMAS S.p.A.	21 Investimenti	F102098774	21	>50%	Buy out	2017	2023	Trade sale	Secondary Buy Out	Lombardia	Industrial products	205940	2004
GIOVANNI BOZZETTO S.p.A.	Chequer Capital	B102035254	-	50%	Buy out	2017	2024	Trade sale	Family & Private	Liguria	Transportation	701000	1983
GRUPPO INVESTIMENTI PORTAUS L.S.R.L.	Infracapital	M10278813	200	95%	Buy Out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Veneto	Other professional and social services	551000	2003
HHN HOTELITY S.p.A.	Spazio Italia	H10204615	8	37%	Expansion	2017	2023	Trade sale	Family & Private	Veneto	Other professional and social services	791100	1984
HOTELURIST S.p.A.	One Equity Partners	P102045593	20,4	46%	Expansion	2017	2017	non venduta	Family & Private	Lombardia	Industrial products	328500	1985
IDEAL S.R.L.	Italglobe Partners	B102057078	2	60%	Expansion	2017	2017	non venduta	Family & Private	Veneto	Other professional and social services	782000	1988
IM.C. S.p.A.	Argos Sudic	K102022773	44,9	100%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Lombardia	Industrial products	101000	1962
IRCS S.p.A.	The Carlyle Group	W10205248	277	100%	Buy out	2017	2022	Trade sale	Secondary Buy Out	Lombardia	Food and beverage	231000	1977
LA SOCIUMAS S.p.A.	Stirling Square Capital	E102034940	35,4	>50%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & private	Veneto	Consumer goods	233100	1984
LA FABBRICA S.p.A.	Mandarin Capital Partners SGR	R102032775	17,7	75%	Buy out	2017	2023	Trade sale	Secondary Buy Out	Lombardia	Industrial products	489000	2000
GRUPPO LAPRINGERIA S.p.A.	Perimira	R102032775	250	70%	Buy out	2017	2023	Trade sale	Secondary Buy Out	Lombardia	Food and beverage	620100	2004
GRUPPO LAPRINGERIA S.p.A.	One Equity Partners	M101668482	35,4	100%	Expansion	2017	2017	non venduta	Family & Private	Veneto	Other professional and social services	791100	1984
M-CUBES S.p.A.	HDI Capital	B102061626	-	<50%	Expansion	2017	2017	non venduta	Family & Private	Lombardia	Industrial products	620909	2001
MAVIS S.p.A.	Prokonto	B102046469	37	>50%	Buy Out	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Lombardia	Other professional and social services	108000	2003
MODIFICATORI S.p.A.	Charenton Capital Partners	G102061544	-	100%	Buy Out	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Lombardia	Food and beverage	491000	2006
ITALOS P.A.	Penitentiary Capital	R101150652	65	13%	Replacecomit	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Lombardia	Food and beverage	108600	2000
NUTRIFITLINEA S.p.l.*	White Bridge Investments	V1020997	40	60%	Buy out	2017	2017	Secondary Buyout	Secondary Buy Out	Veneto	Industrial products	256100	2004
CONCESSIONARIO PASURSI S.p.A.	Tendercapital	M101668479	150	70%	Buy out	2017	2017	non venduta	Family & Private	Emilia Romagna	Food and beverage	489000	2000
PRIMAT S.p.A.	Equity Partners	M101668479	26	99%	Buy out	2017	2023	Trade sale	Secondary Buyout	Lombardia	Industrial products	256100	2007
RF GROUP S.p.A.	HDI Capital	F102064326	21,4	40%	Expansion	2017	2024	Secondary Buyout	Family & Private	Emilia Romagna	Utilities	264001	1963
RESTIANI S.p.A.	Oriental Partners	A10209166	30,4	80%	Buy out	2017	2019	Trade sale	Family & Private	Liguria	Transportation	477800	1999
MEDITUG S.p.A. (ex SIDAC S.p.A. ex SINUTERMA S.p.A.)	Deutsche Asset Management	G102042522	150	35%	Expansion	2017	2022	Trade sale	Family & Private	Veneto	Food and beverage	522209	2016
STALAM S.p.A.	Atto Partners SGR	V102040556	10,3	68%	Buy out	2017	2021	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Food and beverage	107100	1994
SURFACES TECHNOLOGICAL ABRASIVES S.p.A.	Aerogel	B102040810	35,4	70%	Buy out	2017	2020	secondary buyout	Secondary Buy Out	Veneto	Industrial products	239100	2010
TAPS S.p.A.	Wise SGR	P102052623	24,3	73%	Buy out	2017	2023	Trade sale	Family & Private	Lombardia	Industrial products	222200	2006
TAIJUO RACING S.p.A.	HeCento	B102041446	9,1	70%	Buy Out	2017	2021	Trade sale	Other	Emilia Romagna	Industrial products	620909	2015
TECHNOCM S.p.A.	Unknown American Investor	S102052426	6	60%	Expansion	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Campania	Industrial products	266002	1991
TECNICA GRUPPO S.p.A.	Italmobiliare	T102052426	100	40%	Expansion	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Lombardia	Industrial products	222000	1990
TEKNI PLEX GALLAZISI S.r.l.	Grimaldi Capital	V102051315	-	100%	Buy Out	2017	2017	secondary buyout	Family & Private	Veneto	Industrial products	131000	2003
TFM AUTOMOTIVE & INDUSTRIE S.p.A.	Quadriotto SGR	F102040401	19	60%	Turnaround	2017	2018	Trade sale	Family & Private	Toscana	Industrial products	204200	1982
TRICOBOTID S.p.A.	Atto Partners SGR	P102041983	11,1	72%	Buy Out	2017	2018	Non venduta	Family & Private	Lombardia	Pharmaceutical and biopharmaceutical industry	205940	1983
TRIFARM S.p.A.	Pinello SGR	M101662041	150	49%	Expansion	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Emilia Romagna	Industrial products	466100	1989
USCO S.p.A.	One Equity Partners	P102041983	100	11%	Expansion	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Piemonte	Industrial products	255000	2002
UTIL INDUSTRIES S.p.A.	Ideo Capital SGR	A10207093	58,0	70%	Turnaround	2017	2021	Non venduta	Secondary Buy Out	Emilia Romagna	Consumer goods	464410	1983
VITROELITE S.p.r.l.	LBO France	M10204333	20	75%	Buy Out	2017	2017	Non venduta	Secondary Buy Out	Liguria	Industrial products	282209	1980
WIMC S.p.r.l.	Latour	R102047748	-	100%	Buy out	2017	2017	Non venduta	Secondary Buy Out	Lombardia	Other professional and social services	620100	2012
VOUCHAS S.p.A. *	Akia Group SGR	M101984518	-	88%	Buy Out	2017	2025	Trade sale	Family & Private	Veneto	Food and beverage	561011	2006
ZUSHI ITALIA S.p.A. **	Dyn Capital	V10204596	-	65%	Expansion	2017	2017	Non venduta	Family & Private	Veneto	Food and beverage	561011	2006

APPENDICE B – Riassunto aziende del 2016

AZIENDA	FONDO	NUMERO CCI/CA	Invested amount [€mln]	Acquired stake [%]	Investment stage	Anno acquisizione	Anno Vendita	Tipo di uscita	Deal origination	Region	Sector 1° level		Codice ATCO	COSTITUZIONE
											€			
ADISRL	Xenon Private Equity	VIC15620	-	>10%	Bu/Out	2016	2020	Secondary Buyout	Family & private	Veneto	Industrial products	239100	1980	
AGRI-FARMAS S.p.A.	MIL18455	-	>50%	Bu/Out	2016	2021	Secondary Buyout	Secondary B-O	Liguria	Retail and wholesale trade	477620	1977		
ALFATHERM S.p.A.	OpenGate Capital	VAD294686	-	>50%	Bu/Out	2016	2020	Trade sale	Secondary B-O	Lombardia	Construction	222100	2003	
APOLLO SRL	Clearlake Capital Partners	FID293690	-	>50%	Bu/Out	2016	2020	Trade sale	Family & private	Campania	Food & beverage	139620	1980	
ARTEBIANCANATORA & TRADIZIONE S.R.L.	Auto Partner SGR	UML18455	-	>50%	Bu/Out	2016	2020	Trade sale	Family & private	Veneto	Consumer goods	101720	1984	
ARTSAWA S.p.A.	Investindustrial	CO120691	500	81%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Toscana	Consumer goods	325012	1966	
ALBERTO ASPIES & C. S.p.A.	Armonia SGR	MIL184261	60	60%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Local parent	Lombardia	Consumer goods	141400	2002	
BETAUTENSILI S.p.A.	Tamburini Investment Partners	MIL1909778	70	100%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Secondary B-O	Toscana	Industrial products	257311	2015	
BRACHII S.p.A.	IG SGR	MIL780169	-	64%	Bu/Out	2016	2023	Secondary Buyout	Family & private	Lombardia	Transportation	522920	1968	
CAREDENT ITALIA S.p.A.	L.Catterton	TO125252	28,5	80%	Bu/Out	2016	2020	Trade sale	Local parent	Umbria	Health care and social	862200	2007	
COROB S.p.A.	Wise SGR	MIL184550	15	>50%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Secondary B-O	Emilia Romagna	Industrial products	282920	2002	
COSTAEDUTAINMENTS S.p.A.	VEI Capital	RN0130303	5	16%	Expansion	2016	2019	Secondary Buyout	Family & private	Liguria	Leisure	910400	1992	
CSO PHARMITALIA CONTRACT SALES ORGANIZATION S.p.A.	Star capital SGR	PIC262535	10,5	>50%	Bu/Out	2016	2023	Trade sale	Family & private	Lombardia	Health care and social services	731102	2005	
CNS FERRARI S.p.A.	Finlife&Partners	PC014530	7	58%	Bu/Out	2016	2024	Trade sale	Family & private	Emilia Romagna	Industrial products	282202	2010	
DEDAULS S.p.A.	Ardian	MIL2582773	-	60%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Secondary B-O	Toscana	ICT	701000	2009	
DELIARES S.p.A.	Bruin Sports Capital	TO1086157	70	>50%	Bu/Out	2016	2022	Secondary Buyout	Family & private	Piemonte	Media and communication	620909	2006	
DENTADRO SRL	Summit	MIL184550	-	100%	Bu/Out	2016	2017	Secondary Buyout	Family & private	Lombardia	Health care and social services	322620	2013	
DIERRE S.p.A.	Gradiente SGR	MO047305	6	40%	Expansion	2016	2019	Secondary Buyout	Family & private	Piemonte	Consumer goods	251100	2015	
DOC GENERIC S.R.L.	Cvic	MIL1502371	-	100%	Bu/Out	2016	2019	Secondary Buyout	Secondary B-O	Lombardia	Health care and social services	212009	1986	
ENGINEERING INGEGNERIA INFORMATICA S.p.A.	Apax	RM0531128	-	44%	Expansion	2016	2020	Secondary Buyout	Family & private	Lazio	ICT	620100	1984	
EXACROPS S.R.L.	Alcedo SGR	LE01316856	11	55%	Bu/Out	2016	2016	Secondary Buyout	Family & private	Toscana	Construction	749033	2016	
F2AS P.A.	Adrian	MIL2000286	-	100%	Bu/Out	2016	2024	Secondary Buyout	Secondary B-O	Lombardia	Other professional and social services	829999	2012	
FACCIN S.p.A.	Consilium SGR	BS03217020	19	>50%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Lombardia	Industrial products	281100	1977	
FARMOL S.p.A.	Quadrivio SGR	BG0053254	-	70%	Bu/Out	2016	2021	Secondary Buyout	Family & private	Lombardia	Industrial products	202020	1946	
GIMATIC S.p.L.	Agic Capital	MIL309121	-	>50%	Bu/Out	2016	2018	Trade sale	Family & private	Lombardia	Industrial products	288920	1988	
GIUNTI S.R.L.	IMI Fondi Chiusi SGR	P0145992	6,5	>50%	Bu/Out	2016	2017	Secondary Buyout	Local parent	Umbria	Industrial products	242020	1995	
GLM S.p.A.	Star capital SGR	TE0117236	12,5	70%	Expansion	2016	2024	Secondary Buyout	Family & private	Abruzzo	Industrial products	259999	1998	
GNMS P.A.	Consilium SGR	VBL0176119	20	>50%	Bu/Out	2016	2023	Trade sale	Family & private	Piemonte	Industrial products	284909	1993	
GOTHACOSMETICS S.p.R.L.	Capvis	BG02867564	-	>50%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Lombardia	Consumer goods	204200	2005	
INDUSTRIE CHIMICHE FORESTALI S.p.A.	Progressio SGR	MIL17815764	-	<50%	Expansion	2016	2018	secondary buyout	Family & private	Lombardia	Industrial products	203000	2005	
SAC INFORMATICA VENEZIA S.R.L.	Heilmann&Friedman	TW01261697	-	100%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Veneto	ICT	479110	2011	
LA SUISA S.R.L.	Altro Partner SGR	MIL1343452	8,5	80%	Bu/Out	2016	2019	Trade sale	Family & private	Piemonte	Food and beverage	108200	1981	
LAMEPAST HOLDING S.p.A.	Asia Group SGR	M0421405	15	100%	Bu/Out	2016	2019	secondary buyout	Family & private	Emilia Romagna	Health care and social services	701000	1993	
LEGAMI S.p.A.	Altro Partner SGR	BG0335305	7	42%	Expansion	2016	2023	secondary buyout	Family & private	Lombardia	Consumer goods	464910	2002	
UGABIE S.p.A.	Fondo Italiano di Investimento SGR	VE0246572	9	30%	Expansion	2016	2023	MBQ	Other	Veneto	Food and beverage	562920	1999	
LUXY S.p.A.	Hat	MIL2286925	4,7	100%	Bu/Out	2016	2019	Trade sale	Family & private	Piemonte	Consumer goods	310000	2001	
MARVAL S.p.A.	Mandarin	T00670762	12	27%	Expansion	2016	2018	secondary buyout	Family & private	Piemonte	Industrial products	256200	1985	
MERIDIANI S.p.R.L.	Private Equity Partners SGR	MIL1866787	-	>50%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Emilia Romagna	Consumer goods	310930	2010	
MIOSELETTRONICA S.p.R.L.	Alpha	VR0385418	22	100%	Bu/Out	2016	2023	Trade sale	Family & private	Veneto	Other professional and social services	261200	2010	
COMMITY ITALIA S.p.R.L.	HgCapital	MIL2072179	-	60%	Bu/Out	2016	2023	non venduta	Family & private	Lombardia	Consumer goods	612000	2005	
MUNICIP S.p.A.	Temosek	MIL1783158	-	27%	Expansion	2016	2016	Non venduta	Family & private	Lombardia	Consumer goods	774000	2004	
MUTISI S.p.A.	Verifinvest	PR0294599	70,5	25%	Expansion	2016	2016	Non venduta	Family & private	Campania	Food and beverage	103900	2015	
NUOVA GUNIGAS S.p.R.L.	Fondo Strategico Italiano	PC0194270	-	100%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Secondary B-O	Emilia Romagna	Industrial products	251100	1994	
OPIMA S.p.A.	Charterhouse Capital Partners	RN0205378	-	12%	Expansion	2016	2016	Non venduta	Other	Campania	Utilities	108909	1984	
PANIFICIO SAN FRANCESCO S.p.A.	Finlife&Partners	MIL1813555	11,5	75%	Bu/Out	2016	2016	Non venduta	Family & private	Lombardia	Food and beverage	107110	2006	
PHOENIX INTERNATIONAL S.p.A.	Chequers	BG0405858	-	95%	Bu/Out	2016	2019	secondary buyout	Family & private	Lombardia	Industrial products	257320	2003	
POPAT S.p.l.	EOS Investment Management	PC0082454	-	87%	Bu/Out	2016	2016	Trade sale	Family & private	Lombardia	Industrial products	222200	1996	
PREZIOSI FOOD S.p.A.	Veris SGR	MIL1630959	7,7	57%	Bu/Out	2016	2021	Trade sale	Secondary B-O	Lombardia	Food and beverage	103100	2000	
RENZINI S.p.L.	SICI SGR	PO2045445	2,5	>50%	Expansion	2016	2016	Trade sale	Family & private	Umbria	Food and beverage	495000	2004	
SSOUR S.p.L.	Van Investments	BZ0246754	6	49%	Expansion	2016	2018	secondary buyout	Other	Lombardia	Industrial products	351100	2009	
SAGA COFFEE S.p.A.	Lone Star	BG0475641	-	100%	Bu/Out	2016	2016	Trade sale	Foreign parent	Emilia Romagna	Retail and wholesale trade	282910	2001	
SAFETY21 SPA	Hat	RM1306732	5,9	30%	Expansion	2016	2016	secondary buyout	Secondary B-O	Lazio	Industrial products	620909	2009	
SIRI SPA	Pillarstone	MIL179267	43	100%	Turnaround	2016	2022	Trade sale	Secondary B-O	Lombardia	Industrial products	701000	2004	
SISALITALIA S.p.A.	Cvic	MIL1815627	-	93%	Bu/Out	2016	2021	Trade sale	Secondary B-O	Lombardia	Other professional and social services	920001	1999	
SOCIETA GASDOTTITALIA SPA	Macquarie	MIL1735669	-	>50%	Bu/Out	2016	2016	Trade sale	Family & private	Lombardia	Utilities	495000	2004	
SOLVAY CHIMICAITALIA SPA	Ardian	L0045532	-	100%	Bu/Out	2016	2018	secondary buyout	Local parent	Emilia Romagna	Industrial products	201309	1970	
STRANICH S.p.A.	Alcedo SGR	MIL248298	10	49%	Expansion	2016	2016	Non venduta	Other	Lombardia	Industrial products	282500	1987	
STROLIORO S.p.A.	Bridgepoint	UD0206210	-	>50%	Bu/Out	2016	2021	Trade sale	Secondary B-O	Friuli Venezia Giulia	Industrial products	464800	2000	
SUBSEEDS COMPANY S.p.A.	Paine&Partners	MIL202684	-	100%	Bu/Out	2016	2021	Trade sale	Secondary B-O	Emilia Romagna	Industrial products	106100	1986	
TECNOMECANICA S.p.A.	Idea Capital	NO0505233	4,6	>50%	Bu/Out	2016	2021	Trade sale	Family & private	Piemonte	Industrial products	245300	1945	
TERBION S.p.R.L.	HgCapital	TM12012775	22	>50%	Bu/Out	2016	2022	Secondary B-O	Family & private	Trentino	Transportation	139500	1987	
TRASPORTI ROMAGNA S.p.A.	MI Fondi Chiusi SGR	VIT0101149	20	68%	Bu/Out	2016	2022	Secondary B-O	Family & private	Veneto	Transportation	494100	1987	
VALAGRO S.p.A.	Metalmark	CH0079310	5	<50%	Expansion	2016	2020	Trade sale	Family & private	Abruzzo	Industrial products	201500	1984	