



**Politecnico
di Torino**

**Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
Anno Accademico 2025/2026**

Il mercato del Private Equity in Italia

Relatore:

LAURA ABRARDI

Candidato:

MATTEO ROGANTE

*“Be the reason why people
believe in beautiful souls,
kind hearts and good energy.
Never stop being a good person.”*

Abstract

Le PMI italiane con elevate potenzialità di crescita hanno bisogno, oggi più che mai, di capitali esterni per avviare o consolidare i propri progetti di sviluppo, l'innovazione tecnologica e l'espansione su nuovi mercati. Contemporaneamente, ci sono investitori che sono interessati a partecipare attivamente e in prima persona alle sfide quotidiane di queste aziende, condividendone gli oneri e i successi. Il punto d'incontro tra queste due esigenze è rappresentato da strumenti finanziari alternativi, come il Private Equity. Proprio per questo motivo quest'ultimo gioca un ruolo sempre più centrale nel panorama dei mercati finanziari attuali.

Nel contesto italiano, nonostante la prevalenza di piccole e medie imprese, il Private Equity ha avuto una notevole espansione ed efficacia. Questa crescita, seppur di dimensioni ridotte rispetto ad altri paesi, viene dimostrata dal minor numero di quotazioni in borsa e dal conseguente aumento nel numero di investimenti effettuati con l'emissione di capitali privati. In questo ambito, il progetto di tesi presentato si impegna a descrivere e analizzare le dinamiche del mercato del Private Equity in Italia, con lo scopo di comprendere le ragioni che spingono le aziende a optare per questa tipologia di finanziamento e confrontare le conseguenze a livello di performance aziendali.

Lo scopo del presente lavoro è quello di comprendere come questo tipo di finanziamento alternativo al capitale di debito possa influenzare le dinamiche industriali. In quest'ottica la tesi è stata suddivisa in quattro capitoli, di cui i primi due si concentrano su aspetti più teorici, con l'intenzione di definire l'origine ed evoluzione sia a livello globale che locale, le sue principali caratteristiche e il ruolo che questa forma di investimento svolge nei mercati finanziari moderni. Si passa poi all'analisi delle principali fasi che caratterizzano un'operazione e alla spiegazione del funzionamento operativo. Nel terzo capitolo, invece, l'attenzione si sposta dalla dimensione teorica a quella più operativa, in cui vengono analizzati i flussi di capitale, le operazioni e i disinvestimenti. In particolare, vengono esaminate le imprese che ricorrono a questo tipo di capitale e gli operatori che lo mettono a disposizione, cercando di comprendere quali settori risultino maggiormente coinvolti e quali dinamiche stanno emergendo talvolta nei disinvestimenti. Questo capitolo si chiude con alcune riflessioni sull'impatto economico delle operazioni in termini di occupazione e PIL, e sulle criticità strutturali che ancora limitano lo sviluppo del settore in Italia.

L'ultimo capitolo della tesi è destinato ad un approfondimento sul quadro regolatorio europeo ed italiano, mostrando l'impatto che le differenze di regolamentazione tra i vari paesi hanno nel settore. Nelle sezioni successive del quarto capitolo si analizza il processo di Due Diligence, fondamentale per la creazione di valore e rendimento del fondo e al ruolo di corrette scelte dal punto di vista della fiscalità.

L'analisi complessiva mostra come il Private Equity non operi in modo isolato, ma all'interno di un contesto normativo e istituzionale che ne condiziona strategie e risultati. L'efficacia dell'intervento nelle imprese partecipate dipende quindi dall'equilibrio tra regole, struttura dell'operazione e capacità gestionale del fondo. In questa prospettiva, il contributo del Private Equity allo sviluppo del sistema produttivo non è automatico, ma è strettamente legato alla qualità dell'ecosistema regolatorio in cui si inserisce.

Sommario

<i>Abstract</i>	4
Capitolo 1 – Il contesto di Mercato	8
1.1 <i>Definizione, origini ed evoluzione</i>	8
1.2 <i>Il mercato del Private Equity nel mondo</i>	12
1.3 <i>Il mercato del Private Equity in Italia</i>	16
1.4 <i>Le sfide di crescita e i trend futuri</i>	19
Capitolo 2 – Il funzionamento del Private Equity	21
2.1 <i>Le tipologie di investimento</i>	21
2.2 <i>Gli operatori</i>	27
2.3 <i>Il ciclo di vita del fondo</i>	32
2.4 <i>Le metriche di rendimento</i>	38
Capitolo 3 – Domanda ed Offerta	44
3.1 <i>Analisi della domanda</i>	44
3.2 <i>Analisi dell'offerta</i>	51
3.3 <i>Analisi dei disinvestimenti</i>	59
3.4 <i>Impatto economico e criticità</i>	64
Capitolo 4 – Aspetti di mercato e regolamentazioni	69
4.1 <i>Il quadro regolamentare europeo</i>	69
4.2 <i>La regolamentazione italiana</i>	73
4.3 <i>Due Diligence</i>	79
4.4 <i>Fiscalità e tassazione delle operazioni</i>	83
Conclusione	87
Bibliografia	89

Tabella delle Figure:

Figura 1- La tassonomia delle principali tipologie di investimento nel PE	22
Figura 2 - Struttura e flussi di un fondo di PE	27
Figura 3 - Timeline di un fondo di PE	32
Figura 4 - Effetto "J-curve"	36
Figura 5 - Distribuzione geografica dell'ammontare investito nel mercato italiano di PE (2024)	46
Figura 6 - Distribuzione regionale del numero di investimenti nel mercato italiano	47
Figura 7 - Distribuzione degli investimenti 2024 per tipologia	48
Figura 8 - Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2024	49
Figura 9 - Trend degli investimenti nel periodo 2020-2024	52
Figura 10 - Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato	54
Figura 11 - Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti per tipologia di fonte	55
Figura 12 - Evoluzione dell'ammontare investito per dimensione dell'operazione	57
Figura 13 - Evoluzione dell'attività di disinvestimento (2019-2024)	60
Figura 14 - Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia (2024)	61
Figura 15 - Trend del tasso occupazionale delle imprese backed-PE vs benchmark	65
Figura 16 - Trend degli investimenti capex delle imprese PE vs benchmark	66
Figura 17 - Trend del rapporto di leva finanziaria delle società partecipate vs benchmark	67
Figura 18 - Relazione tra chiarezza del quadro regolamentare e sviluppo del PE (% of GDP)	77

Capitolo 1 – Il contesto di Mercato

1.1 Definizione, origini ed evoluzione

Il private equity è ad oggi una delle componenti più dinamiche dei mercati finanziari internazionali e una valida alternativa al credito bancario tradizionale. Esso riveste un ruolo cruciale nella crescita delle imprese, in particolare di quelle di piccole e medie dimensioni, sostenendo l'espansione, l'innovazione e i processi di ristrutturazione. Il private equity contribuisce a migliorare la competitività del tessuto produttivo e a favorire processi di modernizzazione aziendale, attraverso l'apporto di capitale di rischio e competenze manageriali.

Secondo la definizione dell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), "il private equity consiste nell'attività di investimento in capitale di rischio di imprese non quotate, finalizzata a finanziare lo sviluppo e la crescita aziendale, con l'obiettivo di generare valore nel medio-lungo periodo e realizzare un guadagno grazie alla successiva dismissione della partecipazione" (AIFI, 2024).

A livello internazionale vengono fornite definizioni simili, ad esempio da Invest Europe e dalla European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), per i quali il private equity rappresenta un investimento realizzato da investitori professionali in società non quotate in borsa, con l'obiettivo di generare ritorni economici tramite la crescita di lungo periodo e la successiva cessione della partecipazione (Invest Europe, 2024). Queste definizioni convergono nell'evidenziare tre elementi distintivi: la natura temporanea dell'investimento, l'orizzonte pluriennale e il focus sulla creazione di valore attraverso trasformazione operativa.

L'orizzonte temporale è uno degli elementi identificativi che distinguono il private equity. Esso generalmente è compreso tra cinque e dieci anni. In questo arco di tempo il fondo non si limita a detenere una partecipazione, ma accompagna l'impresa in un percorso di crescita che culmina nell'exit. Si tratta, inoltre, di investimenti caratterizzati da un'elevata illiquidità, poiché le società target non sono quotate e non esiste un mercato secondario immediato.

Questa combinazione di illiquidità e rischio operativo viene retribuita con compensi maggiori rispetto agli strumenti finanziari tradizionali. Proprio per tale ragione e per la costante ricerca di

performance decorrelate rispetto ai mercati pubblici, questo tipo di investimenti sono preferiti dagli investitori istituzionali come fondi pensione, compagnie assicurative e fondazioni bancarie (Jensen, 1989).

Un ulteriore tratto distintivo riguarda il ruolo attivo dell'investitore. A differenza di soggetti puramente finanziari, gli operatori di private equity intervengono nella definizione delle strategie e nella governance dell'impresa partecipata. La presenza nei consigli di amministrazione, la definizione di piani industriali e l'introduzione di sistemi di controllo e incentivazione manageriale rappresentano strumenti concreti attraverso cui il fondo contribuisce al miglioramento della performance operativa. Questo approccio richiama la logica dell'active ownership: l'investitore non fornisce soltanto capitale, ma mette a disposizione competenze, relazioni e know-how strategico con l'obiettivo di favorire una crescita sostenibile (Kaplan & Strömberg, 2009).

Anche se non privo di complessità, il rapporto tra fondo e impresa può essere letto come una relazione potenzialmente vantaggiosa tra le parti. Dal lato dell'impresa, l'ingresso di un fondo consente di accedere a risorse finanziarie rilevanti e di rafforzare la struttura patrimoniale, superando i limiti imposti dal solo ricorso al debito bancario. Dal lato del fondo, l'investimento in imprese con potenziale di sviluppo rappresenta un'opportunità di rendimento superiore rispetto agli asset tradizionali.

Per allineare gli incentivi di ambo le parti, vengono inseriti meccanismi contrattuali specifici, come per esempio il co-investimento del management e piani di incentivazione con retribuzione attraverso azioni. Così facendo si orientano le scelte manageriali verso una crescita coerente con gli obiettivi dell'imprenditore.

Le radici del private equity sono collegate all'evoluzione dei mercati finanziari moderni e alla progressiva affermazione di forme di finanziamento alternative al credito bancario. Sebbene operazioni in capitale di rischio fossero presenti già in epoche precedenti, l'industria del private equity nella configurazione attuale prende forma negli Stati Uniti del secondo dopoguerra.

Nel 1946 venne fondata la *American Research and Development Corporation* (ARDC), considerata la prima vera società di private equity della storia. Con l'obiettivo di fornire alle imprese non solo capitale di rischio, ma anche competenze gestionali, tecniche e strategiche, venne creata l'ARDC. Questa associazione, fondata da un gruppo del Massachusetts (MIT) risultò

fondamentale per l'evoluzione del settore e le dinamiche che ne caratterizzano il funzionamento contemporaneo.

Negli anni successivi, il modello americano si diffuse piuttosto rapidamente, favorito dalla forte crescita economica del dopoguerra e dall'espansione dei mercati dei capitali, che offrirono nuove opportunità di finanziamento alle imprese. Durante questa fase il venture capital assunse un ruolo centrale nel finanziare l'emergere di nuovi settori tecnologici, anticipando quella che sarebbe poi divenuta la "Silicon Valley era".

Tra la fine degli anni Settanta e gli anni Ottanta grazie alla deregolamentazione dei mercati finanziari e alcuni cambiamenti normativi e fiscali, il private equity diventò una fonte di finanziamento solida e stabile della finanza americana. In questo periodo nacquero anche le prime operazioni di leveraged buyout (LBO). Operazioni basate sull'utilizzo elevato di leva finanziaria, finalizzate all'acquisizione di un'impresa target. Questa strategia di investimento permise ai fondi di assumere il controllo di aziende mature e di grandi dimensioni con un capitale proprio ridotto, mantenendo il controllo amministrativo e beneficiando di un potenziale rendimento sul capitale investito che poteva crescere in modo esponenziale grazie alla leva finanziaria. Un episodio chiave fu l'operazione di buyout realizzata da Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) per acquisire la RJR Nabisco nel 1989, considerata per l'epoca il più grande leveraged buyout mai effettuato con 25 miliardi di dollari (Baker & Smith, 1998).

A partire dagli anni Novanta, l'industria del private equity trovò spazio anche in Europa, con adattamenti legati alle specificità dei singoli sistemi economici. Il Regno Unito fu tra i primi a consolidare questo settore, grazie alla presenza di un mercato finanziario storicamente più sviluppato e già maturo. In Francia, l'intervento pubblico attraverso la banca pubblica "Bpifrance" favorì un'impostazione più orientata alla cooperazione tra capitale privato e politiche industriali. In Germania l'attività dei fondi venne articolata anche attraverso l'azione del fondo pensionistico "BVK", contribuendo a definire un quadro più regolamentato.

Pur sviluppatosi con ritardo rispetto a quello statunitense, il percorso europeo si distinse per la più stretta integrazione con le politiche di sviluppo economico e per una minore dipendenza dalla leva finanziaria. Si affermò così un modello di private equity orientato alla partnership di lungo periodo e alla creazione di valore industriale, che influenzò anche l'evoluzione del mercato italiano.

L'evoluzione del settore in Italia fu più lenta, a causa di una struttura finanziaria fortemente legata alle banche tradizionali e di una prevalenza di imprese familiari di piccole dimensioni. Le prime operazioni di investimento in capitale di rischio risalgono alla metà degli anni Ottanta, periodo in cui venne fondata l'AIFI, con lo scopo di promuovere la cultura del capitale di rischio e innovare il sistema finanziario del tempo. Negli anni Novanta, con la nascita delle prime società di gestione del risparmio (SGR) e l'introduzione di veicoli di investimento regolamentati, il private equity iniziò a svilupparsi come vero e proprio settore finanziario, sebbene con dimensioni ridotte rispetto ai principali paesi europei (Coin & Vacca, 2015; Banca d'Italia, 2016).

Il nuovo millennio ha segnato una fase di maturità e internazionalizzazione del settore, confermata dall'ingresso di grandi fondi globali nel mercato europeo e dall'aumento della raccolta di capitali per operazioni di buyout e growth capital. L'industria ha mostrato una notevole capacità di resilienza dopo la crisi finanziaria del 2008, adattandosi al nuovo contesto regolamentare introdotto dalla direttiva europea AIFMD (2011/61/UE), analizzato nel capitolo 4, che ha uniformato la vigilanza sui gestori di fondi di investimento alternativi. Per concludere, nel corso dell'ultimo decennio, l'espansione del private equity è stata trainata da una diversificazione crescente nelle strategie di investimento e da una progressiva integrazione di criteri ambientali, sociali e di governance (ESG funds) nelle politiche di investimento.

1.2 Il mercato del Private Equity nel mondo

Il mercato globale del private equity presenta oggi una configurazione strutturalmente eterogenea, caratterizzata da differenze marcate nelle modalità operative, nei meccanismi di allocazione del capitale e nelle strategie di investimento prevalenti tra le principali macroregioni. Queste divergenze non riflettono solamente fasi evolutive differenziate di un modello convergente, ma piuttosto configurazioni istituzionali, industriali e finanziarie profondamente diverse che determinano logiche operative specifiche e difficilmente replicabili. Risulta utile comprendere il posizionamento del mercato italiano nel contesto internazionale, al fine di identificare e analizzare le differenze strutturali che ne condizionano lo sviluppo.

Come ci illustrano articoli economici e di settore, il mercato statunitense è il sistema più maturo e liquido a livello globale, poiché caratterizzato dalla predominanza di operazioni di buyout su imprese di grandi dimensioni. Basti guardare le imprese presenti nei principali indici americani per capire che la separazione tra proprietà e controllo in questi colossi crea continue opportunità per operazioni di acquisizione con leva (Bain & Company, 2025; McKinsey, 2025). La profondità e liquidità dei mercati dei capitali statunitensi - tanto sul versante del *fundraising* quanto su quello delle exit - facilita la realizzazione di transazioni di dimensioni significative che difficilmente troverebbero equivalenti in altri contesti geografici. I mega-funds rappresentati da operatori quali Blackstone, KKR, Carlyle e Apollo gestiscono masse patrimoniali nell'ordine delle decine di miliardi di dollari, concentrando quote rilevanti del capitale globale di private equity e determinando standard operativi che influenzano l'intera industria (McKinsey, 2025).

Uno dei punti di forza della struttura creatasi in America è rappresentato dal fatto che le procedure sono consolidate e i tempi, pur non essendo brevi, sono generalmente definiti apriori. In questo modo si riduce immediatamente l'incertezza e si rende più semplice pianificare operazioni complesse. Non parliamo solo di un dettaglio tecnico, bensì di un vantaggio strategico che per un fondo che utilizza leva finanziaria, si traduce in prevedibilità delle tempistiche e costi contenuti.

Un altro fattore decisivo è la profondità dei mercati del debito. Negli Stati Uniti esiste una capacità di assorbire operazioni ad alta leva che difficilmente trova equivalenti altrove. Non si tratta solo di maggiore liquidità, ma di un ecosistema finanziario in cui banche, fondi di credito e investitori istituzionali sono abituati a strutture sofisticate. Questo amplia le possibilità operative dei fondi.

Di notevole importanza, come vedremo in sezioni successive, è la presenza di mercati azionari con alta liquidità che consentano IPO o presenza di altri fondi con interesse nell'acquisizione. Così facendo si riduce notevolmente il rischio del fondo di rimanere "bloccato" nell'investimento e non poter effettuare exit.

Negli ultimi anni, come si evince da ricerche di mercato, i costi di transazione tendono a essere più contenuti e i rendimenti appaiono più prevedibili. Tuttavia, proprio l'attrattiva del mercato statunitense ha incrementato la concorrenza del settore. La pressione sulle valutazioni di ingresso è cresciuta e questo, come osservato da Bain & Company (2025), pone interrogativi sulla sostenibilità dei ritorni nel lungo periodo. In altre parole, ciò che rende il mercato efficiente può anche ridurre progressivamente i margini.

Se gli Stati Uniti rappresentano il caso più maturo, l'Europa si presenta in modo meno uniforme e frammentato. Non esiste un mercato unico pienamente integrato, ma una pluralità di contesti nazionali che convivono con regole e sistemi finanziari differenti. Nei principali paesi dell'Europa continentale, come Germania, Italia, Francia e Spagna, la presenza di imprese medio-piccole a controllo familiare resta consistente. Ciò incide direttamente sulla natura delle operazioni. I mega-deal sono meno frequenti rispetto al mercato statunitense e prevalgono interventi di dimensione intermedia. Questo non significa minore sofisticazione, ma un diverso orientamento.

I fondi europei hanno sviluppato competenze specifiche nella gestione di imprese familiari, dove le decisioni non dipendono esclusivamente da logiche finanziarie. La costruzione della fiducia con l'imprenditore diventa centrale e in contesti del genere, l'abilità relazionale può essere altrettanto importante della capacità di strutturare un'operazione complessa (Invest Europe, 2024). Spesso questa connessione viene messa in secondo piano e sottovalutata, ma è fondamentale per i passaggi iniziali dell'operazione.

La frammentazione dei mercati europei e la minore integrità, va a limitare la dimensione massima delle operazioni finanziabili con leva e rende talvolta necessario il coinvolgimento di più istituti. Per eliminare o quantomeno ridurre queste barriere all'ingresso, sono state introdotte diverse iniziative regolamentari, come ad esempio la direttiva AIFMD che verrà analizzata con maggior dettaglio nel capitolo 4. Le opportunità di uscita tramite IPO in Europa sono meno numerose rispetto a quanto avviene ad esempio sui principali indici di borsa americani come il NASDAQ o il NYSE. Di conseguenza, le strategie di disinvestimento si orientano più spesso verso cessioni

industriali o secondary buyout. Ne derivano scelte di portafoglio e orizzonti temporali in parte differenti.

Il mercato asiatico presenta dinamiche diverse da quelle già descritte. In molte economie della regione asiatica prevalgono investimenti orientati alla crescita, piuttosto che acquisizioni di controllo di imprese mature, e la cessione del controllo non è sempre vista come un'opzione naturale dagli imprenditori. In questo contesto risultano più frequenti investimenti di minoranza in imprese con forte potenziale di espansione e il modello di buyout, tipico dei mercati occidentali, è meno dominante (Bain & Company, 2025).

Il polo di principale attrazione ad est appartiene da sempre alla Cina, grazie al suo rapido sviluppo e alla particolare attrazione di capitale di private equity. Tuttavia, la sua posizione in cima sta venendo meno a causa dell'evoluzione del quadro regolamentare e delle tensioni geopolitiche, le quali hanno favorito una maggiore diversificazione. Da queste condizioni, l'India è emersa come alternativa rilevante grazie a una demografia favorevole e a un processo di digitalizzazione accelerato. Anche qui, però, prevalgono investimenti orientati alla crescita più che operazioni di controllo (Morgan Stanley, 2024).

Se vogliamo trovare una differenza che distingue i mercati di Stati Uniti, Europa e Asia, essa può essere identificata nelle modalità di governance e controllo. Nel contesto anglo-americano, dove proprietà e controllo sono più separati, i fondi assumono con maggiore frequenza posizioni di maggioranza e intervengono direttamente nella gestione. Invece, nei mercati europei continentali e in molte economie asiatiche la proprietà rimane concentrata e l'intervento del fondo richiede maggiore attenzione alle sensibilità locali.

Un altro aspetto che varia a seconda della localizzazione del mercato è la raccolta del capitale. Negli Stati Uniti i fondi pensione pubblici rappresentano una fonte centrale e stabile di finanziamento. In Europa la base degli investitori è più articolata e comprende assicurazioni, fondazioni e family office. In Asia, i sovereign wealth funds e altri investitori pubblici svolgono un ruolo significativo, talvolta con obiettivi che vanno oltre il semplice rendimento finanziario (McKinsey, 2025).

Il private equity può essere quindi considerato come un asset class globale, in cui le modalità operative restano fortemente influenzate dal contesto locale. Per le imprese italiane risulta

indispensabile comprendere queste differenze strutturali e identificare il posizionamento strategico più appropriato, selezionando partner finanziari le cui competenze siano allineate alle specificità del contesto geografico. Risulta quindi lontana l'idea di una convergenza totale verso un modello unico, mentre appare più realistico parlare di adattamenti regionali.

1.3 Il mercato del Private Equity in Italia

Come annunciato nelle precedenti sezioni, il mercato italiano del private equity mostra caratteristiche strutturali che lo differenziano significativamente dai modelli diffusi nei paesi anglo-americani e in misura minore da quelli osservabili in altri contesti europei continentali. Queste specificità non rivelano ritardi evolutivi o inefficienze temporanee suscettibili di correzione attraverso riforme incrementalistiche, bensì morfologie fortemente radicate all'interno della struttura industriale, nei modelli di proprietà e nel controllo delle imprese. La comprensione di queste peculiarità risulta essenziale per valutare tanto le opportunità quanto i vincoli che caratterizzano lo sviluppo del private equity in Italia e per identificare le traiettorie evolutive più plausibili del settore nel contesto nazionale.

La caratteristica più rilevante e immediatamente identificabile del sistema produttivo italiano risiede nella prevalenza assoluta di imprese di piccola e media dimensione a controllo familiare. Questa organizzazione, che trova espressione nella celebre definizione di "capitalismo molecolare" proposta da alcuni studiosi dell'economia industriale italiana, determina condizioni operative per il private equity assolutamente diverse rispetto a quelle prevalenti in mercati caratterizzati dalla presenza di grandi corporation quotate con proprietà dispersa. Le piccole e medie imprese familiari italiane presentano caratteristiche distintive. Le strutture proprietarie sono concentrate, con sovrapposizione frequente tra proprietà e management. I processi decisionali risultano influenzati da considerazioni non esclusivamente economico-finanziarie, mentre prevale l'orientamento alla preservazione del controllo familiare rispetto alla massimizzazione della crescita dimensionale. Tali caratteristiche generano implicazioni rilevanti per le modalità operative del private equity.

Attualmente l'Italia sta attraversando una contrazione demografica di imprenditori e imprese che mette in risalto tensioni sulla continuità aziendale e sul controllo presso generazioni avanzate. Il passaggio generazionale delle aziende italiane che si sta vivendo crea sia criticità che opportunità per il private equity italiano. Infatti, l'ecosistema degli operatori di private equity attivi in Italia è caratterizzato dalla compresenza di fondi domestici e operatori internazionali con strategie e capacità d'intervento differenziate. Gli operatori italiani tendono a specializzarsi nel segmento delle PMI familiari, dove la conoscenza del contesto locale e la capacità di gestire le complessità

delle dinamiche proprietarie costituiscono fattori competitivi distintivi. Mentre, gli operatori internazionali contribuiscono con know-how e competenze finanziarie più avanzate. Le analisi quantitative relative al contesto italiano saranno oggetto di approfondimento nel capitolo 3. Mentre gli operatori internazionali investono in opportunità di maggiore scala: fondi globali quali KKR, Carlyle, Blackstone e CVC stanno valutando concretamente l'attrattività del tessuto industriale italiano, particolarmente nei settori manifatturieri ad alta specializzazione e nei comparti del lusso e del design.

Strategie di “*buy and built*”, consistenti nell'acquisizione di una piattaforma iniziale seguita da acquisizioni complementari multiple (*add-on*), rappresentano un approccio particolarmente adatto a tale struttura industriale, consentendo la creazione di operatori di scala rilevante grazie all'aggregazione di imprese frammentate. Tali strategie richiedono tuttavia competenze specialistiche nella gestione di processi di integrazione post-acquisizione, nella standardizzazione di processi operativi eterogenei e nel bilanciamento tra unificazione di funzioni comuni e conservazione di specificità locali che costituiscono asset competitivi delle imprese acquisite.

Una delle caratteristiche strutturali che influenza le modalità operative del private equity e le opportunità di sviluppo del settore è l'elevata dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario. A questa configurazione si aggiunge la scarsa liquidità dei mercati dei capitali italiani, meno sviluppati rispetto ad altri paesi europei in cui gli scambi sui mercati borsistici hanno elevata liquidità ogni giorno. In questo modo si viene a creare da un lato opportunità per il private equity, dato che può configurarsi come fonte alternativa di capitale per imprese che incontrano difficoltà nell'accesso al credito bancario o che richiedono strutture di finanziamento più flessibili e orientate al lungo termine. In parallelo, la minore capitalizzazione e liquidità dei mercati pubblici limita le opportunità di exit attraverso IPO, inducendo i fondi a preferire strategie di vendita ad altre realtà industriali o operazioni di secondary buyout.

Non sorprende che una principale debolezza del mercato italiano riguarda la presenza ancora limitata di investitori istituzionali di natura domestica nel settore. Nella maggioranza dei paesi europei, i fondi pensione e le compagnie assicurative riservano una quota significativa del proprio portafoglio agli asset alternativi, mentre in Italia questo processo è ancora molto radicato a preferenze conservative nelle scelte di investimento. Le principali motivazioni di questa paura sono i vincoli regolamentari stringenti, le dimensioni contenute degli operatori e una tradizionale

preferenza per strumenti percepiti come più sicuri e meno volatili. Questa situazione comporta una maggiore dipendenza dalla raccolta presso investitori esteri, il che significa un minore controllo a livello territoriale. La percezione del rischio-paese combinata con l'andamento dei mercati internazionali, dove i fondi in questione operano, possono creare fasi di incertezza e minore stabilità nella raccolta.

È interessante osservare che negli ultimi anni, il quadro normativo italiano sia comunque cambiato in modo significativo. Lo scopo è stato quello di avvicinare la disciplina nazionale agli standard europei e di rendere il contesto più favorevole allo sviluppo del settore. A tal fine sono stati introdotte evoluzioni dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) e interventi complementari, per semplificare l'operatività e rafforzare la certezza giuridica delle operazioni. Queste operazioni hanno sicuramente contribuito a migliorare la percezione del mercato italiano; tuttavia, il confronto con altri mercati europei evidenzia ancora alcune lacune. La stabilità normativa rimane un fattore decisivo per attrarre capitali internazionali, soprattutto quando le operazioni coinvolgono controparti estere.

Le prospettive di crescita del private equity in Italia dipendono quindi da un equilibrio di fattori, interni ed esterni, non lineare. Il tessuto produttivo nazionale, caratterizzato da numerose PMI con potenziale di sviluppo, da una parte offre spazi interessanti per il capitale di rischio, ma dall'altra permangono elementi come la frammentazione del mercato dei capitali e la dimensione ridotta di molti operatori. L'analisi empirica e dettagliata delle caratteristiche del mercato italiano costituisce l'oggetto di studio del capitolo 3, in cui si approfondisce in modo più analitico le dinamiche di domanda e offerta nel contesto italiano, esaminando i flussi di capitale, i settori coinvolti e le modalità di disinvestimento.

1.4 Le sfide di crescita e i trend futuri

Dopo circa vent'anni di espansione, il private equity non si muove più nello stesso contesto che ne ha favorito la crescita. Ora servono un controllo e adattamento delle strategie tradizionali, soprattutto nei mercati più maturi, che garantiscano rendimenti in linea con quelli precedenti anche a fronte di aumenti dei tassi di interesse. Il settore ha raggiunto una fase di maturità in cui la crescita non dipende più soltanto dalla leva finanziaria o dell'abbondanza di liquidità, ma dalla capacità di adattarsi a un ambiente più complesso, fondato sull'efficienza operativa e la sostenibilità.

Negli ultimi anni il rapido mutamento del quadro finanziario globale ha rappresentato uno dei principali fattori di sfida. La fine dell'era del credito a basso costo, determinata dall'aumento dei tassi d'interesse da parte della FED americana e della BCE in Europa, ha reso più costoso l'impiego della leva finanziaria. Le operazioni di leveraged buyout hanno registrato una contrazione significativa negli ultimi anni, secondo McKinsey & Company (2025): il volume mondiale dei buyout è diminuito di oltre il 20% rispetto ai livelli pre-pandemia, mentre il costo medio del finanziamento è aumentato di circa 300 punti base. Questo progressivo cambiamento ha accelerato i fondi verso un approccio più prudente, basato su piani industriali di lungo periodo e su una maggiore attenzione alla gestione del rischio. A supporto di questo nuovo equilibrio si è aggiunta la direttiva AIFMD e, più recentemente, la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). I due nuovi cambiamenti normativi hanno introdotto criteri più stringenti di trasparenza e rendicontazione, nei quali gli investitori devono tenere in considerazione in modo chiaro gli impatti ambientali, sociali e di governance delle proprie attività. Il nuovo approccio incrementa la complessità amministrativa e di gestione per i fondi, favorendo l'afflusso di capitali internazionali anche in mercati tradizionalmente percepiti come meno trasparenti, a discapito della fiducia degli investitori.

Il tema più caldo degli ultimi mesi è sicuramente l'intelligenza artificiale. Nel campo finanziario e in particolare del private equity sta rivoluzionando i processi decisionali e gestionali, inaugurando l'inizio di investimenti basati sull'elaborazione ed interpretazione dei dati. A questo proposito, gli strumenti di machine learning e data analytics permettono di analizzare migliaia di imprese contemporaneamente, prevedere scenari di crescita e individuare anomalie nei bilanci con

rapidità e precisione. Secondo PwC (2024), oltre metà dei gestori internazionali impiega già algoritmi di AI in almeno una fase del ciclo di investimento, soprattutto nelle attività di due diligence, analisi del rischio e monitoraggio. L'AI non rappresenta soltanto un mezzo per migliorare l'efficienza, ma un vero e proprio strumento di differenziazione competitiva. Un altro pilastro di cambiamento è rappresentato dal tema, sempre più influente nelle decisioni e valutazioni, della sostenibilità. Gli investimenti guidati da criteri ESG, di sostenibilità ambientale, non possono più essere considerati un aspetto marginale, poiché per molti operatori sono ormai parte integrante delle strategie di portafoglio. L'attenzione verso questi aspetti sta progressivamente modificando il modo in cui viene valutata la performance dei fondi, che non si basa più solo su rendimenti economici ma ora è anche affiancata da indicatori legati all'impatto, come la riduzione delle emissioni o la presenza di maggiore diversità negli organi di governance. Questo cambiamento non è solo formale: incide sulle scelte di investimento e sui criteri di selezione delle imprese. Nel contesto italiano tale orientamento trova condizioni favorevoli anche grazie ad attori pubblici, come Cassa Depositi e Prestiti (CDP Equity) e il Fondo Italiano d'Investimento, che svolgono un ruolo attivo nel sostenere progetti connessi alla trasformazione industriale.

Sebbene l'attuale fase di incertezza macroeconomica e una maggiore cautela nella selezione delle operazioni, le prospettive del settore restano orientate alla crescita. Le stime dei principali analisti indicano un'espansione nei prossimi anni sostenuta dalla crescente digitalizzazione delle imprese e dalla maggiore rilevanza dei criteri ESG. Il private equity sembra quindi avviarsi verso una nuova epoca, quasi del tutto diversa rispetto al passato. L'espansione basata sull'uso della leva finanziaria e sull'aumento dei multipli lascia spazio a un approccio in cui il valore dipende maggiormente dalla capacità di interpretare i cambiamenti economici e tecnologici. In questo scenario contano l'analisi, l'adattabilità e la gestione del rischio, oltre alla sensibilità verso temi ambientali e sociali. Per l'Italia, questa fase può rappresentare una vera e propria opportunità di colmare il deficit con altri paesi europei più sviluppati, a condizione di saper coniugare innovazione, solidità finanziaria e attenzione all'impatto ambientale. Nei capitoli successivi verranno approfonditi i modelli di investimento, le dinamiche del mercato italiano e il quadro regolamentare di riferimento.

Capitolo 2 – Il funzionamento del Private Equity

2.1 Le tipologie di investimento

Il private equity costituisce una classe di investimento contraddistinta da una marcata eterogeneità nelle strategie operative, ciascuna connotata da distinti profili di rischio-rendimento, meccanismi di creazione del valore e contesti applicativi.

L'insieme delle operazioni riconducibili al private equity comprende una vasta gamma di interventi che si differenziano per obiettivi, orizzonte temporale e modalità di creazione del valore. Ciascuna tipologia di investimento si colloca in una specifica fase del ciclo di vita dell'impresa target ed esprime un diverso equilibrio tra rischio e rendimento. La strategia adottata dal fondo dipende dal grado di maturità dell'azienda, dalla stabilità dei suoi flussi di cassa e dalle prospettive di crescita del settore di riferimento, fattori che nel loro insieme definiscono la struttura finanziaria dell'operazione e il ritorno economico atteso nel medio-lungo periodo.

All'interno dell'industria del private capital, la distinzione più rilevante riguarda il venture capital e il private equity in senso stretto. Si tratta di due modalità di investimento che si collocano in momenti diversi della vita dell'impresa: il venture capital è associato alle fasi iniziali del progetto imprenditoriale. In questa fase l'attività è ancora in costruzione, il modello di business non è del tutto stabilizzato e l'incertezza è elevata. Proprio per questo il venture capital comporta una maggiore esposizione al rischio, ma anche la possibilità di intercettare potenziali traiettorie di crescita molto rapide.

In questa fase, l'apporto di capitale è finalizzato a sostenere la ricerca e sviluppo, la realizzazione del prodotto e il suo ingresso sul mercato, nella consapevolezza che la probabilità di insuccesso è elevata ma che, in caso contrario, i potenziali ritorni possono assumere dimensioni eccezionali. Il valore dell'operazione deriva quindi dalle prospettive future e non dai risultati già conseguiti o a breve termine.

Il private equity in senso stretto, invece, concentra la propria attività sulle fasi più mature (*late-stage financing*) del ciclo aziendale, quando l'impresa ha già consolidato la propria posizione sul mercato, dispone di flussi di cassa stabili e mira a rafforzare la propria posizione competitiva

attraverso processi di diversificazione, espansione e miglioramento della governance. In questo contesto l'investitore assume il ruolo di partner strategico, contribuendo non solo con capitale, ma anche con competenze gestionali e industriali volte a promuovere una crescita sostenibile e orientata al lungo periodo (Kaplan & Strömberg, 2009).

In letteratura, la classificazione delle diverse tipologie di investimento viene comunemente ricondotta al ciclo di vita dell'impresa e al grado di maturità del suo modello di business. In questa sede si seguirà lo schema proposto da Caselli (*Private Equity and Venture Capital, Bocconi University*) che suddivide gli interventi di private equity in base alle fasi di sviluppo aziendale, dalla nascita fino alla maturità o alla crisi. Tale approccio consente di analizzare in modo sistematico le diverse strategie di investimento, evidenziandone gli obiettivi economici, il profilo di rischio-rendimento e il contributo dell'investitore alla creazione di valore industriale.

La Figura 1 illustra graficamente questa progressione, evidenziando come strategie di investimento si distribuiscano nel tempo in relazione alla crescita dell'impresa e alla sua capacità di generare flussi di cassa. A partire da questo schema, verranno di seguito analizzate nel dettaglio le principali tipologie di finanziamento, con particolare attenzione agli obiettivi di rendimento, ai livelli di rischio e al contributo dell'investitore alla creazione di valore.

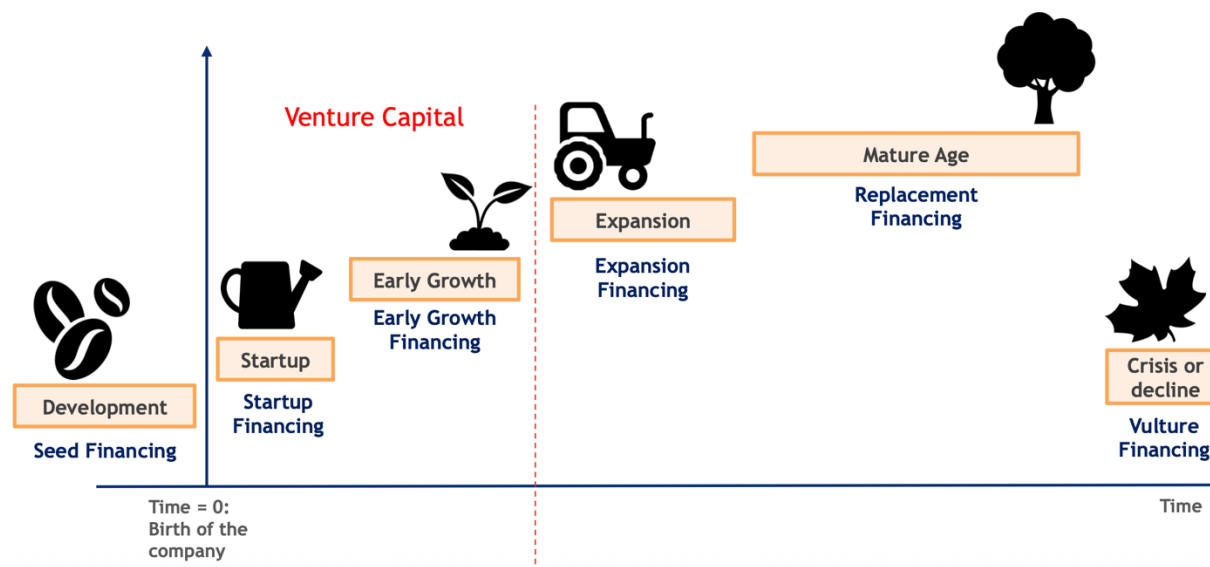


Figura 1- La tassonomia delle principali tipologie di investimento nel PE

Fonte: Caselli “*Private Equity and Venture Capital, Bocconi University 2023*”.

Tra le diverse forme di operazione del venture capital, il **seed financing** rappresenta la fase iniziale e, allo stesso tempo, la più incerta. In questo momento l'impresa non è ancora un'organizzazione strutturata: spesso esiste solo un'idea, talvolta accompagnata da uno studio preliminare o da una prima intuizione tecnologica. Vengono finanziate attività di ricerca e sviluppo e il capitale raccolto in questa fase serve soprattutto a trasformare quell'idea in un progetto concreto, prototipi di produzione. È un passaggio delicato, perché il modello di business non è ancora validato e il rischio di insuccesso è elevato. Dal punto di vista finanziario, il seed financing presenta il livello di rischio più alto all'interno del ciclo di investimento. Proprio per questo motivo, in caso di successo, i rendimenti possono essere altissimi, arrivando anche a multipli di dieci o venti volte il capitale iniziale (Gompers & Lerner, 2004).

Tuttavia, questi risultati riguardano solo una parte limitata dei progetti finanziati. Gli investitori attivi in questa fase - business angels, incubatori universitari, fondi venture capital early-stage - svolgono ruolo operativo affiancando l'imprenditore nella definizione strategica, validazione del prodotto e creazione di relazioni con partner tecnologici e industriali.

Una volta superata questa fase embrionale, l'impresa necessita di ulteriori risorse per affrontare la sfida del mercato. Lo **start-up financing** interviene quando l'impresa dispone di un prodotto validato tecnicamente ma deve affrontare l'ingresso e il posizionamento sul mercato. Durante questa fase il fondo non si limita a fornire capitale, ma affianca l'impresa anche sul piano strategico. Il supporto riguarda la definizione del piano industriale per valorizzare la creazione di valore e il monitoraggio dei risultati attraverso la partecipazione diretta ai processi decisionali. (Gompers & Lerner, 2004).

Sul piano finanziario, attraverso l'intervento del fondo, si prova a colmare il gap tra le risorse necessarie allo sviluppo del progetto e la limitata disponibilità di finanziamenti esterni. È un passaggio estremamente delicato per le prime fasi di vita dell'impresa, quando i costi sono elevati e i ricavi non sono ancora sufficienti a sostenere l'autofinanziamento. Secondo la definizione teorica, questa fase è anche detta "*valley of death*", poiché molte iniziative imprenditoriali rischiano di interrompersi prima di raggiungere una stabilità operativa. La probabilità di insuccesso resta significativa, ma il potenziale di rendimento superiore giustifica orizzonti temporali di medio-lungo periodo.

Proseguendo nel ciclo di vita del fondo troviamo la fase di **early-growth financing** che segna il passaggio dal consolidamento iniziale alla crescita strutturata dell'impresa. In questo stadio, il modello di business è ormai validato e l'azienda ha iniziato a generare ricavi regolari, seppur non ancora pienamente sufficienti a coprire in modo stabile i costi operativi. L'intervento del fondo di venture capital è quindi finalizzato a sostenere un processo di espansione già avviato, tramite un incremento della capacità produttiva, l'ingresso in nuovi mercati o l'ampliamento della gamma di prodotti. A differenza delle fasi di seed e start-up, in cui il capitale serve prevalentemente a finanziare la ricerca o la fase di lancio commerciale, l'investimento di early-growth si orienta verso la scalabilità del modello imprenditoriale. In questa fase l'impresa punta soprattutto ad ampliare i volumi di vendita, rafforzare l'organizzazione manageriale e migliorare la propria posizione sul mercato. Il livello di rischio risulta generalmente più contenuto rispetto agli stadi precedenti, poiché l'azienda dispone già di una base clienti definita e di un prodotto riconosciuto. Tuttavia, ciò non significa che l'incertezza sia assente.

Quando l'impresa consolida la propria operatività e acquisisce una maggiore stabilità economica, si aprono ulteriori possibilità di sviluppo. Ci troviamo nella fase di **expansion financing**: l'azienda non è più nella fase iniziale, ma necessita di risorse aggiuntive per sostenere un piano di crescita più ambizioso. In questo stadio il modello di business è già validato, i ricavi risultano relativamente stabili e la struttura organizzativa è sufficientemente solida per affrontare un'espansione. Per accelerare l'iter, il fondo interviene con strategie come l'ingresso in nuovi mercati, l'ampliamento dell'offerta o operazioni di M&A mirate.

Si osserva il superamento della logica classica del venture capital dato che non si tratta più di finanziare l'avvio o la validazione dell'idea imprenditoriale, ma di accompagnare un'impresa già operativa in una fase di crescita dimensionale e di rafforzamento competitivo.

Nel corso di questo step, il fondo contribuisce alla definizione di piani industriali di medio periodo, supporta processi di internalizzazione e favorisce l'adozione di sistemi di governance e controllo più evoluti. Il profilo di rischio risulta contenuto grazie a track record consolidato e flussi di cassa prevedibili, sebbene permangano incertezze sulla gestione di espansioni significative mantenendo l'efficienza operativa.

A questa segue il **replacement capital** che rappresenta una tipologia di investimento in cui l'intervento del fondo di private equity non comporta un aumento di capitale, ma una riallocazione

della proprietà all'interno dell'impresa. L'obiettivo di questa operazione consiste infatti nell'acquisto delle partecipazioni di soci esistenti, con il fine di sostituire parzialmente o integralmente la compagine azionaria. Il replacement capital interessa imprese già mature, che non hanno un fabbisogno immediato di nuove risorse per finanziare la crescita, ma necessitano di una revisione dell'assetto proprietario. L'operazione può rispondere a esigenze diverse. Talvolta consente l'uscita di soci che non intendono più proseguire nell'attività, permettendo l'ingresso di un investitore istituzionale capace di introdurre maggiore disciplina gestionale e competenze organizzative. In altre situazioni il replacement capital facilita una diversa distribuzione delle quote tra partner industriali e finanziari, oppure rafforza la posizione del management all'interno della compagine societaria.

Sebbene non comporti un apporto diretto di nuove risorse finanziarie all'impresa, questa modalità di intervento può incidere in modo significativo sulla qualità della gestione. Il cambiamento nella struttura proprietaria può infatti tradursi in processi decisionali più efficienti e in una maggiore chiarezza degli obiettivi strategici, con effetti indiretti sulla creazione di valore nel medio periodo.

Vengono introdotte logiche di governance più trasparenti e orientate alle performance, ridefinendo i meccanismi decisionali e introducendo strumenti di pianificazione strategica e controllo finanziario. Ciò contribuisce a migliorare la redditività e la solidità patrimoniale, creando le condizioni per un eventuale sviluppo futuro o per successive operazioni di buyout.

Le operazioni fin qui descritte comportano tipicamente l'acquisizione di partecipazioni di minoranza o maggioranza relativa. Esiste tuttavia una tipologia di investimento che si distingue per l'assunzione di controllo totalitario dell'impresa. La tipologia di investimento di maggior rilievo nell'industria del private equity, sia in termini di volumi sia di valore delle operazioni è il **buyout**. A differenza delle forme di finanziamento precedentemente descritte, che si caratterizzano per l'acquisizione di partecipazioni di minoranza o maggioranza relativa, il buyout implica l'acquisizione del controllo totalitario o maggioritario di un'impresa matura, tipicamente grazie all'impiego ingente di capitale di debito. Nel buyout, a differenza delle altre forme di investimento, si investe nell'impresa target attraverso una percentuale altissima di leva finanziaria. La motivazione dietro a questa scelta è la massimizzazione del rendimento, bisogna però far attenzione ai rischi che ne conseguono. Nella maggioranza dei casi, quando viene scelto il buyout come modello di investimento, il fondo di private equity crea una società veicolo - indicata come

Special Purpose Vehicle (SPV) o NewCo - attraverso la quale viene effettuata l'acquisizione. In termini finanziari questa operazione è riconducibile al Leveraged Buyout (LBO).

Il debito contratto dalla NewCo viene successivamente rimborsato tramite i flussi di cassa generati dall'impresa acquisita. Successivamente alla fusione con la società veicolo, l'impresa target assume infatti l'onere del servizio del debito ed è responsabile del suo rimborso. Questa struttura consente al fondo di controllare imprese di dimensioni significative con un investimento di capitale relativamente contenuto. Suddetto meccanismo amplifica il rendimento potenziale grazie alla leva, ma allo stesso tempo incrementa il profilo di rischio dell'operazione (Kaplan & Strömberg, 2009). Le imprese target per essere attrattive nel mercato devono disporre di flussi di cassa stabili e prevedibili, necessari per sostenere il servizio del debito contratto per l'acquisizione. Devono inoltre operare in settori maturi con dinamiche competitive relativamente stabili, che riducano il rischio di deterioramento improvviso della redditività. Infine, devono presentare opportunità di miglioramento operativo che il fondo possa realizzare con interventi di ristrutturazione, ottimizzazione dei costi o espansione commerciale. La presenza di asset tangibili che possano fungere da garanzia per il finanziamento bancario funge da ulteriore elemento di attrattività.

Ultimo ma non meno importante è il *vulture financing* o *turnaround*, forma di investimento più complessa e strategica all'interno dell'industria del private equity. Esso si concentra su imprese che attraversano una fase di difficoltà economico-finanziaria, ma che conservano fondamentali industriali solidi e un potenziale di recupero. L'obiettivo dell'investitore è quello di sostenere la ristrutturazione dell'azienda, ripristinandone la redditività e la capacità di generare valore. Questo tipo di intervento si distingue dalle altre forme di investimento per la sua finalità prevalentemente riorganizzativa. Il fondo mette a disposizione capitale per consentire all'impresa di superare una crisi strutturale derivante da inefficienze operative ed errate scelte strategiche. Sotto l'aspetto operativo, l'intervento del fondo si articola in diverse fasi. La prima tra tutte è la *due diligence*, descritta nel capitolo 4, dove viene effettuata un'attenta analisi industriale e finanziaria volta a individuare le cause della crisi e a definire il potenziale di recupero. Successivamente, il fondo elabora un piano di ristrutturazione che comprende il cambio del management e la rinegoziazione del debito con gli istituti di credito, il tutto per tagliare i costi non essenziali.

2.2 Gli operatori

Il modello della “*limited partnership*” definisce come sono organizzati i fondi di private equity. Esso definisce in modo chiaro i ruoli e le responsabilità del management, e i meccanismi di incentivazione tra i soggetti coinvolti. Questa struttura, che si è imposta negli Stati Uniti a partire dagli anni Ottanta e poi diffusasi a livello internazionale, nasce anche come risposta ai problemi di agenzia tipici della gestione delegata del capitale (Jensen & Meckling, 1976). Il documento che disciplina le parti e il funzionamento del fondo è il Limited Partnership Agreement (LPA), all’interno del quale vengono pattuiti aspetti come le commissioni, i limiti di investimento, i diritti di governance e le condizioni per l’eventuale sostituzione del gestore. Non si tratta di un semplice documento formale: l’equilibrio tra le clausole contrattuali incide direttamente sulla distribuzione del rischio e degli incentivi. Infatti, le scelte di allocazione del capitale da parte degli investitori istituzionali dipendono dal grado di tutela e trasparenza garantito da questo impianto contrattuale.

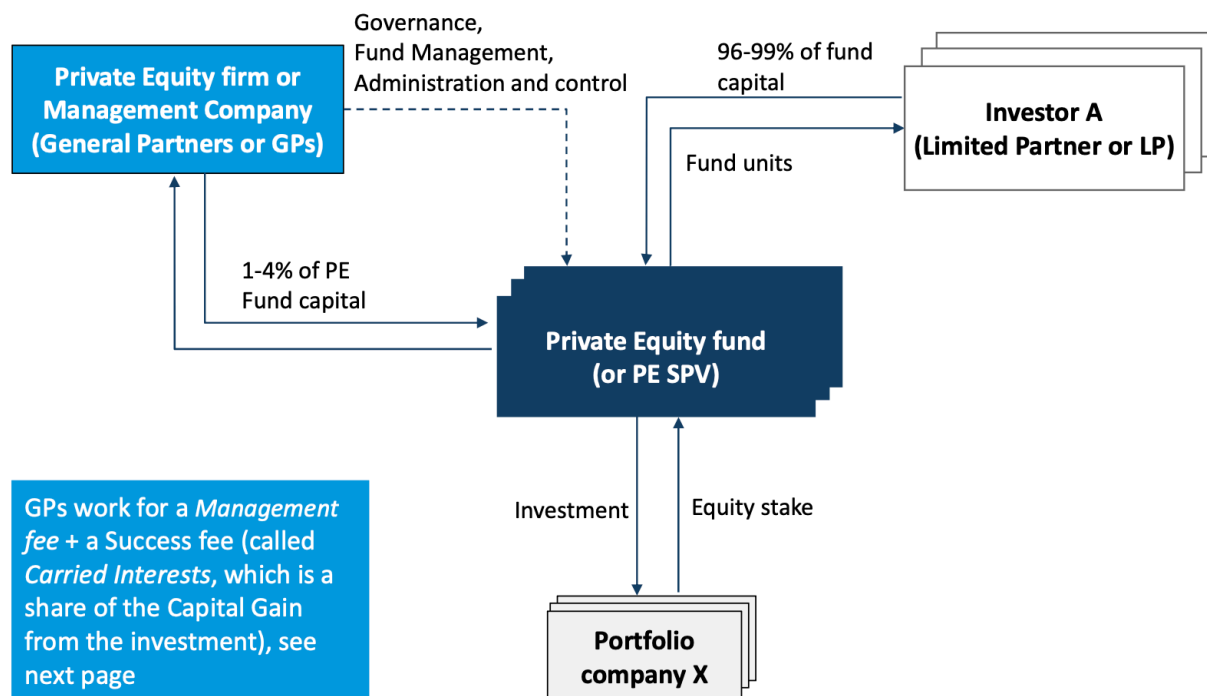


Figura 2 - Struttura e flussi di un fondo di PE

Fonte: rielaborazione da Caselli “*Private Equity, Bocconi 2023*”, Luciano (2025).

Come mostrato nella Figura 2, gli investimenti avvengono spesso tramite l'utilizzo di società veicolo (SPV) realizzate ad hoc per ciascuna operazione. Queste strutture consentono di isolare i rischi specifici di un investimento, garantendo la separazione patrimoniale e semplificando la gestione fiscale e amministrativa. L'operazione svolta dall'SPV è essenziale per l'investimento di buyout. Si tratta del veicolo giuridico attraverso cui viene effettuata l'acquisizione e consente di strutturare in modo efficiente la componente di debito, oltre a facilitare l'ingresso di eventuali nuovi investitori. I GP sono posti al centro della struttura del fondo per l'intero ciclo di vita dell'operazione e ne rappresentano il nucleo gestionale, assumendo le responsabilità dirette per la conduzione delle attività. La fase iniziale riguarda la ricerca delle opportunità, nella quale è cruciale avere un background di relazioni consolidate, capacità di analisi e conoscenza approfondita dei settori d'investimento. L'abilità di operatori esperti in questa fase si rivela estremamente importante per identificare operazioni ad alto potenziale, che però sfuggono al mercato e non sono chiaramente visibili. Successivamente i GP coordinano la *due diligence*, che sarà tema di una sezione dedicata nel capitolo 4, e procedono in caso di riscontro positivo con l'acquisizione. Una volta in controllo, i GP partecipano attivamente alla definizione delle strategie di miglioramento operativo, affiancano il management delle società in portafoglio e monitorano in modo continuativo le performance finanziarie. È proprio questo livello di intervento diretto che distingue il private equity da forme di investimento più passive e che, secondo Kaplan & Strömberg (2009), costituisce una delle principali fonti di rendimento superiore rispetto al mercato.

Dal punto di vista della struttura di compensazione, i GP percepiscono tipicamente due forme di remunerazione. La prima è rappresentata dalla *management fee*, generalmente pari al 2% annuo del committed capital durante il periodo di investimento e successivamente calcolata sull'invested capital. Questa commissione copre i costi operativi della management company e fornisce una base di compensazione indipendente dalle performance del fondo. La seconda componente è il *carried interest*, che rappresenta la partecipazione agli utili del fondo ed è fissata al 20% dei profitti generati oltre una soglia minima di rendimento. "2 and 20", è la regola di remunerazione che si è affermata come standard di settore negli ultimi anni, ma sembra essere in continua evoluzione. Secondo ricerche di settore, gli investitori istituzionali hanno messo insieme le forze ed esercitato maggiore pressione per contenere le commissioni di gestione e rafforzare il legame tra compenso

e performance effettiva (Prequin, 2023). In altre parole, ciò che viene messo in discussione non è tanto il principio del carried interest, quanto la sua concreta applicazione.

Un ulteriore meccanismo di allineamento degli interessi è rappresentato dal capitale che i GP investono direttamente nel fondo, generalmente compreso tra l'1% e il 5% del totale investito. Questo contributo, noto come *GP commitment*, racchiude un'esposizione diretta al rischio e rafforza la credibilità della strategia proposta agli investitori. Se i gestori partecipano in prima persona al rischio economico, diventa più difficile adottare comportamenti opportunistici o eccessivamente speculativi. Ovviamente, ciò non significa che i conflitti di interesse vengano eliminati. La relazione tra GP e LP resta una tipica relazione di agenzia, nella quale la fiducia è sostenuta da clausole contrattuali e da meccanismi di controllo, piuttosto che sostituita da essi.

Se i General Partners sono il centro decisionale del fondo, i Limited Partners ne costituiscono la base finanziaria. Quest'ultimi, sono gli investitori che forniscono generalmente tra il 95% e il 99% del capitale per effettuare l'operazione e la loro responsabilità è limitata all'ammontare sottoscritto. A differenza dei GP, infatti, gli LP non partecipano alla gestione quotidiana delle operazioni e proprio per questo motivo sono esclusi da responsabilità illimitate. Lo schema che si viene a creare fornisce una visione più chiara della separazione tra proprietà e controllo di GP e LP. Per attenuare le probabili tensioni che si possono venire a creare utilizzando questo modello, venne siglato il Limited Partnership Agreement. Tale accordo tra le parti prevede una serie di strumenti di governance: il Limited Partner Advisory Committee (LPAC) è ad oggi il principale canale di sorveglianza attraverso il quale gli investitori possono monitorare l'operato dei gestori, esprimersi su operazioni in conflitto di interesse e verificare i criteri di valutazione degli asset.

Tuttavia, come osservato dalla letteratura sulla governance dei fondi, un intervento troppo diretto può esporre gli investitori al rischio di perdere la protezione della responsabilità limitata (Phalippou, 2017). Questo crea un equilibrio delicato tra supervisione e non interferenza. Tra i LP, i fondi pensione costituiscono storicamente la categoria maggiore, con allocazioni che a livello globale si collocano mediamente tra il 9% e il 14% del patrimonio gestito (American Investment Council, 2021). Il loro interesse per il private equity è legato alla possibilità di generare rendimenti capaci di compensare eventuali squilibri e diversificare rispetto ai mercati quotati. Poi vi sono i fondi sovrani, che costituiscono un'altra categoria in espansione, con masse gestite superiori a 10.000 miliardi di dollari a livello globale (Sovereign Wealth Fund Institute, 2022). Diversi studi

evidenziano che questi investitori adottano orizzonti temporali più lunghi rispetto ad altri LP istituzionali. Studi effettuati da Cumming & Monteiro (2023) mostrano come, in particolare nel venture capital, i rendimenti conseguiti dai fondi sovrani risultino mediamente inferiori rispetto ad altre categorie di investitori. Il risultato ottenuto suggerisce che, accanto agli obiettivi finanziari, possano assumere rilievo anche finalità politiche. È inoltre interessante notare la crescente presenza di family office e high-net-worth individuals accanto agli investitori istituzionali tradizionali. Per i gestori emergenti, che talvolta incontrano difficoltà nella raccolta presso grandi fondi pensione, tali investitori possono essere una fonte di rapida raccolta del capitale.

La disposizione contrattuale del private equity prevede ulteriori strumenti di allineamento, tra cui la cosiddetta *hurdle rate* o *preferred return*. Prima che i GP possano partecipare agli utili tramite carried interest, gli LP devono recuperare il capitale investito e conseguire un rendimento minimo o anche detto hurdle rate, compreso tra il 6% e l'8% annuo. La distribuzione dei profitti segue quindi una sequenza predefinita e chiamata *distribution waterfall*. La cosiddetta European waterfall prevede che i gestori ricevano il carried interest solo dopo che gli investitori abbiano recuperato l'intero capitale e il rendimento minimo sull'intero fondo. Questa modalità tende a favorire maggiormente gli LP. La American waterfall, al contrario, consente la distribuzione del carried interest su base deal-by-deal. I gestori possono quindi percepire la propria quota su singole operazioni profittevoli anche se il fondo nel suo complesso non ha ancora generato un rendimento complessivo equivalente. Non sorprende che l'incentivo aumenta all'aumentare della performance su singole transazioni, ma spesso può richiedere meccanismi correttivi successivi per evitare incomprensioni.

Nei periodi caratterizzati da elevata liquidità e performance robuste, i gestori dispongono di maggiore potere negoziale e possono raccogliere capitali con maggiore facilità. Al contrario, in fasi di contrazione, il potere contrattuale tende a spostarsi verso gli investitori, i quali possono ottenere condizioni più favorevoli come, ad esempio, commissioni ridotte e/o maggiori tutele di governance. Il rapporto tra LP e GP sembra quindi essere influenzato notevolmente dalle condizioni mercato in cui ci si trova.

Una novità degli ultimi anni riguarda la crescente tendenza di alcuni LP a sviluppare competenze interne di investimento attraverso team dedicati. Così facendo riescono a ridurre la dipendenza dai gestori esterni e partecipano a co-investimenti, abbattendo gran parte dei costi complessivi.

Il modello di governance del private equity si basa su un equilibrio particolarmente sottile, in cui è necessario sia delegare la gestione a professionisti specializzati che garantire adeguate tutele a chi fornisce il capitale. A tale scopo vengono introdotti meccanismi di incentivo - carried interest, hurdle rate, waterfall – che vengono continuamente adattati nel tempo per rispondere a questa esigenza. Nel contesto italiano, dove la partecipazione degli investitori istituzionali domestici rimane inferiore rispetto ad altri paesi europei, la diffusione di pratiche di governance trasparenti e di strumenti di allineamento efficaci può contribuire a rafforzare la fiducia nel settore.

2.3 Il ciclo di vita del fondo

Per comprendere come opera un fondo di private equity è utile osservare il suo ciclo di vita. Ogni fondo segue infatti una sequenza temporale abbastanza definita, articolata in diverse fasi che si susseguono nel tempo e che incidono sia sull'operatività sia sui flussi finanziari. In linea teorica, la durata di un fondo è pari a circa dieci anni. Nella pratica, però, questo orizzonte può estendersi fino a dodici o quindici anni. Ciò è dovuto al fatto che alle fasi centrali di investimento e disinvestimento si aggiungono periodi preparatori iniziali e possibili proroghe finali, necessarie per completare l'uscita dalle partecipazioni ancora in portafoglio.



Figura 3 - Timeline di un fondo di PE

Fonte: rielaborazione da Caselli "Private Equity, Bocconi 2023", Luciano (2025).

La rappresentazione grafica del ciclo di vita del fondo, comunemente denominata timeline, illustra la sequenza temporale delle principali attività e milestone che scandiscono l'evoluzione del veicolo di investimento dalla sua costituzione fino alla liquidazione finale. Come evidenziato nella Figura 3, il ciclo si articola in quattro macro-fasi principali: la raccolta del capitale (*fundraising*), il periodo di investimento (*investing*), la fase di creazione di valore e gestione del portafoglio (*managing and monitoring*), e infine il periodo di disinvestimento e distribuzione dei proventi agli investitori (*exiting*). Le diverse fasi del ciclo di vita di un fondo sono teoricamente distinte, ma nella pratica tendono spesso a sovrapporsi. È frequente che alcune attività proseguano mentre altre sono già iniziate, soprattutto nei periodi di transizione tra investimento e disinvestimento.

Il ciclo prende avvio con la fase di *fundraising*, una delle fasi più delicate per il successo del fondo, dove i GP raccolgono i commitments da parte degli investitori. A seconda delle condizioni di mercato e dall'abilità del team, il periodo di raccolta può durare da pochi mesi fino a due anni.

Si osserva come il first closing della raccolta di capitale consente al fondo di iniziare a operare una volta raggiunta una soglia minima di capitale. Seguono poi closing intermedi e final closing, in cui si raggiunge il target size prefissato e si può definire terminato il periodo di raccolta. Parallelamente, il GP definisce tutti gli aspetti legali e organizzativi del fondo, predisponendo documenti fondamentali come il Limited Partnership Agreement, il Private Placement Memorandum e la Subscription Documentation. Durante la fase di fundraising, l'elemento essenziale per la riuscita è sicuramente la capacità del GP di costruire relazioni solide con potenziali investitori, dimostrando un track record convincente, e competenze distintive nell'esecuzione degli investimenti. La credibilità e la trasparenza nella comunicazione, oltre all'allineamento di interessi tra LP e GP, sono quindi due caratteristiche che permettono di attrarre commitments notevoli in un contesto di mercato caratterizzato da crescente competizione per il capitale disponibile. I LP, nel frattempo, dirigono processi di due diligence approfonditi per valutare la coerenza della proposta di investimento rispetto alle condizioni di mercato.

Il successo nella raccolta del capitale segna l'avvio della fase operativa vera e propria. Il fondo entra nel periodo di investimento, una fase che si estende generalmente per quattro – sei anni a partire dal first closing. Durante questo arco temporale, il GP è impegnato nell'identificazione, valutazione e acquisizione di partecipazioni in società target che rispondano ai criteri di investimento definiti nella strategia del fondo. Il processo di investimento inizia con l'attività di deal sourcing, ossia la ricerca delle opportunità di investimento attraverso reti relazionali e/o canali intermediari. Segue una fase di screening preliminare per verificare la coerenza delle opportunità individuate con la strategia e i parametri del fondo, e solo le opportunità che superano questa fase vengono poi sottoposte a due diligence approfondita. Il processo prosegue con la negoziazione delle condizioni di acquisizione con i venditori, per concludersi con l'esecuzione dell'operazione e perfezionamento degli accordi contrattuali. Il capitale non viene versato interamente al momento del closing del fondo, ma viene richiamato progressivamente mediante “*capital call*” emesse dai GP man mano che si concretizzano le opportunità di investimento. Gli investitori in questo modo riescono a mantenere il capitale non ancora utilizzato in investimenti alternativi, ottimizzando la gestione complessiva del loro portafoglio e mantenendo liquidità per far fronte a richieste di capitale senza preavviso.

Mentre prosegue il deployment del capitale, i GP devono simultaneamente gestire le partecipazioni già acquisite. Nello specifico, è interessante osservare come la fase di value creation e gestione del portafoglio non coincidono con un momento preciso, ma si sviluppa lungo più anni e si sovrappone sia al periodo di investimento sia alla fase di disinvestimento. Una volta acquisita la partecipazione, il GP non rimane un semplice azionista finanziario, dal momento che il suo coinvolgimento si estende alla governance e alle scelte strategiche della società in portafoglio. L'obiettivo è migliorare il più possibile la performance dell'impresa, in modo da accrescerne il valore e quindi il rendimento dell'investimento. Le iniziative possono assumere forme diverse. In alcuni casi si interviene sull'organizzazione interna, rivedendo processi produttivi o riducendo inefficienze. In altri si punta sulla crescita dei ricavi, attraverso l'ingresso in nuovi mercati o il rafforzamento della presenza commerciale. Per configurare al meglio la scelta del management, vengono inserite nel team alcune figure più esperte e con esperienze pregresse. Anche la struttura finanziaria può essere oggetto di revisione, soprattutto quando vi sono margini per ottimizzare il costo del capitale.

Il monitoraggio continuo delle società in portafoglio accompagna l'intera operazione. I GP partecipano ai consigli di amministrazione, mantengono un dialogo regolare con il management e analizzano con continuità i risultati operativi. Vengono redatti documenti di reporting che consentono di confrontare l'andamento effettivo con le previsioni iniziali, individuando eventuali scostamenti che richiedano interventi correttivi. Non si tratta soltanto di detenere una partecipazione, ma di contribuire attivamente alla gestione e allo sviluppo dell'impresa.

La fase conclusiva del ciclo è quella del periodo di *harvest* o disinvestimento. Essa si estende generalmente dal quinto anno fino alla chiusura del fondo. In questa fase i GP valutano le diverse opzioni di uscita che si vengono a creare. La vendita a un operatore industriale è l'uscita più frequente, soprattutto quando vi sono sinergie evidenti che possono giustificare un premio sul prezzo. Altre alternative, utilizzate in misura minore rispetto alla prima, sono il secondary buyout, ossia la cessione ad un altro fondo e la quotazione in borsa tramite IPO. La scelta della strategia di exit non dipende da un unico fattore, ma vengono presi in considerazione aspetti come l'andamento del settore di riferimento, le caratteristiche della società e le preferenze degli stakeholder coinvolti.

Anche un investimento ben gestito può produrre risultati inferiori alle aspettative se realizzato in una condizione di mercato sfavorevole, in quest'ottica il timing dell'exit risulta di cruciale importanza per il rendimento finale. I GP monitorano quindi costantemente il contesto economico per trovare finestre di opportunità che massimizzino il valore. Particolare attenzione viene posta sulla qualità della comunicazione e la chiarezza nella rendicontazione, non solo per chiudere correttamente il fondo, ma anche per preparare eventuali future iniziative di raccolta.

Un elemento utilizzato per descrivere l'andamento dei flussi di cassa e dei rendimenti dal punto di vista degli investitori è il cosiddetto *effetto J – curve*. Nei primi anni di vita del fondo, i LP registrano flussi di cassa negativi determinati dai capital call per finanziare gli investimenti e dalle management fee corrisposte al GP per la gestione del fondo. In questa fase iniziale, il Net Asset Value del fondo tende a rimanere al di sotto del capitale investito poiché le partecipazioni acquisite di recente vengono generalmente valorizzate al valore di costo o con write-down prudenziali. Contemporaneamente i benefici delle iniziative di value creation implementate non si sono ancora materializzati. Questo andamento genera un profilo di rendimento che, come possiamo vedere dalla Figura 4, assume la forma della lettera “J”, una fase iniziale discendente seguita da una risalita nel tempo.

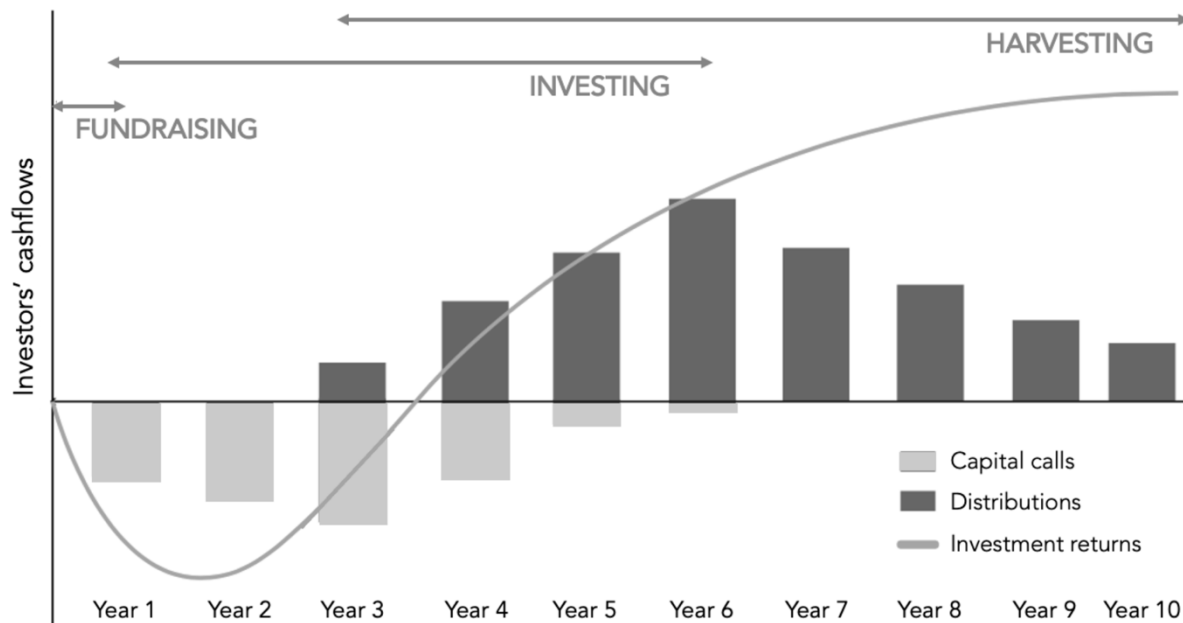


Figura 4 - Effetto "J-curve"

Fonte: "A thorough understanding of PE", CACEIS (2010).

Man mano che il fondo matura e le società in portafoglio realizzano i piani di sviluppo previsti, i rendimenti iniziano a migliorare. Le prime exit generano distribuzioni che cominciano a compensare gli esborsi effettuati, mentre le valutazioni delle partecipazioni ancora in portafoglio si incrementano riflettendo i progressi conseguiti. Nella fase finale del ciclo di vita, quando la maggior parte degli investimenti viene realizzata, i flussi di cassa diventano nettamente positivi e i rendimenti complessivi si attestano auspicabilmente su livelli superiori alle aspettative iniziali. Di norma intorno al quarto o quinto anno, si verifica il momento in cui i flussi cumulati tornano positivi, il cosiddetto breakeven point. Il raggiungimento del breakeven dipende da molteplici fattori, come ad esempio la condizione del contesto di mercato o le tempistiche previste per la messa in pratica della strategia. Un contesto instabile contribuisce a posticipare questo momento, mentre periodi di stabilità economica e geopolitica favoriscono la riduzione delle tempistiche. In alcuni casi vengono ridotte le commissioni, proprio per evitare che l'estensione si trasformi in un semplice rinvio.

Alla fine del periodo, estensioni comprese, le partecipazioni ancora presenti devono essere liquidate o trasferite, e il capitale residuo distribuito. È un passaggio tecnico, ma anche

reputazionale dato che il modo in cui si chiude un fondo influisce sulla capacità del GP di raccogliere il successivo. Va poi considerato un aspetto spesso sottovalutato, i gestori raramente operano su un solo fondo alla volta. Di solito si ritrovano a seguire contemporaneamente più di un veicolo SPV, in fasi diverse: uno in disinvestimento, uno nel pieno del periodo di investimento e magari un terzo in fase di raccolta. Per garantire continuità operativa ed evitare di creare tensioni nella gestione delle risorse, i gestori dei fondi si affidano alle regole di governance in materia di trasparenza.

Comprendere il ciclo di vita non è utile soltanto agli investitori, ma anche le imprese che valutano l'ingresso di un fondo dovrebbero considerare in quale fase si trovi l'SPV. Un fondo all'inizio del periodo di investimento dispone di più tempo e può sostenere strategie di crescita gradualmente, mentre un fondo prossimo alla scadenza potrebbe avere incentivi più orientati all'uscita. Questo è un aspetto che spesso viene trascurato, ma che incide in modo concreto sulla natura della partnership. La consapevolezza di queste dinamiche consente agli imprenditori e ai manager di selezionare il partner finanziario più adatto alle proprie esigenze e di negoziare condizioni coerenti con gli obiettivi di entrambe le parti.

2.4 Le metriche di rendimento

Valutare la performance di un fondo di private equity non è immediato. A differenza degli strumenti quotati, per i quali il prezzo di mercato è osservabile in modo continuo, gli investimenti in private equity riguardano attività illiquide, con flussi di cassa distribuiti nel tempo e orizzonti di durata spesso decennali. Questo rende necessarie metriche di valutazione specifiche, capaci di cogliere non solo il rendimento finale ma anche la distribuzione temporale dei flussi.

La misurazione delle performance è centrale sia per i LP, chiamati a decidere come allocare il capitale tra fondi alternativi, che per i GP la cui remunerazione è legata ai risultati effettivamente realizzati. Si tratta quindi di un aspetto che incide direttamente sugli incentivi e sulla reputazione degli operatori. Kaplan & Schoar (2005) sottolineano come l'analisi dei rendimenti nel private equity non possa essere ridotta ad un unico KPI, ma è necessario considerare anche la performance paragonata ad altre asset class e il timing dei flussi di cassa, che nel private equity assume un ruolo particolarmente rilevante.

Il framework di misurazione delle performance nel private equity si articola attorno a due categorie principali di indicatori:

- Le metriche basate sui flussi di cassa attualizzati, che incorporano il valore temporale del denaro.
- I multipli del capitale investito, che forniscono una misura immediata della creazione di valore in termini assoluti.

Ciascuna categoria presenta vantaggi e limitazioni specifiche, ragione per cui la prassi di settore raccomanda l'utilizzo congiunto di diversi indicatori per ottenere una rappresentazione completa della performance di un fondo. Le linee guida IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) e le raccomandazioni dell'ILPA (Institutional Limited Partners Association) definiscono standard metodologici condivisi che favoriscono la comparabilità dei dati tra operatori. La metrica che si basa sui flussi di cassa attualizzati maggiormente utilizzata è:

- IRR: l'Internal Rate of Return, denominato anche Tasso Interno di Rendimento (TIR), rappresenta la metrica di rendimento più diffusa nell'industria del private equity. Tale indicatore costituisce una delle più importanti misure di performance per la valutazione

della redditività dei singoli investimenti e del portafoglio complessivo. L'IRR riproduce il tasso di sconto che rende nulla la differenza tra il valore attuale netto dei flussi di cassa in uscita e di quelli in entrata di un progetto di investimento, ovvero il tasso di rendimento annuo medio prodotto dall'investimento. Matematicamente, l'IRR è definito come il valore di “r” che risolve l'equazione:

$$\sum \frac{CF_t}{(1+r)^t} = 0$$

dove CF_t rappresenta il flusso di cassa netto al tempo t . I flussi di cassa si distinguono in flussi in uscita, che si riferiscono all'acquisto di quote aziendali e a probabili investimenti successivi per l'incremento del capitale (capital calls), e flussi in entrata, relativi alla vendita di quote di proprietà della società ed ulteriori entrate connesse a possibili dividendi ottenuti nel periodo dell'investimento (distribuzioni). L'Internal Rate of Return (IRR) è l'indicatore più utilizzato per sintetizzare queste dinamiche. La sua utilità risiede nel fatto che esprime in un'unica percentuale annualizzata sia l'entità dei flussi sia la loro distribuzione nel tempo. Questo aspetto è particolarmente rilevante in un contesto, come quello del private equity, in cui i cash flow non sono regolari né prevedibili.

L'IRR non è esente da criticità, infatti, come osserva Phalippou (2008), l'indicatore presuppone implicitamente il reinvestimento dei flussi intermedi allo stesso tasso di rendimento, ipotesi difficilmente realistica nella pratica. Ne consegue una probabile sovrastima della performance nei casi in cui le distribuzioni avvengano in modo anticipato, con il rischio di incentivare strategie di uscita troppo rapide. Inoltre, trattandosi di una misura assoluta, l'IRR non consente un confronto diretto con benchmark di mercato.

Per attenuare tali limiti è stato introdotto il Modified Internal Rate of Return (MIRR), che incorpora ipotesi di reinvestimento più coerenti con le condizioni effettive di mercato e fornisce una rappresentazione meno distorta del rendimento.

Il MIRR assume che i flussi positivi vengano reinvestiti al costo del capitale o al rendimento medio di mercato, mentre i flussi negativi vengono attualizzati al tasso di finanziamento dell'investitore. Questa correzione produce effetti rilevanti: secondo i documenti INSEAD (2019), il passaggio dall'IRR al MIRR riduce i rendimenti apparenti

dei fondi con performance stellari e distribuzioni precoci, portandoli a valori più ragionevoli.

Accanto all'IRR, che esprime il rendimento in termini annualizzati, nel private equity vengono utilizzati anche indicatori basati sui multipli del capitale investito. Questi strumenti non si concentrano sulla dimensione temporale, ma sul valore complessivamente generato rispetto all'investimento iniziale. La loro forza risiede nella semplicità: indicano in modo diretto quante volte il capitale conferito è stato restituito agli investitori. Proprio per questa immediatezza vengono spesso utilizzati come riferimento sintetico nella valutazione dei risultati di un fondo. Questa prospettiva, tuttavia, è complementare e non sostitutiva rispetto all'IRR, poiché non tiene conto del fattore tempo, che nel private equity può incidere in modo significativo sulla qualità del rendimento.

- MOIC: il Multiple on Invested Capital, noto anche come Money Multiple o Cash-on-Cash Multiple, esprime il rapporto tra il valore totale generato dall'investimento e il capitale effettivamente versato.

$$MOIC = \frac{\text{Valore totale dell'investimento}}{\text{Capitale investito}}$$

Un MOIC pari a 2,0x indica che l'investitore ha raddoppiato il proprio capitale, mentre valori inferiori all'unità segnalano una perdita in termini assoluti. Di solito viene considerata una soglia minima di riferimento fissata ad un MOIC di 2,0x per le operazioni di buyout, mentre per il venture capital le aspettative tendono a essere più elevate a causa del maggior rischio. Il MOIC presenta un limite evidente: non tiene conto del tempo necessario per generare il rendimento. Un multiplo pari a 2,0x può avere significati molto diversi a seconda dell'orizzonte temporale. Se viene realizzato in tre anni, indica una performance decisamente più solida rispetto allo stesso risultato ottenuto in dieci anni. Tuttavia, questa differenza non emerge dal semplice valore numerico del multiplo, che rimane identico in entrambi i casi.

- TVPI: il Total Value to Paid-In rappresenta la versione più completa del multiplo del capitale e misura il rapporto tra il valore totale del fondo, costituito dalla somma delle distribuzioni cumulate e del Net Asset Value residuo, e il capitale versato dai Limited Partners:

$$TVPI = \frac{(Distribuzioni + NAV\ residuo)}{Capitale\ versato}$$

Questo indicatore può essere scomposto in due componenti che forniscono informazioni complementari sullo stato di avanzamento del fondo nel proprio ciclo di vita. La prima componente è il Distributed to Paid-In (DPI), che misura il rapporto tra le distribuzioni effettivamente restituite agli investitori e il capitale versato, rappresentando quindi la quota di rendimento già realizzata e liquidata:

$$DPI = \frac{Distribuzioni\ cumulate}{Capitale\ versato}$$

La seconda componente è il Residual Value to Paid-In (RVPI), che esprime il rapporto tra il valore residuo del portafoglio, stimato attraverso il NAV, e il capitale versato. Tale indicatore rappresenta la quota di rendimento potenziale ancora da realizzare:

$$RVPI = \frac{NAV\ residuo}{Capitale\ versato}$$

L'evoluzione di questi indicatori nel corso del ciclo di vita del fondo segue un pattern caratteristico: nelle fasi iniziali il TVPI è sostenuto prevalentemente dall'RVPI, che riflette le valutazioni del portafoglio in costruzione, mentre il DPI rimane contenuto o nullo. Con il progredire del fondo verso la fase di disinvestimento, il DPI cresce progressivamente a scapito dell'RVPI, fino a coincidere con il TVPI alla liquidazione completa del portafoglio. L'andamento del grafico è coerente con il cosiddetto effetto "J-curve": nei primi anni i rendimenti sono spesso negativi o contenuti, mentre la fase con la maggior creazione di valore si concentra nella seconda parte della vita del fondo. Va inoltre considerato che il NAV residuo, a differenza delle distribuzioni che rappresentano flussi di cassa effettivamente incassati dagli investitori, non deriva da prezzi di mercato osservabili ma

da valutazioni stimate dal General Partner. Sebbene le linee guida IPEV forniscano criteri condivisi per queste stime, una componente di discrezionalità rimane inevitabile, soprattutto in presenza di contesti di mercato instabili. Jenkinson et al. (2013) hanno mostrato come questa discrezionalità possa influenzare le metriche di performance, soprattutto per i fondi più giovani con portafogli ancora in gran parte da realizzare.

L'IRR e i multipli, presi singolarmente, non permettono di capire se il fondo ha fatto meglio o peggio rispetto a un investimento alternativo sui mercati pubblici. Per rispondere a questa domanda è stato sviluppato il Public Market Equivalent (PME), introdotto da Long & Nickels (1996) e formalizzato da Kaplan & Schoar (2005). L'idea è semplice: si costruisce un portafoglio teorico che investe in un indice di mercato seguendo gli stessi flussi di cassa del fondo di private equity. Si investe nell'indice ogni volta che c'è un capital call e si disinveste ogni volta che c'è una distribuzione. Il PME è il rapporto tra il valore finale di questo portafoglio teorico e quello del fondo, un valore superiore a 1 indica che il private equity ha battuto il mercato pubblico. I risultati ottenuti con l'approccio comparativo suggeriscono più di quanto appaia e sono tutt'altro che univoci. Kaplan & Schoar (2005), analizzando un ampio campione di fondi statunitensi, hanno rilevato che il rendimento medio netto del private equity risultava in linea con quello dell'S&P 500. Tuttavia, la dispersione tra fondi era molto elevata a conferma delle differenze significative nella capacità dei singoli gestori ad ottenere profitti. Ricerche successive hanno restituito un quadro parzialmente diverso: Harris et al. (2014), ad esempio, documentano una sovraperformance media del private equity compresa tra il 20% e il 27% sull'intero ciclo di vita del fondo, pur evidenziando forti variazioni tra diverse annate e strategie. L'analisi suggerisce che il contesto temporale e la scelta del benchmark del fondo incidano in modo sostanziale sui risultati osservati. L'S&P 500 è spesso utilizzato come benchmark per i fondi americani, ma può risultare poco rappresentativo nel caso di strategie focalizzate su settori specifici o su aree geografiche differenti come quella europea o asiatica. Ad esempio, per il venture capital, indici small-cap possono offrire un confronto più coerente.

Un elemento che sicuramente distingue il private equity da molte altre asset class riguarda la persistenza della performance, come mostrano i risultati ottenuti da Kaplan & Schoar (2005) le performance tendono a ripetersi tra fondi successivi gestiti dallo stesso GP. Le organizzazioni che hanno performato bene in passato presentano una probabilità maggiore di replicare tali risultati.

Questa evidenza si discosta da quanto osservato nei fondi comuni tradizionali, dove la persistenza appare debole o assente. La spiegazione più accreditata risiede nelle competenze cumulative dei gestori migliori, come accesso privilegiato alle opportunità, e capacità di intervento operativo nelle società partecipate. In quest'ottica, l'attenzione al track record storico nei processi di due diligence non rappresenta soltanto una prassi consolidata, ma trova un fondamento empirico.

Nel complesso, la valutazione della performance nel private equity non può essere affidata a un singolo indicatore. L'IRR consente di cogliere il rendimento annualizzato, ma incorpora ipotesi di reinvestimento discutibili. I multipli - MOIC, TVPI, DPI e RVPI - permettono invece di distinguere tra valore già realizzato e valore ancora potenziale. Il PME, infine, offre uno strumento per confrontare la performance con i mercati pubblici. È l'uso congiunto di queste metriche, interpretate alla luce della fase del ciclo di vita del fondo e delle condizioni di mercato dell'annata di riferimento, a fornire un quadro realmente informativo. Solo attraverso questa lettura integrata gli investitori possono formulare valutazioni più consapevoli sulla qualità dei gestori e sull'allocazione del capitale.

Capitolo 3 – Domanda ed Offerta

3.1 Analisi della domanda

L'analisi della domanda nel mercato italiano del private equity richiede la comprensione delle specificità del tessuto imprenditoriale nazionale. La natura della domanda costituisce un elemento fondamentale per valutare il grado di maturità dell'ecosistema finanziario nazionale e per identificare le opportunità di intervento degli operatori di private equity nel supportare la crescita dimensionale e competitiva delle imprese italiane. La struttura del tessuto imprenditoriale italiano incide in modo diretto sulla configurazione della domanda di private equity. La prevalenza di piccole e medie imprese, molto spesso a controllo familiare, delinea un tratto distintivo dell'intero sistema produttivo nazionale. I dati ISTAT mostrano che il 95% delle imprese italiane impiega meno di dieci dipendenti, mentre le realtà con oltre 250 addetti costituiscono appena lo 0,1% del totale (ISTAT, 2023). Questo dato evidenzia una frammentazione dimensionale marcata, che si accompagna a una concentrazione proprietaria altrettanto significativa. Secondo l'Osservatorio AUB, infatti, circa l'85% delle imprese italiane presenta una struttura riconducibile a una o più famiglie (Osservatorio AUB, 2023). Questo modello proprietario favorisce sicuramente stabilità e visione di lungo periodo, ma espone le imprese a criticità rilevanti nei momenti di transizione generazionale. Le evidenze riportate dalla PwC Family Business Survey (2023) indicano che solo il 30% delle imprese familiari arriva alla seconda generazione e appena il 13% arriva alla terza. Si tratta di un dato che aiuta a comprendere perché il capitale di rischio possa assumere un ruolo strategico non solo finanziario, ma anche continuativo.

Le caratteristiche strutturali precedentemente descritte generano fabbisogni specifici. La letteratura (De Massis et al., 2008; Caselli, 2023) individua due direttrici principali: il sostegno alla crescita organica e l'accompagnamento nei percorsi di internazionalizzazione. In particolare, per sostegno alla crescita organica si intende di ricorrere a strumenti di finanziamento quando la generazione di cassa interna non è sufficiente a finanziare nuovi investimenti e il ricorso al debito risulta limitato da vincoli di indebitamento. Mentre per espansione verso percorsi di internazionalizzazione si fa riferimento all'espansione verso mercati esteri attraverso risorse e competenze che spesso non sono presenti all'interno della struttura aziendale. Non a caso, secondo

AIFI, circa il 35% delle operazioni di expansion financing nel 2024 ha avuto come obiettivo esplicito il supporto all'internazionalizzazione (AIFI-PwC, 2024).

Coerentemente a quanto descritto, la composizione dimensionale delle imprese target riflette questa struttura. Nel 2024, l'80% delle 732 operazioni di investimento ha riguardato imprese con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, per un ammontare complessivo pari a 14,9 miliardi di euro, in crescita dell'83% rispetto all'anno precedente (AIFI-PwC, 2024). Tuttavia, all'interno di questo aggregato emergono differenze significative. Le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni rappresentano il 45% delle operazioni ma solo il 12% dei capitali investiti, mentre il segmento tra 10 e 50 milioni, vero nucleo del mid-market italiano, concentra il 35% delle operazioni e il 38% dell'ammontare complessivo.

La distribuzione territoriale accentua ulteriormente queste asimmetrie. Come si può vedere dalla Figura 5, l'82% dell'ammontare investito nel 2024 si concentra nelle regioni settentrionali, per circa 12,2 miliardi di euro, con una crescita del 99% rispetto al 2023 (AIFI-PwC, 2024, p. 43). Questa concentrazione non è casuale, poiché riflette la presenza di un tessuto imprenditoriale strutturato, ecosistemi finanziari maggiormente sviluppati e una maggiore apertura verso forme di capitale esterno.

Tra le regioni dell'area settentrionale, la Lombardia emerge come polo dominante, assorbendo il 36% del totale nazionale. Il peso della regione è riconducibile alla densità di imprese dimensionalmente compatibili con investimenti istituzionali e alla concentrazione di intermediari specializzati. Il Centro Italia, con il 10% del mercato, mostra una struttura produttiva più orientata ai servizi e meno caratterizzata da realtà manifatturiere di scala adeguata. Il quadro del Mezzogiorno, invece, presenta elementi che meritano un'analisi più approfondita. Il Sud e le Isole, pur fermandosi al 6% dell'ammontare totale (circa 900 milioni), evidenziano un incremento del 157% che segnala una trasformazione qualitativa significativa favorita dall'introduzione di incentivi fiscali mirati e dall'attivazione di strumenti di garanzia pubblica che riducono il rischio percepito dagli investitori. La geografia della domanda riflette pertanto l'interazione complessa tra dotazioni di capitale sociale, maturità dei sistemi finanziari locali e grado di apertura culturale delle comunità imprenditoriali (AIFI-PwC, 2024, p. 43).

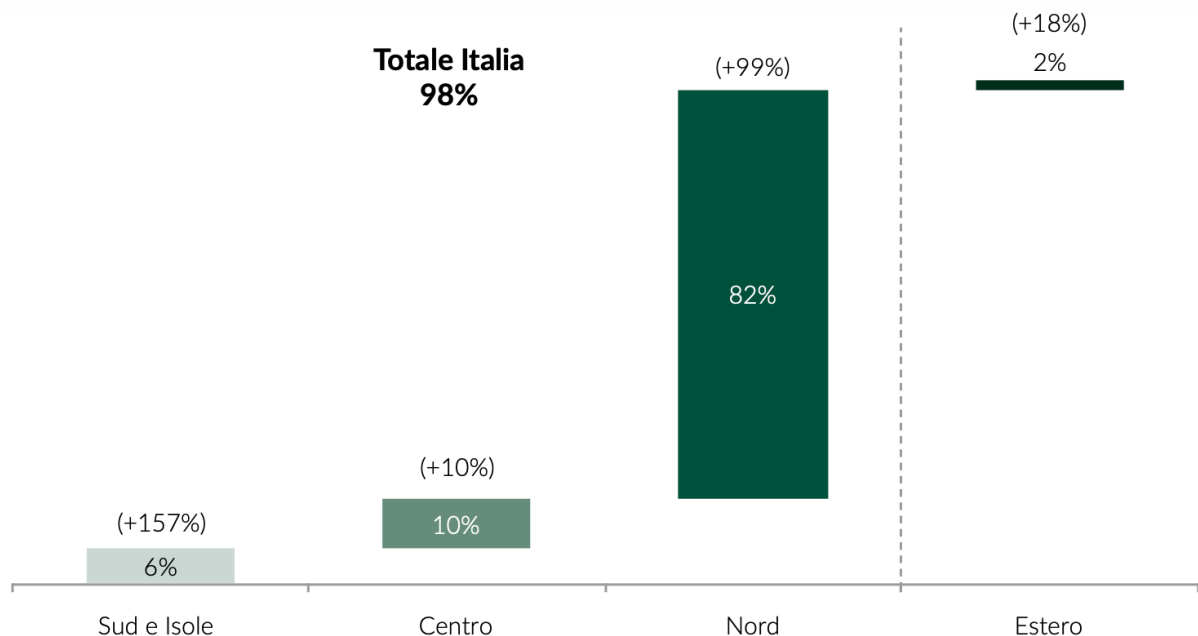


Figura 5 - Distribuzione geografica dell'ammontare investito nel mercato italiano di PE (2024)

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

L'analisi della distribuzione del numero di operazioni per regione, come riportato nella Figura 6, conferma e approfondisce questo quadro. La Lombardia si conferma leader indiscussa con 286 operazioni realizzate nel 2024, pari al 39% del totale nazionale, seguita da Lazio con 54 operazioni (7,5%), Veneto con 54 operazioni (7,5%) e Piemonte con 48 operazioni (6,8%) (AIFI-PwC, 2024, p. 44). L'analisi cambia ulteriormente se, oltre ai volumi investiti, si considera il numero delle operazioni concluse. In questo caso la concentrazione geografica appare ancora più marcata nelle regioni settentrionali. Qui, non solo si realizzano soltanto le operazioni di importo più elevato, ma anche un numero nettamente superiore di transazioni di piccola e media dimensione. Il divario aumenta in modo chiaro spostandosi verso il Mezzogiorno. Al sud, il numero di operazioni rimane contenuto e si accompagna a valori medi più bassi: circa 15 milioni di euro per operazione, contro i 22 milioni del Nord e i 18 milioni del Centro. Il dato riflette, in parte, la dimensione media più ridotta delle imprese locali. Allo stesso tempo, suggerisce una maggiore cautela da parte degli investitori, che tendono a privilegiare operazioni di entità più limitata in contesti percepiti come più rischiosi. Abruzzo, Sicilia, Calabria e Molise registrano complessivamente meno di 20 operazioni. Si tratta di numeri che confermano la persistenza di un accesso disomogeneo al capitale

di rischio e che contribuiscono a mantenere, talvolta ad amplificare, i divari economici tra le diverse aree del Paese.

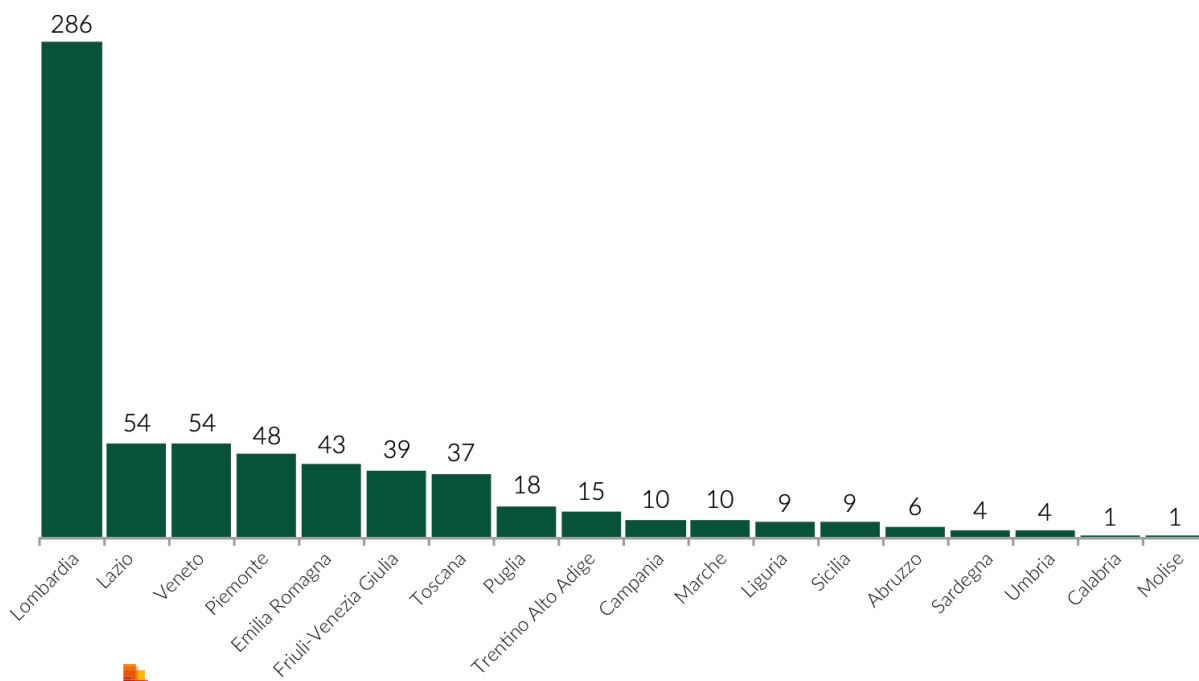


Figura 6 - Distribuzione regionale del numero di investimenti nel mercato italiano

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

La composizione della domanda per tipologia di investimento, illustrata nella Figura 7, riflette la struttura del tessuto imprenditoriale e le diverse fasi del ciclo di vita delle imprese. Le operazioni di buyout e quelle infrastrutturali dominano il mercato in termini di ammontare, rappresentando congiuntamente l'85% del capitale investito nel 2024. Nello stesso anno, i buyout hanno assorbito 6,5 miliardi di euro, pari al 44% dell'ammontare complessivo, distribuiti su 185 operazioni. Si confermano così la modalità prevalente per le transazioni di maggiore dimensione. All'interno di questa categoria, i management buyout risultano particolarmente frequenti, soprattutto nei casi di passaggi generazionali o di dismissioni da parte di gruppi industriali. Su livelli comparabili si collocano gli investimenti in infrastrutture: 6,2 miliardi di euro, pari al 41% del totale, ma distribuiti su sole 39 operazioni. Il dato evidenzia un valore medio di investimento molto elevato, intorno ai 158 milioni di euro, sostenuto principalmente da operazioni di grande scala nel settore

energetico e nelle utilities. La dinamica cambia radicalmente nel segmento early stage. Qui l'ammontare investito si attesta a 927 milioni di euro (6% del totale), ma il numero di operazioni raggiunge quota 437, pari al 60% del complesso delle transazioni. Questo squilibrio tra volumi e numerosità riflette ticket medi contenuti (circa 2,1 milioni di euro) ma segnala al tempo stesso un ecosistema startup attivo e diffuso. Infine, l'expansion financing ha mobilitato 695 milioni di euro attraverso 56 operazioni. Le imprese coinvolte rientrano tipicamente nel segmento con fatturati tra 10 e 50 milioni di euro, e ricorrono al capitale di rischio per sostenere investimenti produttivi o programmi di espansione internazionale. Le operazioni di replacement (500 milioni, 5 operazioni) e turnaround (89 milioni, 10 operazioni) completano il quadro con quote marginali ma significative per specifiche situazioni aziendali (AIFI-PwC, 2024, pag.30).

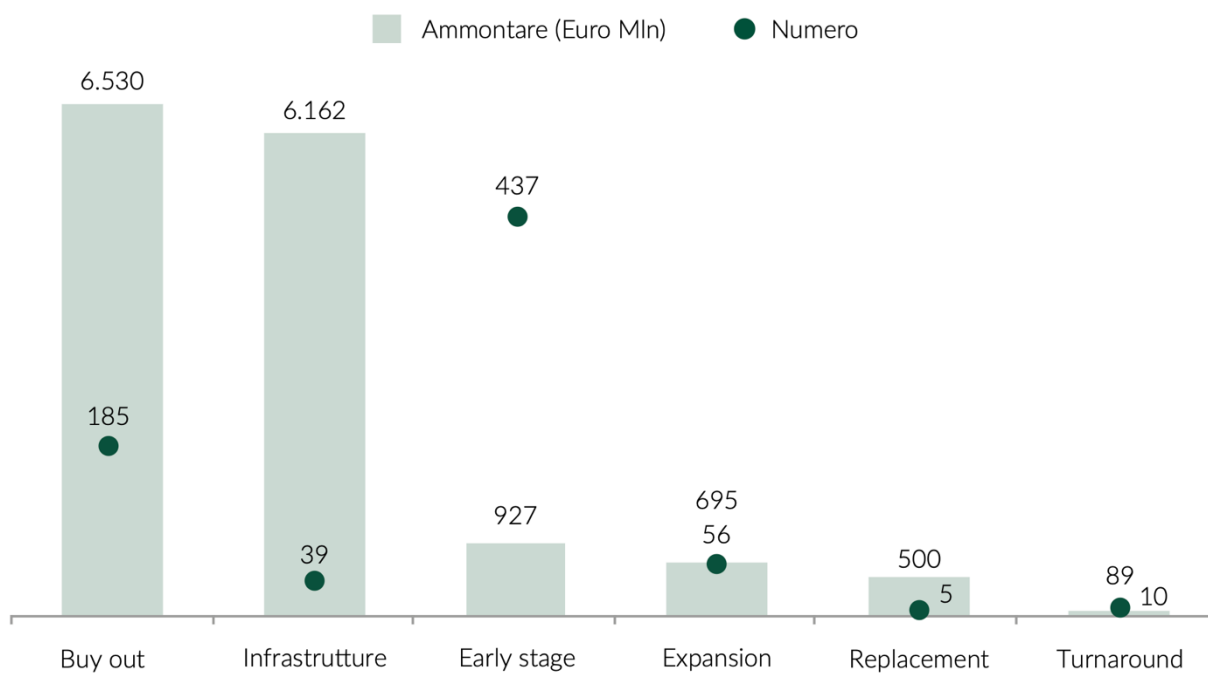


Figura 7 - Distribuzione degli investimenti 2024 per tipologia

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

La segmentazione settoriale della domanda rivela una diversificazione crescente degli ambiti di intervento, con progressivo spostamento verso comparti ad alto contenuto tecnologico e di servizi. I dati AIFI 2024, riassunti nel grafico della Figura 8, evidenziano come i beni e servizi industriali/consumo rappresentino il 26,5% del totale delle operazioni, confermandosi come

principale settore di destinazione degli investimenti e riflettendo la struttura manifatturiera dell'economia italiana, con particolare concentrazione nei comparti della meccanica di precisione, dell'automazione industriale e dei beni strumentali. Al secondo posto per distribuzione settoriale troviamo il settore ICT, con il 16,8% del mercato. Questo dato mostra la crescente attenzione verso imprese tecnologiche e digitali, con focus particolare su software enterprise, cybersecurity, fintech e piattaforme digitali. Subito dopo si colloca il comparto energetico, con il 7,9% del totale, il quale beneficia delle spinte verso la transizione energetica e lo sviluppo di fonti rinnovabili. I beni di consumo rappresentano l'11,2% del mercato, con crescente selettività degli operatori che privilegiano brand con forte identità, posizionamento premium e potenziale di internazionalizzazione, particolarmente nei comparti food & beverage e moda. Ultimo, ma non meno importante, il settore healthcare che rappresenta l'8,3% del mercato, con investimenti prevalentemente concentrati in segmenti specialistici ad alto valore aggiunto quali diagnostica avanzata, medical devices, telemedicina e servizi sanitari integrati (AIFI-PwC, 2024, p. 45).

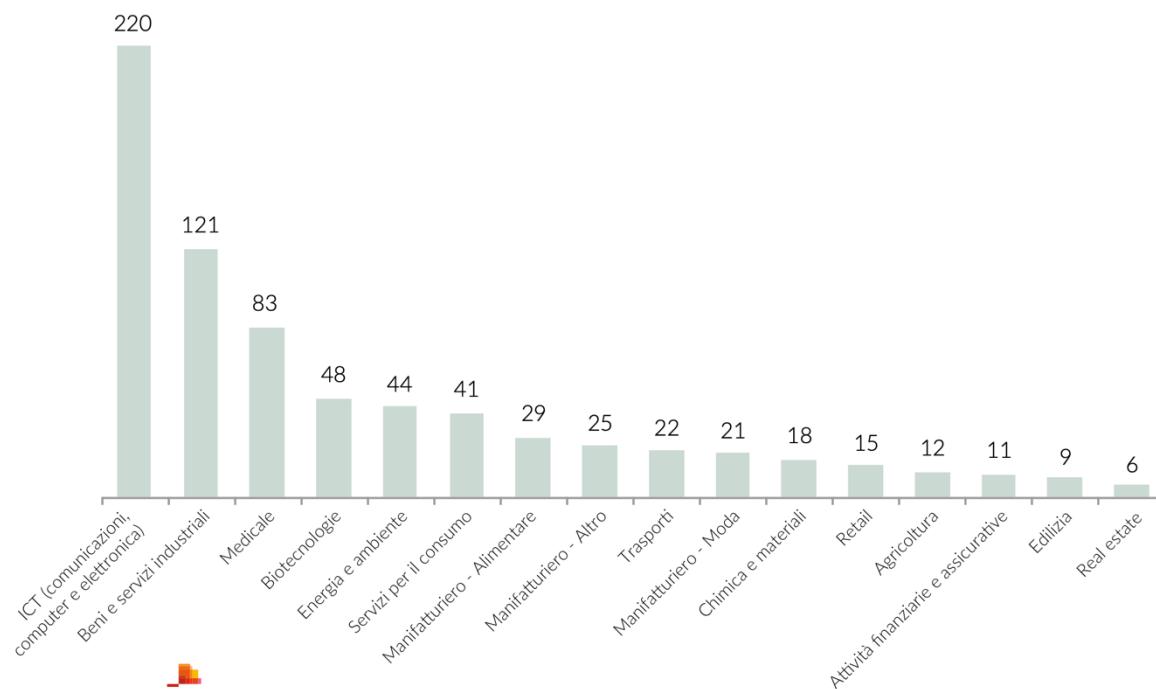


Figura 8 - Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2024

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

Questa diversificazione settoriale esprime sia l'evoluzione delle competenze degli operatori di private equity, sempre più capaci di valutare opportunità in ambiti tecnicamente complessi, sia la

maturazione dell'ecosistema imprenditoriale nazionale, con sviluppo di organizzazioni innovative in settori ad alto valore aggiunto che superano i tradizionali ambiti manifatturieri.

Analizzare la domanda di private equity in Italia significa anche interrogarsi sulle barriere che ne limitano la diffusione. Una delle più rilevanti è di natura culturale ed è dovuta alla presenza delle imprese familiari, nelle quali la proprietà non viene percepita soltanto come leva economica, ma come elemento identitario strettamente legato alla storia dell'impresa. In questo contesto, l'ingresso di un investitore esterno può essere vissuto come una perdita di controllo più che come un'opportunità di crescita. Questa resistenza si traduce spesso in una riluttanza a condividere le decisioni strategiche, in una scarsa familiarità con strumenti finanziari complessi e in una visione del private equity come attore orientato prevalentemente al breve periodo. Si tratta di una percezione che non sempre trova riscontro empirico, ma che continua a influenzare le scelte di molte imprese italiane. Di fianco alla dimensione culturale emerge anche il problema informativo. Dato che la maggior parte delle PMI potenzialmente idonee non conoscono affatto le modalità operative con cui il private equity opera, né i benefici che può generare in termini di crescita e professionalizzazione della governance. Un ulteriore elemento riguarda la complessità dei processi di investimento. Le procedure di due diligence, i tempi necessari per arrivare al closing e i costi connessi all'operazione possono risultare impegnativi, soprattutto per imprese di dimensioni ridotte.

Globalmente, il mercato italiano presenta dunque una domanda concentrata geograficamente e settorialmente, con prevalenza di operazioni nel mid-market e forte presenza di imprese familiari in fasi di sviluppo o transizione generazionale. La frammentazione dimensionale e la struttura proprietaria creano al tempo stesso opportunità e vincoli. Le barriere culturali e informative continuano quindi a incidere sulla dinamica del mercato. Superarle richiede non soltanto disponibilità di capitale, ma anche attività di sensibilizzazione e diffusione di conoscenza da parte degli operatori e delle associazioni di settore. Comprendere questi fattori aiuta a interpretare l'evoluzione del private equity in Italia e a individuare le leve attraverso cui favorire una crescita più equilibrata del sistema imprenditoriale.

3.2 Analisi dell'offerta

Negli ultimi anni la raccolta nel mercato italiano del private equity ha seguito un andamento non lineare, influenzato sia dal contesto macroeconomico che dalle caratteristiche strutturali del sistema finanziario nazionale. Per comprendere la dinamica dell'offerta è utile partire dalla struttura degli operatori attivi, elemento che consente di valutare il grado di concentrazione e la posizione competitiva dell'Italia nel panorama europeo.

Secondo i dati AIFI 2024, in Italia risultano autorizzate circa 180 società di gestione del risparmio, di cui 65 effettivamente attive nel private equity. Il dato colloca il Paese in una posizione intermedia, dato che il mercato appare più frammentato rispetto al Regno Unito, dove operano oltre 300 gestori, ma meno disperso rispetto a realtà comparabili come Spagna e Paesi Bassi. La distribuzione del capitale evidenzia una concentrazione moderata. I primi dieci operatori per asset under management controllano circa il 55–60% del totale gestito (AIFI, 2024; Preqin, 2024). Questo livello suggerisce un equilibrio tra economie di scala e pluralità di modelli operativi, in cui il mercato non è dominato da pochi player. Tra gli operatori più rilevanti figurano investitori internazionali con presenza consolidata in Italia, come Investindustrial, Permira, CVC Capital Partners, Ardian e Cinven. La presenza di questi attori è la dimostrazione di un'integrazione progressiva del mercato italiano all'interno dell'ecosistema europeo.

Gli operatori internazionali realizzano circa il 45% delle operazioni in termini numerici, ma oltre il 60% in termini di ammontare investito, concentrandosi prevalentemente su operazioni di grande dimensione nel segmento buyout. I gestori domestici, invece, mantengono un ruolo centrale nel mid-market e nell'expansion financing. All'interno di questi settori, la conoscenza del tessuto imprenditoriale locale, le relazioni con il sistema bancario nazionale e la capacità di interagire con imprese familiari rappresentano leve competitive non trascurabili (AIFI-PwC, 2024).

Passando all'analisi della raccolta, emerge una forte dipendenza da tre fattori: presenza di investitori istituzionali domestici, attrattività del mercato per capitali esteri e condizioni di liquidità globale. L'andamento del quinquennio 2020-2024, rappresentato nella Figura 9, mette in luce una marcata ciclicità. Nel 2020, in un contesto dominato dall'incertezza pandemica, sono stati registrati 471 investimenti per 6,6 miliardi di euro. Il 2021 ha segnato una ripresa significativa dimostrata dai 654 investimenti e 14,7 miliardi di euro investiti, sostenuti dall'abbondante liquidità

immessa nei mercati dalle banche centrali. Il picco storico si è poi raggiunto nel 2022, con 848 investimenti e 23,7 miliardi di euro, favorito da condizioni finanziarie particolarmente espansive (AIFI-PwC, 2024, p. 27).

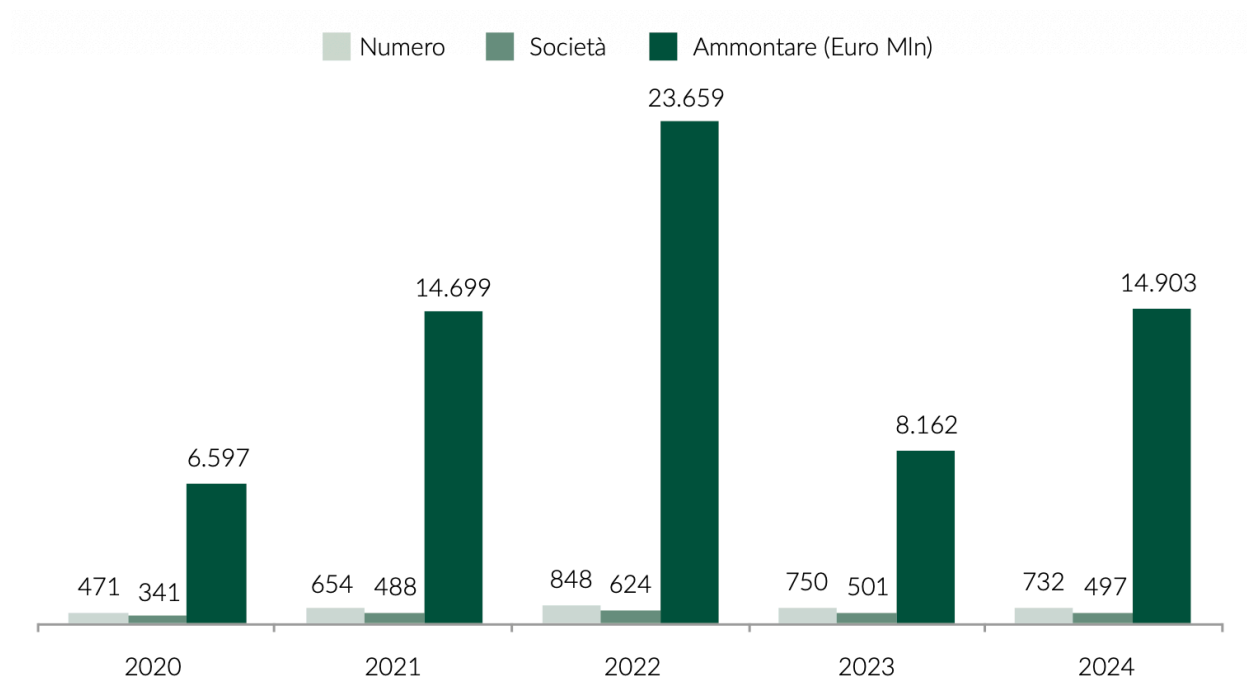


Figura 9 - Trend degli investimenti nel periodo 2020-2024

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

Il 2023 ha segnato una brusca inversione di tendenza, con il mercato che ha registrato una contrazione significativa a 750 investimenti in 501 società per un ammontare di 8,2 miliardi di euro, rappresentando una riduzione del 65% rispetto all'anno precedente in termini di volumi. La motivazione di questa diminuzione risiede dietro l'impatto dell'incremento dei tassi di interesse operato dalle banche centrali per contrastare l'inflazione, il quale ha a sua volta determinato un aumento significativo del costo del debito utilizzato nelle operazioni di buyout e una compressione dei multipli di valutazione. I primi segnali di recupero si possono notare già nel 2024, dove le operazioni concluse sono state 732, distribuite su 497 società, per un ammontare complessivo pari a 14,9 miliardi di euro (AIFI-PwC, 2024, p. 27). Il dato conferma un graduale ritorno di fiducia, pur in un contesto ancora segnato da tassi di interesse elevati. La ripresa non è stata uniforme, ma

sostenuta da valutazioni più allineate ai fondamentali rispetto al picco del 2022 e da una maggiore selettività nella scelta delle operazioni. Inoltre, i segmenti venture capital ed expansion financing hanno mostrato una certa resilienza, essendo meno dipendenti dall'utilizzo della leva finanziaria.

L'inversione del ciclo monetario ha inciso in modo significativo sulle dinamiche del mercato. Il passaggio dei tassi di riferimento della Banca Centrale Europea da livelli negativi nel 2021 a circa il 4% nel 2023 ha comportato un aumento sensibile del costo del debito. I finanziamenti senior, che nel biennio 2021-2022 si collocavano intorno al 2-3%, hanno raggiunto livelli compresi tra il 6% e l'8%. In questo scenario le strutture di leveraged buyout sono diventate più onerose, con effetti immediati sulle valutazioni. I multipli EV/EBITDA si sono ridotti da 12-13x a 9-10x nel periodo 2023-2024, mentre il credito bancario è stato erogato con criteri di underwriting più restrittivi (Preqin, 2024).

Il cambiamento delle condizioni finanziarie non ha inciso soltanto sui volumi complessivi, ma anche sulla provenienza dei capitali. In un contesto di maggiore incertezza, gli investitori internazionali hanno mostrato una sensibilità più accentuata rispetto agli operatori domestici. La distribuzione geografica della raccolta, illustrata nella Figura 10, conferma una persistente dipendenza da fonti estere, ma con oscillazioni significative nel quinquennio 2020-2024. Partendo dal biennio 2020-2021, si può vedere che i capitali domestici rappresentavano circa il 90% della raccolta complessiva, sostenuti da una fase di relativa stabilità e dalla presenza di investitori istituzionali nazionali. Nel 2022 è stato l'inizio della vera e propria inversione: la quota di capitali esteri è salita fino al 45% del totale, riflettendo l'interesse di investitori internazionali attratti da valutazioni ritenute più favorevoli e dalle opportunità offerte dal mid-market italiano. Successivamente, dal 2023, si è instaurato un ritorno della prevalenza dei capitali domestici, rispettivamente all'83% e al 66%, evidenziando sia un rafforzamento degli investitori istituzionali nazionali sia una maggiore cautela degli investitori internazionali nel contesto di tassi di interesse elevati e incertezza geopolitica (AIFI-PwC, 2024, p. 18).

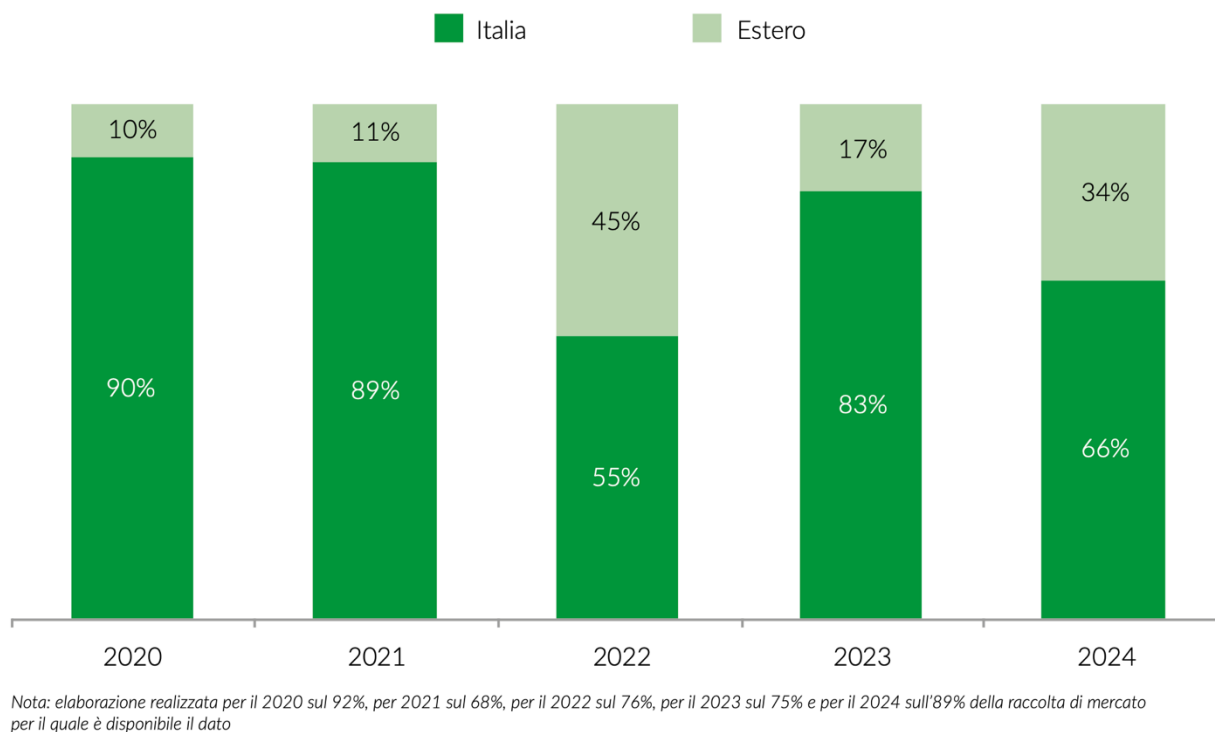


Figura 10 - Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

La composizione degli investitori per tipologia costituisce un ulteriore elemento di analisi essenziale per comprendere le caratteristiche strutturali dell'offerta di capitale. I dati AIFI relativi al confronto tra il 2023 e il 2024, illustrati nella Figura 11, rivelano modificazioni significative nella distribuzione delle fonti di finanziamento. Nel 2023 la raccolta è risultata trainata in misura maggiore dai fondi pensione e dalle casse di previdenza, che hanno contribuito per il 27,7% del totale. A distanza si collocavano le banche (17,6%) e i fondi di fondi privati (14,3%), mentre il settore pubblico rappresentava il 9,6% della raccolta complessiva. Gli investitori individuali si attestavano al 10%, seguiti da family office (7,0%) e compagnie assicurative (4,7%). Le restanti categorie (fondazioni (0,8%), fondi sovrani (0,6%) e altri investitori minori) rivestivano un ruolo più marginale.

La configurazione muta in modo significativo nel 2024, come evidenziato in Figura 11: i fondi pensione, pur mantenendo una posizione centrale, riducono la propria incidenza al 18,7%, mentre il settore pubblico quasi raddoppia la quota, raggiungendo il 17,8%. Si tratta di un riequilibrio non trascurabile, che segnala una maggiore presenza di capitali di matrice istituzionale nazionale.

Parallelamente, cresce in modo marcato il contributo delle assicurazioni, passate dal 4,7% al 10,4%, e soprattutto dei fondi sovrani, che salgono dallo 0,6% al 7,2%. Quest'ultimo dato suggerisce un interesse più deciso da parte di grandi investitori internazionali, spesso caratterizzati da orizzonti di lungo periodo e da una capacità di allocazione significativa (AIFI-PwC, 2024, p. 19).

Al contrario, le banche hanno ridotto drasticamente il proprio contributo dal 17,6% al 9,9%, probabilmente in conseguenza delle maggiori pressioni regolamentari sul capitale derivanti dall'implementazione di Basilea III e dalla necessità di contenere l'esposizione verso asset illiquidi. Anche i fondi di fondi privati hanno visto diminuire la propria quota dall'14,3% all'11,0%, mentre i family offices hanno mantenuto una presenza sostanzialmente stabile al 6,7% (AIFI-PwC, 2024, p. 19).

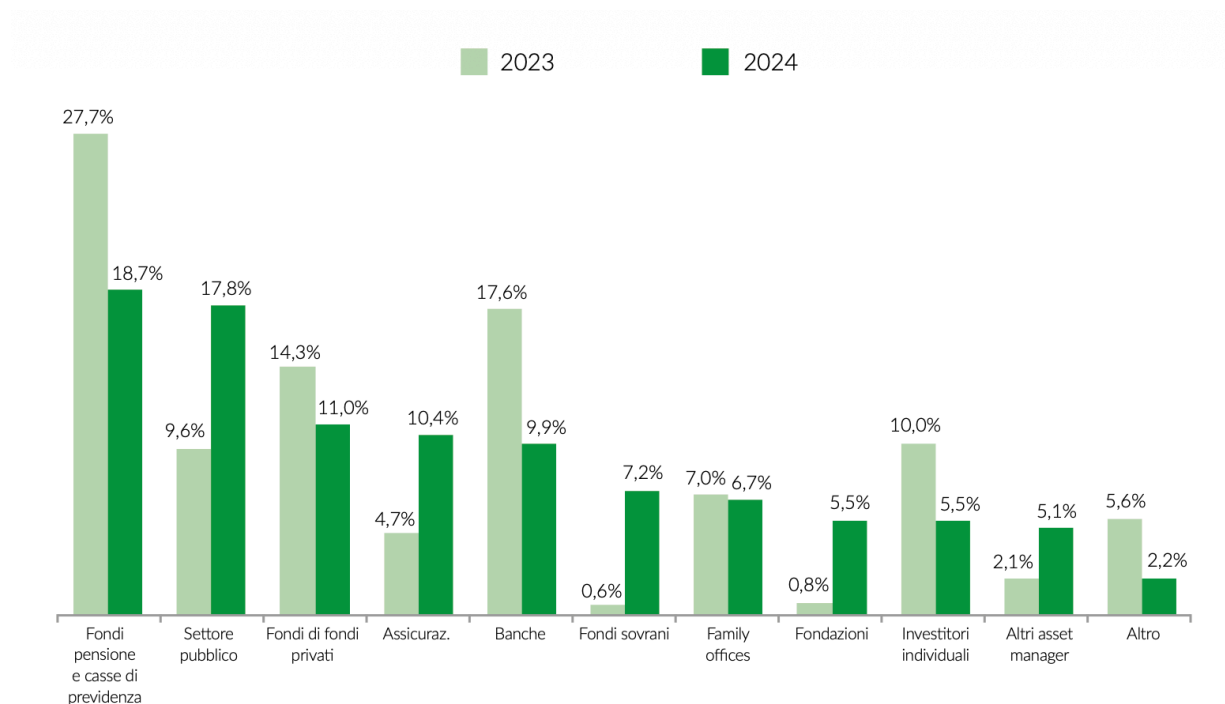


Figura 11 - Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti per tipologia di fonte

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

L'analisi dettagliata delle singole categorie rivela tendenze interpretabili alla luce delle dinamiche del sistema finanziario italiano ed europeo. La riduzione del peso relativo dei fondi pensione, pur in presenza di una loro quota ancora significativa, riflette una maggiore diversificazione geografica

dei portafogli piuttosto che un disimpegno assoluto dal private equity domestico. Nei mercati più maturi, come Stati Uniti e Regno Unito, i fondi pensione rappresentano tradizionalmente la principale fonte di capitale per il private equity, con allocazioni che possono raggiungere il 35-40% della raccolta complessiva. Il caso italiano si discosta in modo evidente da questo modello, principalmente per la frammentazione del sistema previdenziale, che unita a una maggiore propensione verso strumenti obbligazionari e azionari tradizionali, limita l'esposizione agli asset alternativi. Infatti, la quota media di portafoglio destinata al private equity si colloca tra il 3% e il 5%, ben al di sotto del 12-15% registrato nei fondi pensione nord-europei (Preqin, 2024). Questa differenza non è solo quantitativa, ma riflette anche un diverso grado di maturità finanziaria e di tolleranza all'illiquidità.

L'evoluzione recente della base di investitori nel mercato italiano segnala tuttavia alcune trasformazioni strutturali. In primis, il ruolo del settore pubblico si è rafforzato attraverso strumenti come i fondi di fondi gestiti da Cassa Depositi e Prestiti, le iniziative di co-investimento collegate al PNRR e gli incentivi fiscali per le start-up innovative. È importante specificare che il capitale pubblico non si limita a intervenire direttamente, ma tende ad assumere una funzione di catalizzatore, riducendo il rischio percepito dagli operatori privati. In parallelo, i fondi sovrani hanno aumentato in modo significativo la propria presenza tra il 2023 e il 2024, orientandosi prevalentemente verso operazioni large-cap, coerentemente con la loro capacità di impegnare risorse rilevanti su orizzonti temporali estesi. Nello stesso periodo, le pressioni regolamentari hanno contenuto la partecipazione bancaria, mentre le compagnie assicurative hanno incrementato l'esposizione, sfruttando la compatibilità tra passività di lungo termine e natura illiquida degli investimenti in private equity. Inoltre, la presenza crescente di soggetti con ampia disponibilità di capitale, come fondi sovrani e assicurazioni, tende a favorire veicoli di maggiore dimensione e operazioni large-cap. Al contrario, investitori di scala più contenuta rimangono maggiormente concentrati sul mid-market, dove il fabbisogno di capitale è più coerente con la dimensione dei commitment sottoscritti.

Un riscontro empirico riguardo l'analisi dell'ammontare investito per classi dimensionali nel quinquennio 2020–2024, viene illustrato in Figura 12. Qui, si può notare come le operazioni large deal (tra 150 e 300 milioni di euro) e i mega deal (oltre 300 milioni) mostrano un andamento caratterizzato da forte variabilità nel tempo. Il segmento delle transazioni di maggiore dimensione

risulta particolarmente sensibile alle condizioni macrofinanziarie e alla disponibilità di leverage, evidenziando oscillazioni più marcate rispetto al mid-market, tradizionalmente più stabile.

Il 2022 ha ritratto un'anomalia significativa, con i large e mega deal che hanno raggiunto 17,9 miliardi di euro, pari al 76% dell'ammontare totale investito nell'anno, in una configurazione riconducibile a condizioni di mercato particolarmente favorevoli, caratterizzate da ampia disponibilità di capitale, valutazioni elevate e forte attività di deal-making a livello europeo (AIFI-PwC, 2024, p. 33).

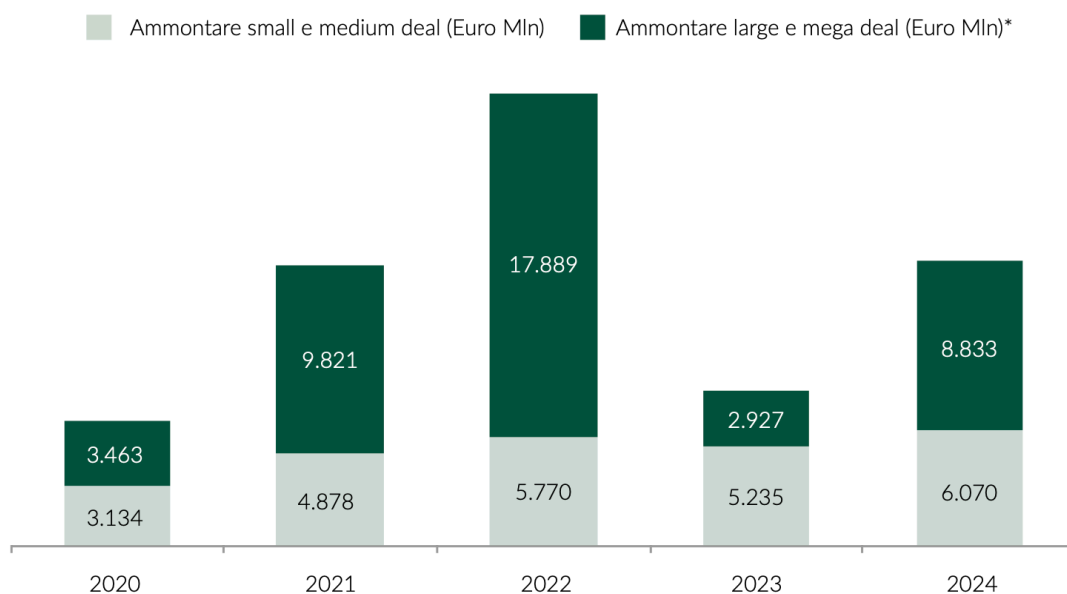


Figura 12 - Evoluzione dell'ammontare investito per dimensione dell'operazione

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

La successiva contrazione nel 2023, quando i large e mega deal si sono ridotti a 2,9 miliardi di euro pari al 36% del totale, segnala l'impatto del mutato contesto macroeconomico sulle operazioni di maggiore dimensione. L'incremento dei tassi di interesse, la ridotta disponibilità di finanziamento bancario per operazioni di buyout con elevato leverage e la maggiore avversione al rischio da parte degli investitori hanno determinato un rallentamento significativo. Il segmento degli small e medium deal ha evidenziato un andamento più regolare rispetto alle operazioni di maggiore dimensione. L'ammontare investito è passato da 3,1 miliardi di euro nel 2020 a 6,1 miliardi nel 2024, con una crescita progressiva e meno soggetta a oscillazioni improvvise. La traiettoria che si viene a creare suggerisce che il mid-market italiano presenti caratteristiche

strutturali relativamente solide: la domanda di capitale in questa fascia dimensionale tende, infatti, a dipendere maggiormente da esigenze industriali, come crescita organica, internazionalizzazione e ricambio generazionale, piuttosto che da condizioni di mercato legate alla leva finanziaria.

Diverso il comportamento dei large e mega deal. Dopo la contrazione registrata tra il 2023 e il 2024 ha mostrato un parziale recupero, con 8,8 miliardi di euro investiti. Il dato può essere interpretato come un segnale di graduale normalizzazione del mercato: le valutazioni si sono ridimensionate rispetto ai picchi del biennio 2021-2022 e le strutture di finanziamento risultano oggi più prudenti, con livelli di leverage inferiori e maggiore attenzione alla sostenibilità del debito (AIFI-PwC, 2024, p. 33). Non si tratta di un ritorno alle condizioni espansive precedenti, ma piuttosto di un riequilibrio su basi più conservative. Dal lato dell'offerta, permane tuttavia un elemento strutturale di fragilità, quale la limitata presenza di investitori istituzionali domestici di grande dimensione. Tale limitazione rende il mercato italiano maggiormente dipendente da capitali esteri e, di conseguenza, più esposto alla ciclicità dei flussi internazionali. Il rafforzamento del settore pubblico e la crescente partecipazione dei fondi sovrani rappresentano fattori positivi, così come la progressiva crescita dimensionale di alcuni operatori domestici. Tuttavia, l'elevata volatilità osservata nel periodo 2020-2024 suggerisce che la stabilità di lungo periodo richieda un ampliamento strutturale della base di investitori nazionali, in grado di attenuare l'impatto delle fasi di contrazione dei mercati globali.

3.3 Analisi dei disinvestimenti

La fase di disinvestimento costituisce il momento cruciale in cui gli operatori di private equity realizzano i rendimenti generati durante il periodo di holding, traducendo la creazione di valore in risultati economici tangibili. Come illustrato nel capitolo 2, le strategie di exit rappresentano un elemento fondamentale della value proposition del private equity, essendo la principale fonte di remunerazione per i LP e determinando in ultima istanza il successo o il fallimento dell'investimento. L'osservazione delle dinamiche di disinvestimento nel mercato italiano consente di cogliere aspetti centrali del funzionamento del settore: le exit non rappresentano soltanto il momento in cui gli operatori realizzano i risultati conseguiti a livello operativo, ma costituiscono anche un indicatore della liquidità complessiva del mercato e della sua capacità di attrarre nuovi capitali. Un contesto in cui i disinvestimenti avvengono con regolarità e a valutazioni coerenti tende, infatti a rafforzare la fiducia degli investitori nella sostenibilità dell'asset class.

In questo quadro, il 2024 segna un'inversione rispetto al rallentamento osservato nel biennio precedente. Le attività di disinvestimento hanno registrato un'accelerazione significativa, suggerendo un progressivo riassorbimento delle incertezze che avevano caratterizzato la fase più critica del ciclo recente. L'ammontare complessivo disinvestito, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni, ha raggiunto quota 5.727 milioni di euro, più che triplicando i 1.730 milioni registrati nel 2023, in sintesi nella Figura 13. Questo incremento eccezionale, pari al 231%, riflette il convergere di molteplici fattori: il completamento di cicli di investimento avviati nel periodo 2018-2020, il miglioramento delle condizioni di mercato rispetto alle turbolenze del 2022-2023 e la pressione da parte dei Limited Partners per la distribuzione di liquidità dopo anni di capital calls sostenuti. In termini numerici, i disinvestimenti effettuati nel corso dell'anno sono stati 157, con un incremento del 59% rispetto alle 99 operazioni del 2023, distribuite su 116 società target. Il rapporto tra numero di dismissioni e numero di società conferma la prassi, sempre più diffusa, di realizzare exit parziali o scaglionate, consentendo agli operatori di ottimizzare il timing e massimizzare le valutazioni complessive (AIFI-PwC, 2024).

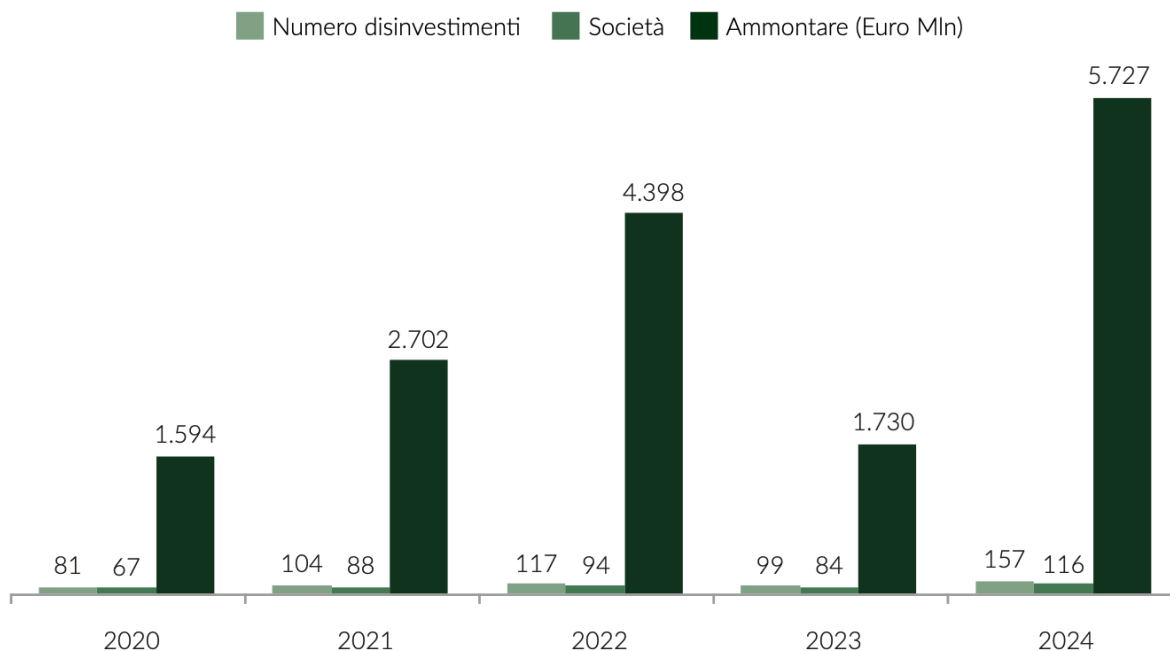


Figura 13 - Evoluzione dell'attività di disinvestimento (2019-2024)

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

L'analisi delle modalità di disinvestimento evidenzia pattern consolidati che riflettono le caratteristiche strutturali del mercato italiano e le preferenze strategiche degli operatori. Come illustrato nella Figura 14, la cessione a soggetti industriali, comunemente definita trade sale, ha rappresentato il canale di exit preferito in termini di ammontare, con 2.513 milioni di euro pari al 44% del totale disinvestito (AIFI-PwC, 2024). La prevalenza del trade sale può essere letta come un segnale della qualità delle imprese accompagnate dai fondi durante l'holding period. Le società oggetto di disinvestimento risultano spesso più strutturate, con processi organizzativi formalizzati e posizionamento competitivo rafforzato, elementi che aumentano l'interesse degli acquirenti industriali rispetto a target analoghi non supportati da investitori finanziari. In questo senso, il percorso di crescita realizzato sotto la guida del fondo si traduce in un valore riconoscibile anche sul mercato delle acquisizioni. La seconda modalità per rilevanza, con un'incidenza del 35% pari a 1.990 milioni di euro, è costituita dalla vendita ad altri operatori di private equity. Questa categoria include sia i tradizionali secondary buyout sia i più recenti continuation funds, entrambi vengono utilizzati per operazioni di maggiore dimensione o complessità, dove la necessità di

capitali significativi e competenze specialistiche giustifica il passaggio da un operatore specializzato ad un altro. Questa dinamica merita particolare attenzione analitica poiché evidenzia l'evoluzione del mercato italiano verso maggiore profondità e autenticità, in particolare i continuation funds consentono ai GP di estendere il periodo di detenzione di asset particolarmente performanti. In questo modo si offre ai LP l'opportunità di liquidare la propria posizione mentre altri investitori subentrano, evitando così dismissioni premature determinate esclusivamente da vincoli temporali del fondo.

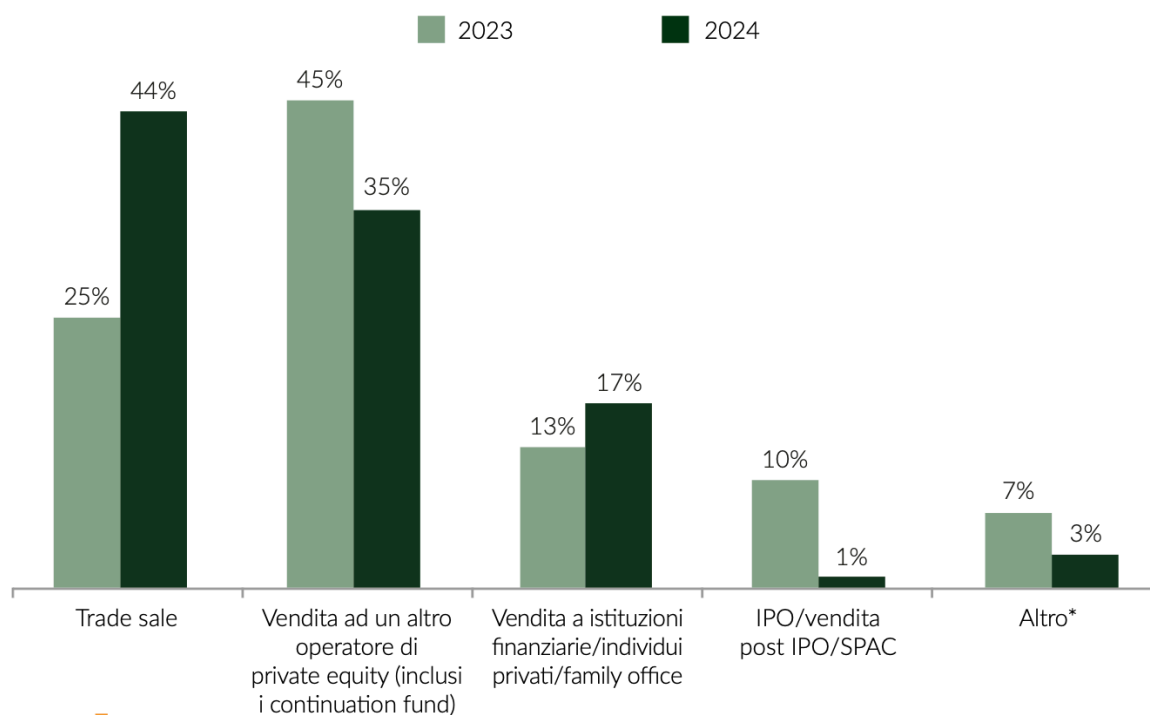


Figura 14 - Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia (2024)

Fonte: AIFI (2024), Il mercato italiano del Private Equity, Rapporto Annuale, AIFI-PwC.

Disaggregando l'analisi per numero di operazioni anziché per ammontare, emerge una distribuzione parzialmente differente che fornisce ulteriori elementi interpretativi. Il trade sale mantiene la leadership anche in termini numerici, con 62 exit corrispondenti al 44% del totale, confermandosi come modalità prediletta indipendentemente dalla dimensione dell'operazione (AIFI-PwC, 2024).

Un confronto con il contesto europeo mette in luce differenze significative nelle modalità di exit prevalenti, le quali a loro volta riflettono discrepanze nei sistemi finanziari, nelle dimensioni medie

delle operazioni e nella maturità dei mercati dei capitali. Secondo i dati di “Invest Europe 2024”, a livello aggregato europeo il trade sale rappresenta approssimativamente il 38% delle dismissioni in termini di ammontare, una quota inferiore rispetto al 44% registrato in Italia, mentre i secondary buyout incidono per circa il 28%, nuovamente al di sotto della proporzione italiana del 35% (Invest Europe, 2024). La differenza più marcata emerge tuttavia nelle quotazioni in borsa, le quali a livello europeo rappresentano circa il 12% delle exit in termini di valore, a fronte di un’incidenza pressoché trascurabile nel mercato italiano. Questa asimmetria trova spiegazione primaria nelle caratteristiche strutturali dei mercati azionari nazionali, dal momento che Regno Unito, Francia e Germania dispongono di enti per quotazioni specializzati per società a media capitalizzazione, caratterizzati da requisiti di ammissione più flessibili, costi di quotazione contenuti e liquidità sufficiente ad attrarre investitori istituzionali, elementi che nel contesto italiano risultano storicamente deficitari. Le altre modalità di disinvestimento, pur incidendo in misura più contenuta sul totale delle operazioni, mantengono una rilevanza specifica in funzione della tipologia di investimento e delle caratteristiche della società partecipata. Tradizionalmente, le quotazioni in borsa sono considerate la forma di exit più visibile e potenzialmente remunerativa. Le write-off e le altre forme di disinvestimento a valutazioni ridotte, inevitabilmente presenti in ogni portafoglio diversificato, rappresentano il risvolto fisiologico dell’attività di investimento in capitale di rischio e tendono a concentrarsi nelle fasi iniziali del ciclo economico o in seguito a shock settoriali imprevisti.

L’analisi della distribuzione settoriale dei disinvestimenti fornisce indicazioni complementari sulla dinamica del mercato e sulla sua correlazione con i pattern di investimento esaminati nella sezione 1 del Capitolo 3. I settori che nel 2024 hanno registrato il maggior numero di dismissioni coincidono, in larga misura, con quelli che avevano attratto i maggiori flussi di investimento nel quinquennio precedente. Questo allineamento conferma una dinamica ciclica tipica del private equity: i comparti più finanziati in una determinata fase tendono, con uno scarto temporale coerente con l’holding period medio, a generare un numero significativo di exit.

Nel dettaglio, i prodotti industriali rappresentano il 23% delle dismissioni in termini numerici, seguiti dal comparto consumer goods (19%) e dall’ICT (18%) (AIFI-PwC, 2024). Si tratta di settori centrali per il tessuto produttivo italiano, nei quali l’intervento dei fondi ha spesso riguardato operazioni di consolidamento e rafforzamento competitivo.

Pur incidendo ancora per una quota limitata (7% del totale), il settore della transizione ecologica, mostra holding period mediamente più brevi rispetto ai comparti tradizionali. Questo dato può essere interpretato come un segnale di creazione di valore più rapida, favorita dalla rapida crescita della domanda e dal sostegno delle politiche pubbliche. In contesti caratterizzati da espansione accelerata, il ciclo investimento - exit tende infatti a comprimersi.

Di contrasto, il comportamento dei settori più maturi come il manifatturiero tradizionale e i servizi alle imprese. Qui gli holding period risultano più estesi, riflettendo la necessità di interventi operativi gradualmente prima di poter realizzare incrementi di valore significativi. La relazione tra volumi investiti e successiva attività di disinvestimento evidenzia, nel complesso, l'importanza di una pianificazione di lungo periodo: al momento dell'ingresso nel capitale, gli operatori devono già considerare non solo l'attrattività del settore, ma anche la plausibile esistenza di acquirenti al momento dell'uscita, aspetto particolarmente delicato nei comparti di nicchia o ad alta specializzazione tecnologica.

La ripresa dei disinvestimenti nel 2024 produce effetti rilevanti sull'equilibrio del mercato. Le risorse distribuite ai Limited Partners aumentano la disponibilità di capitale per nuovi fondi e alimentano un circolo virtuoso nella fase di fundraising. Allo stesso tempo, la capacità dei General Partner di realizzare exit in contesti complessi rafforza la loro credibilità e consolida il track record. Permangono tuttavia alcune fragilità relative alla forte dipendenza dal trade sale, che evidenzia i limiti del mercato dei capitali italiani e la ridotta incidenza delle IPO come canale di disinvestimento. Ciò espone gli operatori alle oscillazioni cicliche dei settori industriali, con possibili effetti sulle valutazioni e sui tempi di permanenza in portafoglio. Inoltre, la prevalenza di operatori internazionali nelle operazioni di maggiore ammontare segnala una base domestica ancora relativamente debole, sia in termini di capitali disponibili sia di competenze specialistiche per operazioni large-cap.

In sintesi, si può affermare che, l'esigenza di interventi strutturali volti a rafforzare la componente istituzionale nazionale, migliorare l'accesso delle medie imprese al mercato azionario e consolidare le competenze professionali degli operatori locali. Si tratta di aspetti che saranno approfonditi nella sezione successiva, dedicata alle criticità e alle inefficienze del mercato.

3.4 Impatto economico e criticità

Limitare la valutazione del mercato italiano del private equity ai volumi di investimento o alla dinamica delle exit, sarebbe un errore. È assolutamente necessario considerare anche l'impatto effettivo sulle imprese coinvolte, accanto alle fragilità che ancora caratterizzano il sistema. In questa parte conclusiva del Capitolo 3 l'attenzione si concentra proprio su questo duplice aspetto che vede da un lato gli effetti sulle performance aziendali e dall'altro i vincoli che continuano a frenare la piena espansione del settore nel contesto italiano.

I dati disponibili per il periodo 2019-2024 mostrano un contributo rilevante del private equity alla crescita delle imprese partecipate. Secondo PwC (2024), le società che hanno ricevuto investimenti hanno registrato una crescita occupazionale media annua del 6,8%, a fronte del 2,1% delle imprese comparabili e dell'1,3% dell'economia italiana nel suo complesso. Il divario non è marginale e, tradotto in termini assoluti, conferma la creazione di migliaia di nuovi posti di lavoro generati dalle circa 3.500 imprese target. L'analisi longitudinale riportata in Figura 15 conferma la tendenza, nel dettaglio: tra il 2019 e il 2023 il tasso di crescita occupazionale composto delle imprese partecipate è passato dal 5,2% al 7,7%, mentre il benchmark di riferimento ha mostrato una sostanziale stagnazione, oscillando tra -0,1% e 0,4%. Non si tratta soltanto di un differenziale di livello, poiché il divario tende ad ampliarsi nel tempo, passando da 5,3 a 7,3 punti percentuali (PwC, 2024).

La fase pandemica costituisce un vero e proprio banco di prova e sopravvivenza. Infatti, nel biennio 2020-2021, mentre molte imprese hanno registrato dinamiche occupazionali prossime allo zero, le società supportate da fondi hanno mantenuto tassi di crescita compresi tra il 5,3% e il 6,0%. Anche nei due anni successivi la distanza si è ulteriormente ampliata, con le imprese partecipate che hanno spinto i tassi di crescita fino al 6,8% - 7,7%, contro lo 0,2% - 0,4% di riferimento. L'impressione che emerge dai dati è quella di un differenziale che si consolida nel tempo piuttosto che ridursi (PwC, 2024).

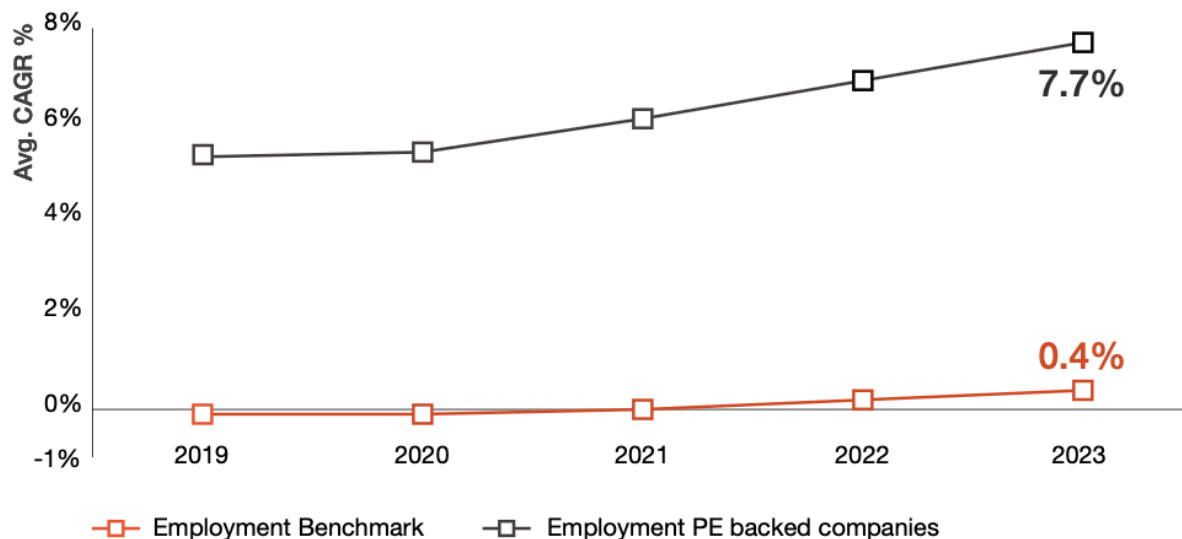


Figura 15 - Trend del tasso occupazionale delle imprese backed-PE vs benchmark

Fonte: PwC (2024), *The economic impact of Private Equity & Venture Capital in Italy*.

Le dinamiche di fatturato e produttività rafforzano il quadro emerso dall'analisi occupazionale. Le imprese partecipate hanno registrato una crescita media annua dei ricavi pari al 12,3%, più del doppio rispetto al 5,8% osservato nel gruppo di controllo. Il differenziale si riflette anche nella produttività del lavoro, aumentata in media dell'8,5% annuo contro il 3,1% delle imprese comparabili. Anche sotto il profilo della redditività operativa si osserva un miglioramento tangibile. Nei primi tre anni successivi all'ingresso del fondo, il margine operativo è cresciuto di 3,2 punti percentuali, a fronte di un incremento di soli 0,8 punti nelle imprese di controllo. Si tratta di uno scarto che suggerisce non solo un'espansione dei volumi, ma anche un intervento sulla qualità della gestione e sull'efficienza operativa.

Un ulteriore elemento emerge dall'analisi degli investimenti in asset tangibili. Come riportato nella Figura 16, l'indice Capex delle imprese partecipate si è mantenuto sistematicamente superiore al benchmark tra il 2019 e il 2023 (PwC, 2024). Questo dato è coerente con un orientamento alla crescita di medio-lungo periodo, visto che l'aumento degli investimenti segnala una strategia che a sua volta punta a rafforzare la capacità produttiva e il posizionamento competitivo in una visione di lungo termine.

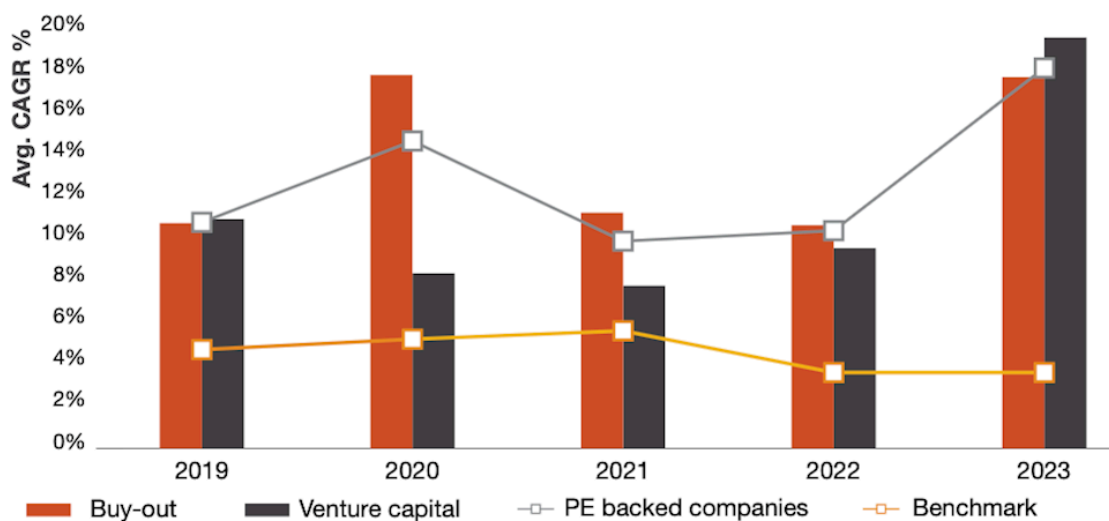


Figura 16 - Trend degli investimenti capex delle imprese PE vs benchmark

Fonte: PwC (2024), *The economic impact of Private Equity & Venture Capital in Italy*.

L'effetto sull'internazionalizzazione appare accentuato soprattutto se si considera la struttura dimensionale delle PMI italiane. Si è assistito ad un aumento del peso dell'export sul fatturato delle imprese partecipate di quasi 8 punti percentuali, passando dal 28% al 36% nell'arco di quattro anni. Nel gruppo di controllo, l'incremento si è fermato a 2,3 punti. Il divario suggerisce che l'apporto del fondo non si limiti al capitale, ma incida anche sulla capacità di presidiare mercati esteri in modo strutturato. Se guardiamo alla proiezione internazionale emergono anche altre evidenze: durante l'holding period, il 45% delle imprese partecipate ha effettuato almeno un'acquisizione all'estero o ha aperto una filiale commerciale, contro il 12% delle imprese non supportate da private equity. Si tratta di una differenza significativa, che riflette una maggiore propensione alla crescita per linee esterne e alla costruzione di reti distributive internazionali.

Anche sul fronte dell'innovazione i dati mostrano un'accelerazione rapida, infatti nei primi tre anni dall'investimento, la spesa in ricerca e sviluppo è aumentata del 35% e ha avuto un impatto sul fatturato passando dal 2,8% al 4,2%. L'adozione di tecnologie Industry 4.0 risulta inoltre superiore di 25 punti percentuali rispetto alla media del manifatturiero italiano (PwC, 2024). Il quadro che emerge è quello di imprese che utilizzano il capitale per rafforzare la competitività strutturale, piuttosto che per sostenere esclusivamente la crescita dei ricavi.

Investimenti di questa natura richiedono tuttavia un'attenta gestione della struttura finanziaria. L'andamento del leverage ratio, riportato in Figura 17, aiuta a comprendere questa dinamica: nel periodo pre-COVID, il livello di leva all'exit risultava mediamente inferiore rispetto a quello iniziale (2,0x contro 2,4x), segnalando un utilizzo prudente del debito e una progressiva riduzione dell'esposizione nel corso dell'investimento. Dal 2020 questa tendenza si è invertita, con il leverage all'exit superiore a quello iniziale (2,9x rispetto a 1,9x nel 2023), riflettendo l'impatto dell'incremento dei tassi di interesse che ha reso più costoso il servizio del debito e incentivato strategie di exit più tempestive.

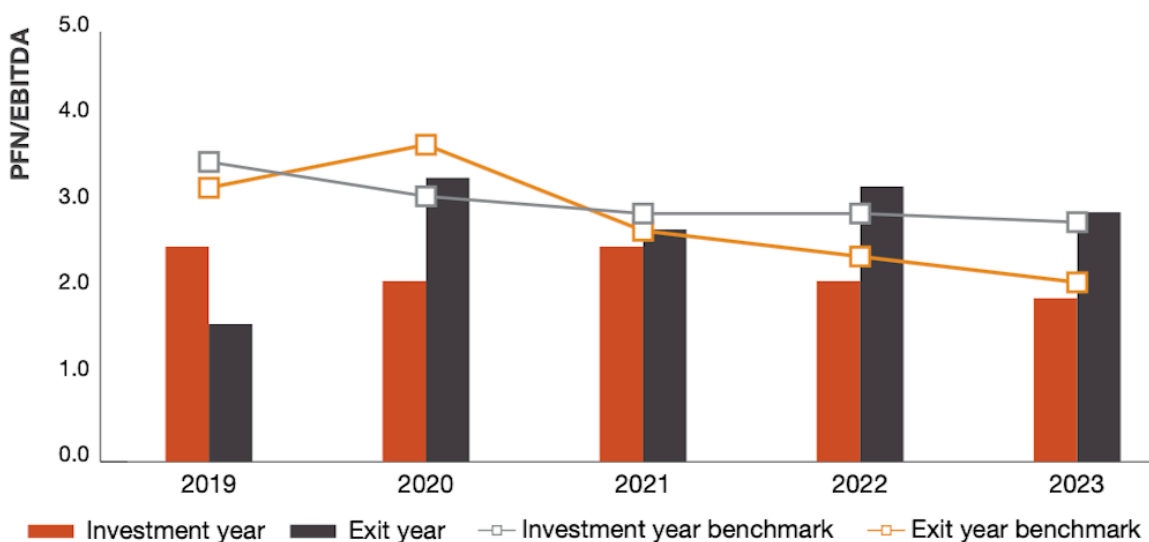


Figura 17 - Trend del rapporto di leva finanziaria delle società partecipate vs benchmark

Fonte: PwC (2024), *The economic impact of Private Equity & Venture Capital in Italy*.

Nonostante gli impatti positivi documentati, il mercato italiano presenta criticità che ne limitano significativamente il potenziale. Il rapporto tra investimenti di private equity e PIL rappresenta l'indicatore chiave del gap di penetrazione: nel 2024 l'Italia ha registrato uno 0,09%, sostanzialmente inferiore alla media europea dello 0,18% e distante dai valori di Regno Unito (0,35%), Francia (0,22%) e Germania (0,16%). Rispetto alla media europea si è creato quindi un gap del 50% che segnala un potenziale inespresso e che richiede interventi sistemici (PwC, 2024). Uno dei problemi principali è la scarsità di investitori internazionali che decidono di intraprendere attività di investimento nel nostro paese. Le allocazioni dei fondi pensione italiani al private equity

restano contenute e in media comprese tra il 3% e il 5% del patrimonio. Guardando a livello internazionale, il confronto è netto: nel Nord Europa le percentuali si collocano tra il 12% e il 15%, mentre alcuni grandi fondi nordamericani raggiungono il 20–25%. Il divario non dipende da un singolo fattore, ma incidono sia una cultura finanziaria tradizionalmente prudente che vincoli regolamentari ancora stringenti. La diretta conseguenza è una maggiore dipendenza dal capitale estero, che in alcuni anni ha rappresentato fino al 45% delle raccolte complessive (PwC, 2024).

Il contesto finanziario generale contribuisce a rafforzare queste difficoltà. Il mercato azionario italiano rimane poco liquido e capitalizzato, a dimostrazione delle 8 IPO che si sono registrate nel 2024, contro le 42 del Regno Unito e le 28 della Francia. Anche il sistema bancario ha sviluppato solo in tempi recenti competenze specifiche per operazioni di leveraged buyout, con una disponibilità di finanziamento che risulta ancora più limitata rispetto ad altri paesi europei (Preqin, 2024). In un ambiente simile, le opzioni di exit e le strutture di finanziamento non sempre offrono la stessa flessibilità osservabile nei mercati più maturi. Per superare queste criticità sono richiesti interventi coordinati su più livelli. Per gli investitori istituzionali, potrebbe essere utile favorire una maggiore integrazione tra fondi pensione di piccole dimensioni e promuovere iniziative di formazione rivolte ai comitati di investimento, così da incrementare gradualmente l'esposizione agli asset alternativi. Sul versante dell'offerta, processi di consolidamento tra operatori domestici potrebbero consentire di raggiungere masse critiche più competitive. Anche strumenti fiscali mirati agli investimenti di lungo periodo e attività di sensibilizzazione rivolte agli imprenditori potrebbero contribuire a modificare, almeno in parte, gli incentivi economici e culturali che oggi limitano lo sviluppo del settore.

Il quadro generale mostra dati sulle imprese partecipate con risultati solidi: crescita occupazionale media del 6,8% annuo, incremento dei ricavi del 12,3%, aumento della produttività dell'8,5%, rafforzamento dell'internazionalizzazione e maggiore intensità degli investimenti in R&D (PwC, 2024). Allo stesso tempo, il livello di penetrazione del private equity in Italia rimane inferiore a quello dei principali paesi europei, segnalando un potenziale ancora non pienamente espresso. Ridurre questo divario richiede una combinazione di interventi regolamentari, culturali e finanziari, in grado di rendere il mercato più stabile e attrattivo nel lungo periodo.

Capitolo 4 – Aspetti di mercato e regolamentazioni

4.1 Il quadro regolamentare europeo

Lo sviluppo del private equity nei mercati europei ha reso nel tempo necessario un intervento regolatorio più strutturato. Con la crescita dei fondi alternativi, è emersa anche l'esigenza di definire regole comuni capaci di governarne l'espansione e monitorarne i rischi a tutela degli investitori. A differenza delle forme tradizionali di intermediazione finanziaria, il private equity lavora al di fuori dei mercati regolamentati e i veicoli utilizzati presentano strutture complesse. Durante gli ultimi anni, gli economisti hanno sollevato interrogativi in materia di trasparenza e risk-management. La combinazione di questi elementi con orizzonti temporali estesi e un uso esteso di informazioni non pubbliche, rappresentano la base della creazione di valore, ma allo stesso tempo possono essere oggetto di discussione per motivi di "sicurezza".

Dopo la crisi finanziaria globale del 2008, i vigilanti dei mercati hanno introdotto controlli e normative più stringenti proprio per evitare di ripetere una situazione di crisi come quella dei mutui "Subprime" in America. Pur non essendo stata una causa diretta della crisi, il private equity faceva ormai parte di un ecosistema finanziario sempre più interconnesso con il sistema bancario. In quel contesto, così delicato, è apparso chiaro che un quadro normativo frammentato a livello nazionale non fosse più sufficiente. L'assenza di standard comuni favoriva forme di arbitraggio regolamentare e rendeva più complesso per le autorità monitorare i rischi effettivamente assunti dai gestori.

In risposta a questi bisogni, l'Unione Europea ha pubblicato nel 2011 la direttiva AIFMD, che costituisce oggi il riferimento centrale per la disciplina dei fondi di investimento alternativi, inclusi quelli di private equity (Commissione Europea, 2011). Anziché intervenire sui singoli fondi, la direttiva AIFMD introduceva requisiti uniformi in materia di autorizzazione e gestione del rischio, in modo tale che i gestori fossero allineati sulle stesse linee guida. Economicamente, questa scelta mira a difendere il rischio sul nascere, senza comprimere la flessibilità operativa dei veicoli. L'obiettivo non era e non è quello di uniformare le strategie di investimento, ma rendere più trasparente il modo in cui vengono assunte e gestite le decisioni di allocazione del capitale.

Gli obiettivi della AIFMD possono quindi essere ricondotti a tre emendamenti principali. Il primo si riferisce al rafforzamento della stabilità finanziaria attraverso una maggiore capacità delle autorità di raccogliere dati sull'utilizzo della leva. Il seguente riguarda una tutela più strutturata degli investitori, in particolare dei LP, mediante requisiti stringenti in tema di trasparenza, governance e gestione dei conflitti di interesse. Infine, l'ultimo emendamento che fa riferimento all'integrazione del mercato europeo tramite il cosiddetto "passaporto europeo", che consente ai gestori autorizzati di operare nell'Unione senza dover ottenere autorizzazioni separate in ciascuno Stato membro. L'impatto economico diretto della direttiva si manifesta soprattutto attraverso l'introduzione di obblighi di reporting più articolati. All'interno di quest'ultimi i gestori devono fornire informazioni dettagliate su strategie, struttura dei fondi, utilizzo della leva e profilo dei rischi. Tutti questi contributi favoriscono la riduzione delle asimmetrie informative tipiche dei mercati privati, migliorando la capacità degli investitori di valutare correttamente il rapporto rischio - rendimento. Tuttavia, l'adeguamento a questi standard comporta costi di compliance e gestione non trascurabili nella valutazione per i gestori dei fondi, in particolare per coloro che hanno in gestione fondi di dimensioni ridotte. Qui emerge un trade-off centrale, spesso tema di discussione e dibattito. Per poter rafforzare la fiducia degli investitori istituzionali e sostenere la legittimazione del private equity come asset class matura, si chiede maggiore trasparenza e standardizzazione ai gestori per la gestione dei processi. Così facendo si creano barriere all'ingresso e si consolida la posizione dei grandi operatori internazionali, dal momento che i costi fissi dei gestori aumentano di molto e impattano direttamente il rendimento finale dell'operazione. La regolamentazione incide sulla stabilità del sistema e anche sulla struttura concorrenziale del settore.

Ai gestori viene imposto di adottare politiche organizzative volte a garantire l'indipendenza delle funzioni di controllo del rischio e a prevenire comportamenti opportunistici. Non sorprende che tali disposizioni contribuiscono ad allineare in modo più efficace gli interessi tra GP e LP, riducendo il rischio di "moral hazard" e migliorando la qualità complessiva delle decisioni di investimento. Una governance più solida e trasparente si traduce, nel medio periodo, in una riduzione del costo del capitale per i gestori percepiti come più affidabili e strutturati.

Il quadro regolamentare europeo sta evolvendo continuamente, estendendo il proprio perimetro oltre la dimensione della stabilità finanziaria per includere esplicitamente gli obiettivi di

sostenibilità. In questo contesto si colloca l'introduzione della SFDR, che impone obblighi di trasparenza in merito all'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi di investimento (European Parliament and the Council, 2019). La SFDR, a differenza della AIFMD che interviene soprattutto sull'organizzazione e sulla vigilanza dei gestori, opera direttamente sul piano informativo. Infatti, la direttiva introduce obblighi di rendicontazione standardizzata in materia di sostenibilità, imponendo ai gestori di rendere esplicite le politiche adottate rispetto ai fattori ESG (Environmental, Social and Governance) e di dichiarare i possibili impatti negativi delle decisioni di investimento. Nel caso del private equity, dove gli investimenti sono illiquidi e le relazioni tra gestori e investitori si sviluppano su orizzonti temporali lunghi, questo meccanismo assume un'importanza da non sottovalutare. Con queste direttive si punta anche a risolvere il problema di opacità che affligge i mercati privati, rispetto a quelli pubblici che rendono già più trasparente il processo decisionale. I gestori devono chiarire non soltanto se integrano i criteri ESG nei propri modelli di investimento, ma anche in che modo tali fattori incidono sulle scelte operative e quali effetti negativi possono generare sotto il profilo della sostenibilità. Risulta opportuno osservare che tali direttive rafforzano il flusso informativo tra GP e LP, attenuando le asimmetrie che caratterizzano il rapporto di delega. In termini economici secondo ricerche economiche condotte negli anni post-covid, una maggiore qualità dell'informazione migliora l'efficienza nell'allocazione del capitale e contribuisce a consolidare la fiducia degli investitori istituzionali (OECD, 2022).

Il rafforzamento della trasparenza informativa produce effetti rilevanti anche in termini di fiducia sistemica nei mercati finanziari. La crescente attenzione verso i rischi climatici, sociali e reputazionali ha evidenziato come l'assenza di informazioni affidabili su tali dimensioni possa tradursi in una sottovalutazione dei rischi e in inefficienze allocative, con potenziali ripercussioni sulla stabilità complessiva del sistema finanziario. In questa prospettiva, la SFDR non si limita a imporre obblighi informativi, ma contribuisce a integrare i fattori ESG all'interno della più ampia architettura di gestione del rischio (European Parliament and the Council, 2019). Le dimensioni ambientali, sociali e di governance non vengono più considerate elementi accessori o aggiuntivi, bensì variabili che incidono sulla valutazione economico - finanziaria degli investimenti.

Accanto agli aspetti finanziari, legali e operativi, l'analisi tende a includere in modo strutturato anche il profilo ESG delle imprese target. L'evoluzione nata da questo nuovo approccio, modifica

la logica di selezione degli investimenti e influenza le strategie di sviluppo delle società partecipate, fino a incidere sulle modalità di disinvestimento. In altre parole, la sostenibilità entra a tutti gli effetti nel processo decisionale non solo come vincolo reputazionale, ma come componente della creazione di valore.

Per potersi adeguare alla normativa SFDR devono essere inseriti a bilancio costi non trascurabili, dal momento che i gestori devono investire in sistemi informativi più sofisticati, procedure di raccolta dati e competenze specialistiche dedicate. Come già osservato per la AIFMD, tali oneri incidono maggiormente sugli operatori di dimensioni ridotte, con il rischio di accentuare le barriere all'ingresso. Nel medio-lungo periodo, però, il quadro può ribaltarsi completamente. Tutto dipende se gli operatori che riescono a integrare in modo credibile la sostenibilità nella propria strategia tendono ad accedere a una platea più ampia di investitori e a beneficiare di una percezione di rischio inferiore, con possibili effetti sul costo del capitale (Invest Europe, 2024).

La regolamentazione europea del private equity appare come il risultato di un equilibrio tra tutela degli investitori e trasparenza dei mercati. L'interazione tra le normative AIFMD e SFDR mostra una traiettoria verso un modello integrato, nel quale vigilanza prudenziale e sostenibilità si rafforzano reciprocamente. Resta centrale il modo in cui ciascun paese recepisce e applica queste regole. In questa ottica, l'analisi del caso italiano consente di verificare come tali principi vengano tradotti operativamente in un sistema con proprie specificità.

4.2 La regolamentazione italiana

A partire da queste linee guida europee, l'Italia ha intrapreso un percorso normativo che presenta caratteristiche rilevanti e merita un'analisi dedicata. Negli ultimi anni, il sistema regolamentare italiano relativo al private equity ha conosciuto un'evoluzione significativa, guidata dal processo di armonizzazione europea e dalla necessità di rafforzare strumenti alternativi di finanziamento per le imprese. Come evidenziato nel capitolo 3, il mercato italiano del private equity è condizionato da fattori strutturali, quali: dimensione media contenuta delle imprese, prevalenza di realtà familiari e limitata presenza di investitori istituzionali domestici di grande scala. In questa sezione l'analisi si concentra sugli aspetti regolatori e istituzionali che influenzano il funzionamento del mercato. L'obiettivo è comprendere in che misura il quadro normativo italiano rappresenti un fattore abilitante o, al contrario, un elemento di freno allo sviluppo del settore.

Un passaggio chiave nella regolamentazione italiana è arrivato con l'attuazione della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD), trasposta tramite il Decreto Legislativo n. 44 del 4 marzo 2014. Questo procedimento ha cambiato parecchio il Testo Unico della Finanza (TUF), allineando le regole per i gestori di fondi alternativi a quelle europee e portando anche in Italia il “passaporto europeo” per gestire e vendere questi fondi oltre confine. In pratica, si sono introdotti requisiti più stringenti su capitale, organizzazione e informazioni, il tutto per aumentare trasparenza e protezione degli investitori. Di conseguenza sono stati aggiornati anche i regolamenti tecnici su controlli intermediari e gestione del risparmio (Banca d'Italia, 2023; Consob, 2023). Alla fine, ne è uscito un sistema più in sintonia con l'Europa, seppur un po' più complicato nei passaggi pratici.

Per la vigilanza, in Italia si mantiene ancora il modello a struttura duale, in cui la Banca d'Italia si occupa della parte prudenziale, controllando bilanci solidi e strutture interne dei gestori, mentre la Consob veglia su trasparenza e diritti degli investitori. È un approccio che copre tutto, ma col tempo ha creato qualche sovrapposizione e un sacco di burocrazia extra per chi opera nel settore. Per questo, la riforma del TUF del 2025 ha previsto un regime light per i piccoli gestori, che possono operare semplicemente dopo essersi registrati (Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2025). L'intento è quello di ridurre la complessità burocratica senza compromettere i presidi di vigilanza. Quanto agli strumenti, nel territorio italiano l'attività di private equity si realizza soprattutto attraverso i Fondi di Investimento Alternativi (FIA), dei quali, il tipo più comune di

modello sono i fondi chiusi, riservati a professionisti e con durata fissa. Questa impostazione aiuta a tenere il capitale stabile e ad allineare gli interessi tra investitori e aziende, evitando spinte a breve termine. Sebbene la normativa preveda anche la possibilità di costituire fondi aperti o accessibili a investitori retail, tali strumenti sono sottoposti a limiti molto stringenti, in particolare per quanto riguarda la tipologia degli attivi e le modalità di commercializzazione (AIFI, 2024).

Negli ultimi anni si è registrata una crescente attenzione verso strumenti regolamentati a livello europeo, in particolare verso gli European Long-Term Investment Funds (ELTIF), istituiti con il Regolamento (UE) 2015/760. Gli ELTIF sono pensati per mobilitare capitali, anche da parte di investitori non professionali, verso attività di investimento e progetti di lungo periodo. L'Italia ha adottato con favore questo strumento, in parte integrandolo con le agevolazioni fiscali previste per i cosiddetti Piani Individuali di Risparmio (PIR) alternativi. Un esempio emblematico è rappresentato dal fondo "AgrItaly PIR", lanciato da Amundi nel 2025, che consente a investitori privati di partecipare al finanziamento di imprese agroalimentari italiane non quotate, beneficiando al contempo di una fiscalità agevolata in caso di detenzione per almeno cinque anni (Amundi, 2025). L'ordinamento italiano prevede la possibilità di costituire veicoli in forma societaria di fianco ai fondi contrattuali, come ad esempio le Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF) o le Società di Investimento Semplice (SiS). Quest'ultima, introdotta nel 2019 appositamente per agevolare la nascita di nuovi gestori con limitata capacità patrimoniale e promulgare investimenti diretti in piccole imprese non quotate fino a un tetto massimo di 25 milioni di euro. Tuttavia, la sua diffusione è rimasta molto contenuta, a causa di una struttura societaria considerata rigida e poco adatta a sostenere la flessibilità operativa richiesta da team emergenti (AIFI, 2022).

Un elemento distintivo del mercato italiano è rappresentato dall'intervento strategico di attori pubblici, in particolare la CDP e il Fondo Italiano d'Investimento. Quest'ultimo, istituito nel 2010 e oggi gestito da FII SGR, società controllata da CDP Equity, ha il compito di sostenere le PMI attraverso investimenti diretti e indiretti. Con un portafoglio da circa 2,5 miliardi di euro e oltre 330 imprese dentro, questo fondo non si limita soltanto a iniettare capitale, ma genera un vero effetto leva sul mercato, attirando nuovi capitali privati.

Parallelamente, CDP Venture Capital ha dirottato risorse pubbliche e capitali di mercato nell'ecosistema delle startup innovative per spingere la crescita e colmare il gap con i mercati internazionali del venture capital in Italia (CDP, 2023). L'idea non è solo aiutare le singole aziende,

ma costruire un'infrastruttura finanziaria più robusta per le fasi iniziali, in grado di farle sopravvivere e costruire delle ottime basi per le successive fasi di early-stage. Un esempio recente è l'investimento nel fondo “*October SME V*”, un ELTIF gestito dalla fintech francese October. L'operazione è un segnale chiaro di quanto cresce l'interesse per strumenti che incanalano risparmi a medio-lungo termine verso le PMI, aprendo strade alternative al credito bancario tradizionale.

Nel maggio 2023, CDP ha sottoscritto una quota di 25 milioni di euro nel fondo, che ha superato complessivamente i 120 milioni di raccolta, con l'obiettivo di finanziare PMI europee attraverso strumenti di direct lending. L'iniziativa prevede l'impiego di almeno 50 milioni in imprese italiane e testimonia l'efficacia delle collaborazioni tra attori istituzionali italiani e piattaforme europee nell'attivazione di capitali privati a beneficio del sistema produttivo nazionale (Cassa Depositi e Prestiti, 2023).

Nonostante l'evoluzione del quadro normativo, persistono alcune rigidità interne al sistema regolamentare italiano che incidono negativamente sull'efficienza e sulla competitività del mercato del private equity. Una delle principali criticità riguarda il funzionamento delle procedure autorizzative e la struttura degli adempimenti richiesti ai nuovi operatori. In passato, l'assenza di un regime semplificato per soggetti con masse gestite contenute ha di fatto imposto, anche ai gestori più piccoli, l'adozione delle medesime procedure previste per realtà di dimensioni ben più ampie. Questo impianto regolatorio, applicato in modo uniforme a operatori molto diversi per dimensione e struttura, ha finito nel tempo per comprimere la capacità del sistema di accogliere nuove iniziative imprenditoriali nel settore della gestione. In particolare, l'assenza di una reale proporzionalità ha reso complesso l'ingresso di team emergenti, riducendo la varietà dell'offerta e la specializzazione su segmenti di nicchia. Nel 2025 con la riforma del TUF, si è provato ad intervenire su questo punto introducendo un regime “sottosoglia” per i gestori con asset inferiori a 100 milioni di euro (Banca d'Italia, 2025). L'idea di fondo era snellire i carichi per i piccoli operatori senza toccare le garanzie generali per tutti. Il raggiungimento di tale obiettivo dipenderà molto da come le autorità metteranno in pratica questo nuovo regime: se la registrazione sarà davvero calibrata sulle dimensioni, potrà aprire le porte a nuovi entranti e abbattere le barriere all'ingresso. Altrimenti, se la burocrazia quotidiana finirà per reimporre regole simili a quelle ordinarie, l'impatto innovativo si sgonfierà sul nascere.

Esiste comunque un limite più profondo, che va oltre la pura normativa e riguarda la concentrazione di mercato. Infatti, il mercato dei gestori italiani appare ancora poco dinamico e in aggiunta la maggioranza dei fondi è promossa da soggetti già consolidati, spesso legati a gruppi bancari o assicurativi. Tale aspetto crea un mercato concentrato, meno aperto alla gara tra approcci diversi rispetto ad altri paesi europei. Tutto ciò non è dovuto solo alla regolamentazione, certo, ma determinate rigidità normative hanno di sicuro contribuito a mantenerlo più statico che dinamico. Le riforme recenti portano iniziative con più flessibilità, che vedremo se basteranno ad allargare il campo e diversificare davvero l'offerta.

Il risultato diretto di tale impostazione regolamentare è una raccolta fortemente dipendente da capitali esteri. Non di rado gli investitori internazionali privilegiano veicoli domiciliati in giurisdizioni considerate più flessibili, come il Lussemburgo. Tale orientamento, pur comprensibile sotto il profilo operativo, riduce la capacità del sistema italiano di sviluppare una propria base domestica solida e favorisce la costituzione di fondi con struttura giuridica estera. Alcuni operatori hanno inoltre segnalato come specifici elementi della normativa nazionale continuino a incidere sui costi e sui tempi di strutturazione dei veicoli, contribuendo a rendere meno competitivo il framework domestico. Tra questi, si segnalano fenomeni di “*gold-plating*”, ovvero l'introduzione di obblighi più stringenti rispetto a quelli previsti a livello europeo, e la crescente complessità dei procedimenti autorizzativi. Un esempio significativo è la normativa sui poteri speciali dello stato nelle società strategiche, il cosiddetto “Golden Power”, che negli ultimi anni ha visto un'estensione del proprio ambito applicativo. L'obbligo di notifica e autorizzazione preventiva ha inciso anche su operazioni di private equity, aumentando i tempi e l'incertezza nelle fasi di investimento e disinvestimento (Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2025).

Oltre al regime per i gestori sottosoglia e all'introduzione della nuova società di partenariato, la riforma del TUF del 2025, ha ampliato il riconoscimento degli enti previdenziali come investitori professionali di diritto. Si tratta di un passaggio non meramente formale: ridurre gli ostacoli normativi per questi soggetti significa potenzialmente ampliare la base domestica di capitale disponibile per i fondi alternativi.

Per visualizzare questa relazione in modo più immediato, la Figura 18 mostra il legame tra chiarezza del quadro regolamentare e livello di sviluppo del mercato del private equity in diversi paesi.

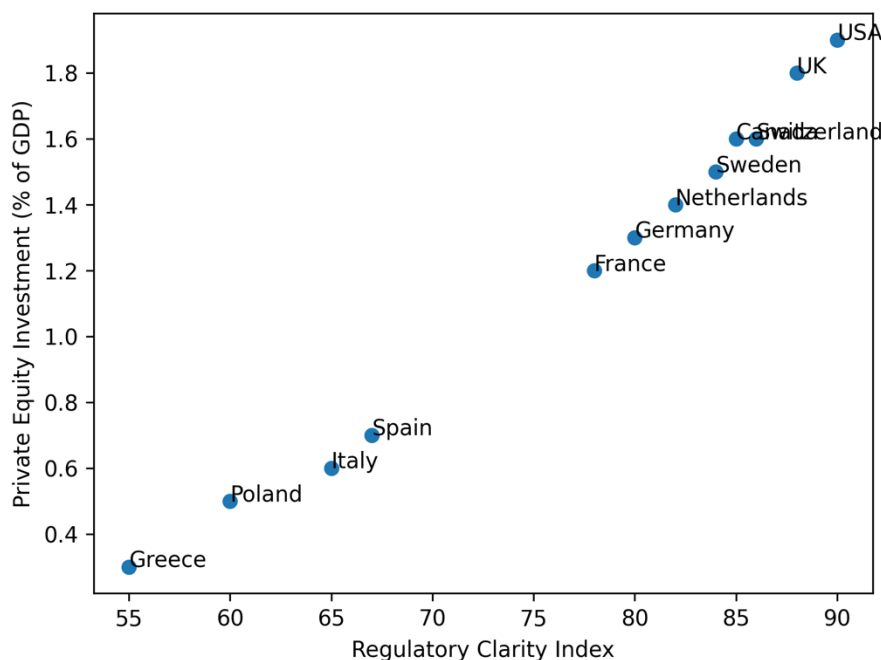


Figura 18 - Relazione tra chiarezza del quadro regolamentare e sviluppo del PE (% of GDP)

Fonte: elaborazione a partire dalla letteratura sullo sviluppo dei mercati di Private Equity (*Cumming, 2007; Kaplan e Strömberg, 2009; Invest Europe, 2024*).

Il grafico conferma che sicuramente l'aspetto normativo ed istituzionale influenza in modo significativo lo sviluppo del settore, incidendo sulla capacità dei fondi di raccogliere capitali. In generale, i paesi caratterizzati da un quadro regolamentare chiaro, stabile e prevedibile nel tempo tendono a sviluppare mercati di private equity più dinamici. In questi contesti gli investitori dispongono di maggiori certezze giuridiche e fiscali, fattori che riducono sensibilmente il livello di rischio percepito e favorisce l'afflusso di capitali verso questa asset class. Non sorprende quindi che mercati come quelli degli Stati Uniti e del Regno Unito rappresentino da tempo i principali punti di riferimento a livello internazionale. Le differenze tra i vari contesti istituzionali emergono chiaramente anche osservando alcuni dati di mercato. Negli Stati Uniti, ad esempio, il volume degli investimenti in private equity rappresenta una quota significativamente più elevata dell'economia rispetto a molti paesi europei. Secondo i dati di Invest Europe, anche nel contesto

europeo si osservano forti differenze tra i vari paesi: economie con mercati finanziari più sviluppati e un quadro normativo favorevole tendono ad attrarre una quota maggiore di capitali e operazioni, esempio del Regno Unito (Invest Europe, 2024). In Italia, il settore rimane ancora relativamente contenuto in termini di dimensione degli investimenti e numero di operazioni, rispetto ai principali mercati europei.

Alla luce di queste considerazioni, appare evidente che il quadro normativo non rappresenti soltanto un insieme di regole che disciplinano l'attività dei fondi, ma costituisca anche uno degli elementi che contribuiscono a determinare il grado di sviluppo e la competitività dei diversi mercati nazionali di private equity. Un ambiente regolamentare stabile e favorevole agli investimenti può infatti facilitare la crescita del settore e rafforzare il ruolo di questo tipo di finanziamento nel sostenere lo sviluppo delle imprese.

In sintesi, il quadro normativo italiano ora è più allineato al passato e meglio in sintonia con quello europeo, dal momento che i progressi saltano all'occhio, specie in termini di armonizzazione e apertura. Appurato ciò, i problemi non sono svaniti: rimangono resistenze culturali all'apertura del capitale, complessità procedurali per la burocrazia ancora segnalate dagli operatori e limitata profondità della base di investitori domestici che creano un freno per l'intero settore. Le regole possono preparare il terreno, ma non fanno miracoli da sole. Per far crescere davvero il private equity nel finanziamento dell'economia reale, servirà anche che gli imprenditori acquistino una mentalità finanziaria aperta. Se queste dinamiche accompagneranno l'innovazione normativa, il settore potrà esprimere un ruolo più centrale nel sistema economico italiano; in caso contrario, il rischio è che le riforme rimangano interventi correttivi senza un pieno effetto trasformativo.

4.3 Due Diligence

Nel contesto del private equity, la Due Diligence rappresenta il principale strumento attraverso cui il fondo di private equity assume una decisione informata sull'investimento, valutando se procedere o meno con l'operazione, a quali condizioni economiche e con quali meccanismi di tutela contrattuale. Si tratta di un'attività di analisi strutturata e multidisciplinare che viene svolta con l'obiettivo di colmare le asimmetrie informative tipiche delle operazioni di acquisizione, tutelare l'investitore da rischi latenti e predisporre un piano industriale realistico. Se in passato la due diligence era intesa come verifica dei dati finanziari, oggi il suo perimetro si è ampliato largamente. L'analisi non si limita più ai numeri di bilancio, ma comprende anche aspetti fiscali, legali, commerciali ed ESG. Ogni area esaminata contribuisce a costruire una visione ad ampio raggio dell'impresa target, comprendendo non solo la solidità attuale, ma anche la sostenibilità del modello di business e le prospettive di sviluppo. È importante precisare che la qualità della due diligence incide sull'intera operazione, dal momento che la valutazione del prezzo di acquisizione parte proprio da qui. Una valutazione approfondita può quindi modificare il prezzo che il fondo è disposto ad accettare per portare a termine l'operazione e influenzare già in fase preliminare le scelte che verranno adottate subito dopo l'acquisizione. In tal senso, la due diligence ricopre un momento determinante per l'impostazione strategica dell'investimento.

Il processo ha inizio dopo la firma di un accordo di esclusiva, “*Non Disclosure Agreement*” (NDA), in cui le parti si impegnano a condurre le verifiche nel rispetto della riservatezza e non divulgazione dei dati. L'impresa oggetto di analisi, con l'assistenza dei propri advisor, rende disponibili le informazioni rilevanti attraverso piattaforme online, mentre il fondo incarica team specializzati che si occupano delle analisi. A seconda della dimensione e della natura dell'operazione, i soggetti coinvolti possono includere revisori contabili, fiscalisti, avvocati, consulenti strategici, esperti ambientali ed ESG. Il coordinamento delle attività è assegnato al team interno del fondo, che definisce le priorità e ricompone le analisi settoriali in un unico documento di investimento. I tempi possono variare sensibilmente, in alcuni casi la due diligence dura poche settimane, in altri può arrivare anche a diversi mesi. Negli ultimi anni questa fase è diventata molto più strutturata, infatti come osservato da AIFI (2024), la crescente originalità delle operazioni e la sensibilità dei limited partners rispetto alla gestione dei rischi hanno portato i fondi a strutturare in

modo più rigoroso questa fase. Tra le diverse aree analizzate, la due diligence finanziaria assume un ruolo centrale, in quanto fornisce gli elementi necessari per valutare la reale redditività e la sostenibilità economica dell'azienda. La prima attività consiste nella riclassificazione dei bilanci e nella costruzione di uno schema gestionale che consenta di isolare l'EBITDA *Adjusted*. Attraverso questa voce di bilancio, cioè il margine operativo depurato da componenti straordinarie o non ricorrenti, è possibile per gli analisti rappresentare la base della valutazione d'impresa secondo i metodi più comuni (multipli o discounted cash flow). Ad esempio, possono essere esclusi dal conto economico elementi come sopravvenienze attive, contributi pubblici una tantum, costi legali straordinari o spese non operative sostenute dai soci. In alcune operazioni recenti, differenze anche rilevanti tra l'EBITDA contabile e quello rettificato hanno condotto a revisioni significative della stima iniziale del prezzo (Rosenbaum & Pearl, 2020).

Oltre al conto economico, particolare attenzione viene dedicata alla Posizione Finanziaria Netta (PFN), che rappresenta il saldo tra le disponibilità liquide (cassa ed equivalenti) e i debiti finanziari complessivi. Il prezzo implicito dell'operazione, secondo quanto riportato da valutazioni esistenti, viene espresso in termini di Enterprise Value: Equity Value (market capitalization) + PFN. Quest'ultima componente deve includere tutte le componenti di debito, comprese quelle meno visibili nei bilanci: come ad esempio factoring pro-soluto, debiti di qualsiasi natura, leasing finanziari, ratei di interessi non contabilizzati e passività potenziali. La presenza di crediti commerciali scaduti da oltre 180 giorni o l'assenza di politiche strutturate di recupero rappresentano segnali d'allarme che richiedono interventi correttivi (Howson, 2017).

Da sottolineare l'importanza dell'analisi dei flussi di cassa storici, che consente di verificare se la generazione di liquidità operativa sia coerente con i margini dichiarati e se vi siano elementi di volatilità o stagionalità non evidenziati a livello contabile. Gli strumenti utilizzati includono modelli di riconciliazione tra dati contabili e simulazioni di sensitività su documentazione a supporto (fatture, contratti, registri IVA), nonché meeting periodici con il Chief Financial Officer (CFO) dell'azienda target. Nei casi più complessi, il fondo può avvalersi di strumenti digitali per l'analisi automatica delle transazioni contabili o per la mappatura dei flussi finanziari. È prassi consolidata richiedere la predisposizione di un closing account aggiornato alla data di firma del contratto, per verificare eventuali variazioni intervenute nella posizione finanziaria rispetto ai dati analizzati in fase di due diligence (Deloitte, 2022).

Accanto all'analisi finanziaria, la due diligence commerciale e strategica ha l'obiettivo di valutare la posizione di mercato della target, la validità del modello di business, la scalabilità delle attività e la coerenza del piano industriale. Innanzitutto, l'analisi commerciale si concentra sulla composizione dei ricavi e sulla solidità della domanda. All'interno vengono esaminati la struttura della clientela, i canali distributivi, il grado di diversificazione geografica e gli indicatori che segnalano la capacità dell'impresa di mantenere e ampliare la propria quota di mercato. Un elemento che spesso risalta agli occhi degli investitori è la concentrazione del fatturato. Se oltre il 50% dei ricavi dipende dai primi tre clienti, il rischio di dipendenza diventa evidente: la perdita anche di un solo contratto può alterare in modo significativo gli equilibri economici. Allo stesso modo, il tasso di abbandono dei clienti anno su anno offre indicazioni sulla qualità della relazione commerciale e sulla sostenibilità dei flussi futuri. Non si tratta di semplici numeri, ma di segnali anticipatori della resilienza del modello di business.

Il confronto con benchmark di settore consente poi di collocare la target in un panorama più ampio. Attraverso analisi comparative, il fondo valuta se i margini, i tassi di crescita e la dinamica dell'innovazione siano coerenti con quelli di concorrenti simili o se emergano scostamenti che richiedono spiegazioni specifiche (Bain & Company, 2021). È proprio qui che si capisce se i risultati sono solidi nel tempo o solo un colpo di fortuna passeggero.

Particolarmente essenziale è la validazione del business plan presentato dall'azienda. Si ricontrollano le ipotesi di crescita, l'evoluzione attesa dei margini e il fabbisogno di investimenti, le quali vengono rilette alla luce dei dati storici e delle evidenze emerse durante la prima analisi. Non è raro che vengano costruiti scenari alternativi (conservativo, intermedio e ottimistico) per testare la tenuta dell'investimento rispetto a variazioni di mercato o a possibili ritardi nell'esecuzione delle strategie operative.

A differenza delle aree sopra descritte, che si concentrano prevalentemente sulla validazione del valore esistente, la due diligence ESG introduce una prospettiva orientata alla sostenibilità futura dell'impresa. In particolare, viene valutata la gestione ambientale, la sicurezza sul lavoro e la conformità agli standard internazionali. Le informazioni vengono raccolte attraverso audit documentali, interviste e checklist standardizzate, secondo le linee guida elaborate da enti come Invest Europe (2021) e i Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI, 2022). La presenza di certificazioni ambientali e la pubblicazione di report ESG rappresentano

segnali positivi che possono incidere favorevolmente sull'accesso a fonti di finanziamento sostenibile e sull'attrattività dell'impresa nel lungo periodo. Nel caso in cui emergano rischi ambientali o sociali, ad esempio l'assenza di presidi adeguati sulla sicurezza dei lavoratori o la localizzazione di impianti in aree soggette a vincoli, il fondo può decidere di prevedere un piano di adeguamento o condizionare l'operazione all'attuazione di specifiche misure correttive.

Una volta chiusa l'analisi, le diverse evidenze confluiscono tutte in un "investment paper", ovvero un documento interno che riassume la valutazione complessiva dell'operazione e del tema legato al risk-management. È proprio in questa fase che l'analisi tecnica si traduce in decisione. Qui, le criticità individuate possono incidere in modo diretto sulla negoziazione e talvolta portano a una revisione al ribasso del prezzo. In alcune situazioni si può arrivare alla richiesta di specifiche clausole di garanzia o nelle situazioni più problematiche, si può persino interrompere la trattativa.

Le informazioni raccolte durante la due diligence rappresentano la base per il cosiddetto "piano dei primi cento giorni", ossia il programma operativo che guida l'intervento iniziale del fondo dopo l'acquisizione. Dentro questo programma vengono definite le priorità, a partire dall'eventuale rafforzamento della governance, la revisione dei processi interni e interventi sull'organizzazione commerciale (EY, 2022). In altre parole, ciò che è emerso come rischio in fase di analisi diventa spesso il punto di partenza per la creazione di valore.

La due diligence è quindi, sì uno strumento di costruzione strategica, ma serve anche ad evitare errori e a contenere rischi. In poche parole, consente al fondo di comprendere in profondità l'impresa, di calibrare le aspettative di rendimento e di impostare un percorso di sviluppo coerente con le sue caratteristiche strutturali.

Non è un caso che la qualità della due diligence sia considerata una competenza distintiva dei gestori di private equity. In un contesto in cui aumentano le richieste di trasparenza, attenzione ai profili ESG e solidità della governance, questa fase tende a diventare ancora più centrale, non solo per proteggere l'investimento, ma per legittimarlo di fronte agli investitori.

4.4 Fiscalità e tassazione delle operazioni

Accanto al quadro normativo e ai processi operativi analizzati nelle sezioni precedenti, la fiscalità rappresenta un ulteriore elemento regolatorio che incide in modo diretto sulle modalità con cui i fondi di private equity strutturano e realizzano le operazioni. Le scelte fiscali non si collocano infatti in una dimensione separata rispetto alla regolamentazione e alla due diligence, ma ne costituiscono un naturale completamento, influenzando la struttura dei veicoli di investimento, le modalità di acquisizione, la definizione del prezzo e l'architettura contrattuale dell'investimento. Già nella fase di due diligence emerge con chiarezza che la fiscalità non è un elemento accessorio dell'operazione, al contrario, accompagna l'intero ciclo di vita dell'investimento. In tale ottica, la tassazione non si colloca ai margini del processo decisionale, ma ne costituisce una componente strutturale, con effetti diretti sull'efficienza economica dell'operazione e sulla sostenibilità dei flussi nel medio-lungo periodo. Ricopre un ruolo centrale che deriva dalla natura stessa delle operazioni di private equity, poiché si tratta di strutture articolate che possono includere leveraged buyout e/o riorganizzazioni societarie con piani di incentivazione del management. Ognuno di questi passaggi genera implicazioni fiscali specifiche e per tale motivo la pianificazione fiscale non è orientata unicamente alla minimizzazione dell'imposizione, ma alla costruzione di un assetto coerente e prevedibile. L'obiettivo è ridurre l'incertezza e prevenire distorsioni che potrebbero compromettere la creazione di valore, soprattutto in un contesto normativo sempre più attento ai profili di compliance.

Nella penisola, le operazioni sono realizzate in larga scala attraverso fondi di investimento alternativi chiusi riservati, caratterizzati da un regime di sostanziale neutralità fiscale. Il fondo non è soggetto a imposizione sui redditi generati secondo il regime applicabile alla loro natura giuridica, poiché la tassazione interviene soltanto al momento della distribuzione di profitti agli investitori. Questo meccanismo evita fenomeni di doppia imposizione e rafforza la funzione del fondo come strumento di intermediazione del risparmio, piuttosto che come soggetto economico autonomo. La stabilità e la chiarezza di questo impianto sono particolarmente rilevanti per gli investitori istituzionali, per i quali il trattamento fiscale costituisce una variabile decisiva nelle scelte di allocazione. Non a caso, secondo Invest Europe, oltre l'85% dei fondi operanti nel mercato europeo utilizza veicoli fiscalmente trasparenti o neutrali, concentrando l'imposizione a

livello degli investitori finali (Invest Europe, 2024). L'allineamento della disciplina italiana a questo standard ha contribuito a ridurre distorsioni competitive e a rendere il sistema più attrattivo per capitali esteri. Anche se, da quanto emerge da report di settore, permangono complessità amministrative e una certa stratificazione normativa.

Le acquisizioni possono avvenire tramite acquisto di partecipazioni (share deal) oppure mediante acquisizione diretta di asset o rami d'azienda (asset deal), con effetti fiscali profondamente diversi a seconda dell'architettura contrattuale dell'operazione. Se si guarda al caso dello share deal, la società target mantiene la propria soggettività giuridica, preservando il valore fiscale degli asset ed evitando l'emergere di plusvalenze imponibili. Questa soluzione consente continuità nei rapporti contrattuali e riduce le discontinuità operative. Tuttavia, implica l'assunzione dei rischi fiscali pregressi, che vengono analizzati in sede di due diligence e gestiti attraverso strumenti contrattuali quali garanzie e/o indennizzi. I dati di mercato confermano la prevalenza di questa impostazione: secondo AIFI, oltre l'80% dei buyout realizzati negli ultimi anni in Italia ha assunto la forma di acquisizione di partecipazioni, mentre l'asset deal resta residuale. Esso viene utilizzato soprattutto in presenza di passività latenti significative o in contesti di ristrutturazione complessa. L'acquisizione di asset può consentire una riallocazione del valore fiscale dei beni e offrire maggiore flessibilità gestionale, ma comporta la tassazione immediata delle plusvalenze in capo al venditore. Secondo AIFI, inoltre, la scelta tra queste due modalità dipende da una pluralità di fattori, tra cui la struttura dell'impresa target, le criticità emerse in fase di analisi preliminare e gli obiettivi strategici del fondo, confermando il legame stretto tra due diligence e impostazione fiscale dell'operazione (AIFI, 2023).

Un ulteriore elemento centrale riguarda l'utilizzo della leva finanziaria e le conseguenti implicazioni fiscali. Il ricorso al debito rappresenta una componente strutturale di molte operazioni di private equity, in quanto consente di amplificare il rendimento del capitale investito. I vigenti limiti normativi impongono una pianificazione accurata della struttura finanziaria e della deducibilità degli interessi passivi. Proprio quest'ultimi devono essere collegati alla capacità reddituale dell'impresa, poiché nelle operazioni di leveraged buyout il livello di indebitamento iniziale può essere significativo. Secondo stime PwC (2024), circa il 60% delle operazioni di buyout in Europa utilizza una leva finanziaria superiore a tre volte l'EBITDA, rendendo la corretta

strutturazione fiscale del debito uno dei principali fattori di attenzione nella fase di impostazione dell'operazione.

Le considerazioni fiscali continuano a svolgere un ruolo rilevante anche nella fase di gestione della partecipazione. Le decisioni relative alla distribuzione dei dividendi, alle operazioni di rifinanziamento, alle riorganizzazioni societarie e all'introduzione di piani di incentivazione del management devono essere valutate tenendo conto dell'impatto fiscale complessivo. Un ambito delicato riguarda i piani di incentivazione del management. Strumenti partecipativi, meccanismi di co-investimento o schemi legati alla performance sono spesso utilizzati per allineare gli interessi tra fondo e management team, e la loro efficacia dipende in larga misura dalla corretta impostazione fiscale. Anche in questa fase, la dimensione tributaria incide chiaramente sulla governance dell'operazione e sulle modalità attraverso cui il fondo esercita il proprio ruolo di azionista attivo. La fiscalità, in termini pratici, contribuisce a definire non solo l'efficienza economica dell'investimento, ma anche l'architettura degli incentivi che sostengono il percorso di crescita dell'impresa partecipata.

Osservando quantitativamente il gettito pubblico, è importante sottolineare che l'impatto fiscale del private equity si manifesta prevalentemente a livello delle imprese partecipate, piuttosto che in capo ai fondi stessi. In Italia, l'aliquota nominale dell'imposta sul reddito delle società (IRES) è pari al 24%, a cui si aggiunge l'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP), con un'aliquota media intorno al 3,9%. Secondo i dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze, nel 2022 il gettito complessivo derivante da IRES e IRAP ha superato i 75 miliardi di euro, evidenziando il ruolo centrale delle imprese strutturate nel finanziamento della spesa pubblica (Agenzia delle Entrate 2023).

L'effetto fiscale del private equity si estende anche alla componente occupazionale. La quale tende a registrare una crescita maggiore nelle imprese partecipate e superiore rispetto a imprese comparabili non partecipate, con conseguente incremento del gettito contributivo e dell'imposizione sul lavoro. Secondo AIFI, tra il 2018 e il 2022 le aziende partecipate da fondi di private equity in Italia hanno registrato una crescita media dell'occupazione pari a circa il 7% annuo. Questo dato suggerisce che l'impatto fiscale del private equity non si esaurisce nella tassazione dei redditi d'impresa, ma si estende al finanziamento del sistema previdenziale e alla sostenibilità complessiva del mercato del lavoro (AIFI, 2023; PwC, 2024).

La fase di dismissione dell'investimento rappresenta il momento in cui le scelte fiscali compiute nelle fasi precedenti manifestano pienamente i loro effetti. Infatti, la fase di exit rappresenta il momento in cui le scelte fiscali assumono un impatto immediatamente misurabile. A questo proposito, per calcolare il rendimento netto dell'investimento, bisogna prima calcolare la tassazione delle plusvalenze e l'eventuale applicazione di regimi di esenzione. Nel sistema italiano, le plusvalenze realizzate da persone fisiche sono assoggettate a imposta sostitutiva con aliquota del 26%. Per i soggetti societari, invece, opera il regime di "*participation exemption*", che consente l'esenzione parziale del capital gain sotto determinate condizioni. Secondo le stime dell'Agenzia delle Entrate, nel triennio 2020-2022 il gettito derivante dalla tassazione delle plusvalenze su partecipazioni societarie ha superato i 6 miliardi di euro, dei quali una quota significativa dei quali riconducibile a operazioni straordinarie e dismissioni di rilievo.

Alla luce di queste dinamiche, la fiscalità non può essere relegata a un piano meramente tecnico. Essa incide lungo tutto il ciclo dell'investimento, partendo dall'orientamento delle scelte iniziali alla definizione della struttura dell'operazione che ne determina il risultato finale. L'analisi condotta nel corso di questo lavoro mostra come il private equity non sia semplicemente un apporto di capitale in imprese non quotate, ma un pratico esempio di strumento finanziario finalizzato allo sviluppo di aziende. Il valore generato dipende dalla capacità del fondo di intervenire in modo attivo e organizzato sull'impresa partecipata. In questo quadro, le scelte fiscali contribuiscono a definire i confini operativi entro cui i fondi si muovono. La capacità di gestire tali interazioni in modo coerente rappresenta uno degli elementi che distingue i gestori più strutturati. Non si tratta soltanto di ottimizzare le imposte fiscali, ma di integrare il gettito all'interno di una strategia complessiva di investimento.

Conclusione

Il presente lavoro ha esaminato il ruolo del Private Equity nel sistema economico italiano, con l'obiettivo di comprendere come questa forma di investimento possa contribuire allo sviluppo e alla crescita delle imprese. L'analisi è stata condotta considerando sia aspetti teorici legati al funzionamento dei fondi di Private Equity, sia l'evoluzione del mercato italiano negli ultimi anni. La ricerca ha posto in evidenza come il Private Equity in Italia non sia semplicemente un'alternativa al credito bancario, bensì un indicatore della direzione in cui sta andando il nostro sistema produttivo. Si è delineato un settore che ha acquisito solidità e maggiore maturità operativa nel corso degli anni, i cui effetti dimostrano che può contribuire significativamente alla crescita delle imprese partecipate e alla loro competitività. La sua evoluzione rimane tuttavia condizionata da caratteristiche strutturali profonde e limitanti. Il tessuto industriale italiano è composto in larga parte da imprese familiari di piccola e media dimensione che prediligono il controllo proprietario e il ricorso al debito bancario. In questo contesto il capitale di rischio non è ancora percepito come uno strumento naturale di sviluppo ma come un passaggio delicato che richiede fiducia e apertura culturale. Uno degli aspetti più rilevanti emersi dall'analisi riguarda il contributo concreto che i fondi di Private Equity offrono non soltanto alle imprese partecipate, ma al sistema economico italiano nel suo complesso attraverso investimenti, crescita dell'occupazione e dell'export. Si è potuto osservare anche un progressivo sviluppo del settore, sostenuto da condizioni macroeconomiche in ripresa dopo la crisi scaturita dal conflitto in Ucraina, dal conseguente aumento dei tassi d'interesse e da una significativa evoluzione del quadro regolamentare. Permane tuttavia un gap dimensionale significativo rispetto ai principali mercati europei, espressione di vincoli culturali e strutturali radicati che le riforme regolamentari possono attenuare ma non risolvere nel breve periodo.

Risulta inoltre necessario evidenziare alcune limitazioni della tesi. Lo studio si basa principalmente su dati secondari provenienti da report di settore e fonti disponibili online. Sebbene tali informazioni permettano di delineare un quadro generale dell'evoluzione del mercato, alcuni aspetti delle operazioni di Private Equity risultano difficilmente osservabili nel dettaglio a causa della natura riservata di molte informazioni finanziarie e contrattuali. Future ricerche potrebbero approfondire l'analisi attraverso lo studio di specifiche operazioni o l'utilizzo di dati a livello di

impresa, con l'obiettivo di misurare con maggiore precisione l'impatto degli investimenti di Private Equity sulle performance aziendali nel medio e lungo periodo.

Il Private Equity non dovrebbe quindi essere visto come un attore esterno che interviene per massimizzare un rendimento di breve periodo, per poi "abbandonare" le imprese in cui ha investito. Se inserito in un quadro regolamentare chiaro e in relazioni fondate su reale allineamento di interessi, può rappresentare una leva di trasformazione strutturale che parte da processi di innovazione tecnologica fino all'apertura a mercati internazionali. In questa prospettiva, se verrà utilizzato con visione e responsabilità, il Private Equity potrà contribuire al rafforzamento del sistema economico italiano, aumentando l'occupazione e l'afflusso di capitali esteri per sostenere la crescita.

Bibliografia

Agenzia delle Entrate (2023) *Relazione annuale sul gettito tributario*, Roma.

AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (2022) *Rapporto annuale sul mercato italiano del Private Equity*. Milano: AIFI.

AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (2024) *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt - Rapporto annuale 2024*. Milano: AIFI - PwC.

American Investment Council (2021) *Public pension fund investment in private equity*. Washington: American Investment Council.

Amundi (2025) *AgrItaly PIR ELTIF – Prospetto informativo*. Milano: Amundi SGR.

Bain & Company (2021) *Global Private Equity Report 2021*. Boston: Bain & Company.

Bain & Company (2024) *Global Private Equity Report 2024*. Boston: Bain & Company.

Bain & Company (2025) *Global Private Equity Report 2025*. Boston: Bain & Company.

Baker & Smith (1998) *The new financial capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the creation of corporate value*, Cambridge University Press.

Banca d'Italia (2016) *Non-bank finance for firms: evidence from Italy*. Roma: Banca d'Italia.

Banca d'Italia (2023) *Relazione annuale 2023*. Roma: Banca d'Italia.

Banca d'Italia (2025) *Relazione annuale 2025*. Roma: Banca d'Italia.

CACEIS (2010) *A thorough understanding of private equity*. Paris: CACEIS Investor Services.

Caselli (2023) *Private equity e venture capital*. Milano: Bocconi University Press.

Cassa Depositi e Prestiti (2023) *Relazione annuale 2023*. Roma: CDP.

Cassa Depositi e Prestiti (2024) *Sostegno alla transizione digitale delle PMI italiane*. Roma: CDP.

Coin & Vacca (2015) “Non-bank finance for firms: the role of private equity funds in Italy”, *Empirical Economics*.

Commissione Europea (2011) *Directive 2011/61/EU on alternative investment fund managers (AIFMD)*. Brussels.

Cumming & Monteiro (2023) “Sovereign wealth fund investment in private equity”, *Journal of International Business Studies*.

De Massis et al. (2008) “Factors preventing intra-family succession”, *Family Business Review*.

Deloitte (2022) *Private Equity Trends 2022*. London: Deloitte.

European Parliament and the Council (2019) *Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR)*. Official Journal of the European Union.

Gompers & Lerner (2004) *The venture capital cycle*. Cambridge.

Harris et al. (2014) “Private equity performance: What do we know?”, *Journal of Finance*.

Howson (2017) *Commercial due diligence: the key to understanding value in acquisitions*.

INSEAD (2019) *Global Private Equity Initiative Report*: INSEAD.

Invest Europe (2021) *Investing in Europe: Private Equity Activity 2020*. Brussels: Invest Europe.

Invest Europe (2023) *Taxation of private equity and venture capital in Europe*. Brussels.

Invest Europe (2024) *Investing in Europe: Private Equity Activity 2023*. Brussels: Invest Europe.

IPEV Board (2022) *International private equity and venture capital valuation guidelines*. Brussels: IPEV Board.

ISTAT (2023) *Struttura e dimensione delle imprese in Italia – Rapporto annuale*. Roma: Istituto Nazionale di Statistica.

Jenkinson et al. (2013) “How fair are the valuations of private equity funds?”, University of Oxford.

Jensen (1989) “Eclipse of the public corporation”, *Harvard Business Review*.

Jensen & Meckling (1976) “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*.

Kaplan & Schoar (2005) “Private equity performance: returns, persistence, and capital flows”, *Journal of Finance*.

Kaplan & Strömberg (2009) “Leveraged buyouts and private equity”, *Journal of Economic Perspectives*.

Long & Nickels (1996) “A private investment benchmark”, *AIMR Conference Proceedings*.

Luciano (2025) *Private equity – materiale didattico*. Torino: Politecnico di Torino.

McKinsey & Company (2025) *Global private markets report 2025: braced for shifting weather*. New York: McKinsey & Company.

Ministero dell’Economia e delle Finanze (2025) *Relazione sui mercati finanziari*. Roma: MEF.

Morgan Stanley (2024) *Private equity outlook 2024*. New York: Morgan Stanley.

OECD (2022) *Financing SMEs and entrepreneurs 2022: an OECD scoreboard*. Paris: OECD Publishing.

Osservatorio AUB (2023) *Le imprese familiari italiane*. Milano: AUB – Università Bocconi.

Phalippou (2008) “The hazards of using IRR to measure performance: the case of private equity”, *Journal of Applied Corporate Finance*.

Phalippou (2017) *Private equity laid bare*, CreateSpace Independent Publishing Platform.

Preqin (2023) *Global private equity and venture capital report 2023*. London: Preqin Ltd.

Preqin (2024) *Global private equity and venture capital report 2024*. London: Preqin Ltd.

PwC (2023) *Global family business survey 2023*. London: PwC.

PwC (2024) *The economic impact of private equity and venture capital in Italy*. PwC Italia.

Rosenbaum & Pearl (2020) *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions*.

Sovereign Wealth Fund Institute (2022) *Global SWF assets under management report*.

The Business Research Company (2024) *Private equity market report 2024–2034*. London: The Business Research Company.