

LUISS 

Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra: Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Il Private Equity nel periodo 2021-2023:  
analisi delle principali operazioni e dei  
rendimenti sul mercato italiano

Prof. Claudio Boido

---

RELATORE

Matr.275971 Federico Maria Tonale

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

## INDICE

<b>Introduzione</b>	4
<b>CAPITOLO 1: Aspetti definitivi e struttura delle operazioni</b>	6
1.1 Definizione del <i>Private Equity</i>	6
1.2 Capitale di rischio ( <i>Equity</i> ) vs debito ( <i>Debt</i> )	7
1.3 Differenza tra il <i>Private Equity</i> e le altre forme di investimento	11
1.3.1 Differenza fra PE e VC	12
1.4 Ciclo di vita di un'impresa e fonti di finanziamento	13
1.5 Il mercato del <i>Private Equity</i>	18
1.5.1 Il mercato in Europa	18
1.5.2 Il mercato in Italia	20
1.6 Il mercato del <i>Private Equity</i>	25
1.6.1 Il <i>fundraising</i>	25
1.6.2 Identificazione e valutazione delle opportunità di investimento	27
1.6.3 <i>Due Diligence</i> : analisi finanziaria, operativa e legale	29
1.6.4 Strutturazione e negoziazione degli accordi di investimento	30
1.6.5 Gestione e monitoraggio	31
1.6.6 Disinvestimento	31
<b>CAPITOLO 2: LA VALUTAZIONE DELL'INVESTIMENTO</b>	
2.1 Misure di rendimento nel settore del <i>Private Equity</i>	32
2.1.1 <i>IRR: Internal Rate of Return</i>	32
2.1.2 <i>Distributions to Paid-In Capital (DPI)</i>	34
2.1.3 <i>Residual Value to Paid-In Capital (RVPI)</i>	36
2.1.4 <i>Total Value to Paid-In Capital (TVPI)</i>	37
2.1.5 <i>Multiple on Invested Capital (MOIC)</i>	39
2.2 Rendimento della curva a J	41
2.3 Fattori che influenzano le performance degli investimenti	44
2.3.1 Fattori economici	44
2.3.1.1 Impatto dei tassi di interesse sui costi di finanziamento.	44
2.3.1.2 Impatto dell'Inflazione	46
2.3.2 Fattori settoriali	48
2.3.3 Fattori aziendali	50
2.4 <i>Benchmarking</i> e confronto con altre classi di attività	51
2.4.1 Il <i>benchmarking</i> nel contesto del <i>Private Equity</i>	51
2.5 Analisi delle performance dei PE nel lungo termine	53

<b>CAPITOLO 3: ANALISI DELLE PRINCIPALI OPERAZIONI -PERIODO 2021 -23</b>	56
3.1 Gli intermediari finanziari operanti nel mercato italiano	56
3.2 I <i>deal</i> più rilevanti	59
3.3 Il trend del settore di <i>Private Equity</i>	65
3.3.1 I numeri del <i>Private Equity</i> nel triennio 2021-2023	65
3.3.2 Il <i>trend</i> del 2024	67
3.4 L'eticità dell'investimento	70
<b>Conclusioni</b>	74
<b>Bibliografia</b>	75
<b>Sitografia</b>	75

## Introduzione

La tesi intitolata "*Private Equity nel periodo 2021-2023: analisi delle principali transazioni e rendimenti nel mercato italiano*" si pone l'obiettivo di analizzare le performance, le tendenze e alcune specifiche transazioni nel settore del *Private Equity* (PE), concentrandosi sull'Italia in un periodo critico, 2021-2023, caratterizzato da turbolenze economiche.

Il *Private Equity* è da tempo diventato una componente significativa nel panorama degli investimenti, in particolare nei periodi che presentano volatilità e incertezza del mercato. Negli ultimi decenni, la sua importanza è aumentata dal momento che sia gli investitori istituzionali sia i soggetti che detengono un patrimonio netto elevato cercano vie alternative in modo da ottenere rendimenti tali da superare gli investimenti tradizionali del mercato pubblico. In particolare, questa tendenza è risultata evidente nel periodo dal 2021 al 2023, ovvero quando l'economia mondiale è emersa dalla pandemia globale di COVID-19, per affrontare nuove sfide quali le pressioni inflazionistiche, l'aumento dei tassi di interesse e l'instabilità geopolitica.

Questo studio intende dare una panoramica delle modalità secondo cui opera il *Private Equity* e dei fattori che ne influenzano le performance, in particolare nel contesto di un ambiente finanziario che si presenta in rapido cambiamento.

Il primo obiettivo di questo elaborato è quello di fornire una comprensione completa del *Private Equity* come classe di attività, delineandone la struttura, le strategie di investimento e le differenze rispetto ad altre forme di investimento come *Venture Capital*. Diversamente dai titoli azionari pubblici che prevedono investimenti in società quotate in borsa, il *Private Equity* comporta l'acquisizione di quote in società private. Si tratta in genere di investimenti effettuati con lo scopo di migliorare le prestazioni e incrementare la redditività di queste attività, prima di uscirne da esse in modo definitivo attraverso vendite ad altri investitori, fusioni oppure offerte pubbliche iniziali (IPO).

Il primo capitolo della tesi si concentra quindi sulla definizione dei concetti fondamentali del *Private Equity*, comprese le varie fasi del ciclo di investimento, dalla raccolta di capitali e dall'approvvigionamento di accordi alla gestione del portafoglio e alle strategie di uscita. Tratta inoltre i tipi di società che in genere attraggono investitori PE, come le piccole e medie imprese (PMI) con elevato potenziale di crescita o società in difficoltà che richiedono una ristrutturazione operativa. Vengono inoltre analizzate le diverse fonti di finanziamento per queste aziende, capitale proprio contro debito.

In questo studio un tema chiave è la resilienza del mercato del *Private Equity* nel periodo altamente volatile dal 2021 al 2023, periodo iniziato con sforzi di ripresa economica senza precedenti, a seguito della pandemia di COVID-19, con le banche centrali di tutto il mondo che hanno adottato politiche monetarie ultra-allentate per stimolare la crescita.

Il mercato italiano, come altri mercati europei, ha registrato un forte incremento nell'attività di conclusione di accordi, grazie a tassi di interesse storicamente bassi e ad un'ampia liquidità. Tuttavia, nel 2023, le condizioni di mercato sono cambiate in modo sostanziale, principalmente per via dell'aumento dell'inflazione e della risposta delle banche centrali, che ha determinato tassi di interesse più elevati. Ciò, a sua volta, ha influito sulla capacità delle società di PE di finanziare accordi, provocando un

rallentamento dei nuovi investimenti e una maggiore attenzione sui miglioramenti operativi all'interno dei portafogli esistenti.

La seconda parte dello studio approfondisce le specificità del mercato italiano: l'Italia è tradizionalmente un terreno fertile per gli investimenti di *Private Equity*, in particolare nel vivace settore delle PMI. Si tratta spesso di aziende a conduzione familiare, che presentano, per le società di PE, opportunità uniche di aggiungere valore attraverso *partnership* strategiche, competenze gestionali e iniezioni di capitale. Nel periodo studiato, il mercato italiano del PE ha visto un'attività sostanziale, in particolare in settori come l'industria, l'assistenza sanitaria e i beni di consumo, che hanno attirato un grande interesse da parte di investitori nazionali e internazionali. Tuttavia, la ricerca evidenzia anche le sfide affrontate dal mercato italiano, tra cui gli ostacoli normativi, l'instabilità politica e il ritmo relativamente più lento della ripresa economica rispetto ad altre importanti economie europee.

La tesi cerca di analizzare alcune delle transazioni più significative nel mercato italiano del *Private Equity* durante questo periodo, esaminandone la struttura, le motivazioni alla base e i risultati finali. In tal modo, mira a fornire un quadro più chiaro di come il *Private Equity* abbia contribuito all'economia italiana sia in termini di creazione di posti di lavoro sia in termini di crescita economica complessiva. Inoltre, particolare attenzione è data ai rendimenti generati da questi investimenti, per gli investitori stessi e per le aziende coinvolte.

Lo studio include anche una discussione sulle considerazioni etiche degli investimenti in *Private Equity*, in particolare per quanto riguarda il loro impatto sui dipendenti delle aziende, sulle comunità e sulla sostenibilità a lungo termine. Mentre le società di PE spesso apportano miglioramenti operativi e stabilità finanziaria alle loro società in portafoglio, i critici sostengono che l'attenzione ai profitti a breve termine può talvolta determinare risultati negativi, come riduzione dei posti di lavoro o degli investimenti nell'innovazione.

## CAPITOLO 1: Aspetti definatori e struttura delle operazioni

### 1.1 Definizione di *Private Equity* (PE)

Il *Private Equity* è l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo (*high grow companies*). Si tratta di un'attività effettuata prevalentemente da investitori istituzionali al fine di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita nella società finanziata o dalla sua quotazione in borsa" (Borsa Italiana).

Quindi è una categoria di investimenti finanziari, di medio-lungo termine, in società generalmente non quotate, con cui vengono apportati nuovi capitali mediante l'acquisto di azioni oppure sottoscrivendo azioni di nuova emissione.

Il PE è un tipo di investimento in cui gli investitori acquisiscono quote proprietarie all'interno delle aziende consolidate hanno l'obiettivo di crescere o di ristrutturare l'attività, apportando modifiche strategiche e operative per aumentare il valore dell'azienda nel lungo termine. L'obiettivo è quindi di valorizzare la società per poi vendere la partecipazione sul mercato.

Le società di *Private Equity*, con la creazione di un fondo dedicato, possono acquisire aziende in proprio o come componente di un consorzio.

Nelle operazioni di PE l'investitore non si limita a investire liquidità nell'azienda ma in genere:

1. sostiene anche l'idea imprenditoriale con consulenze professionali,
2. partecipa alle decisioni strategiche
3. offre le proprie conoscenze ed esperienze.

In ogni caso, però la gestione operativa resta nelle mani dell'imprenditore.

È evidente che l'investitore può essere utile anche per l'azienda, in termini di notorietà, per esempio accrescendo la fiducia del mercato nel momento della quotazione.

Qualora la società in cui si investe abbia successo, l'investitore istituzionale esce dalla partecipazione nel momento in cui la società abbia raggiunto lo sviluppo previsto. Se invece non venissero raggiunti gli obiettivi prefissati e non sia più possibile risolvere una situazione di crisi presente, allora l'investitore deciderà di abbandonare e, in questo caso, l'uscita dalla società può avvenire secondo diverse modalità, ricorrendo a:

- la quotazione in Borsa,
- la vendita dei titoli ad altre società o a nuovi investitori,
- il riacquisto dei titoli da parte dell'azienda stessa.

Nelle immagini seguenti, tratte dal sito della Pictet (*Il Private Equity e la differenza con il Venture Capital - Pictet*) viene schematizzato il funzionamento del PE, gli obiettivi e i possibili scenari.

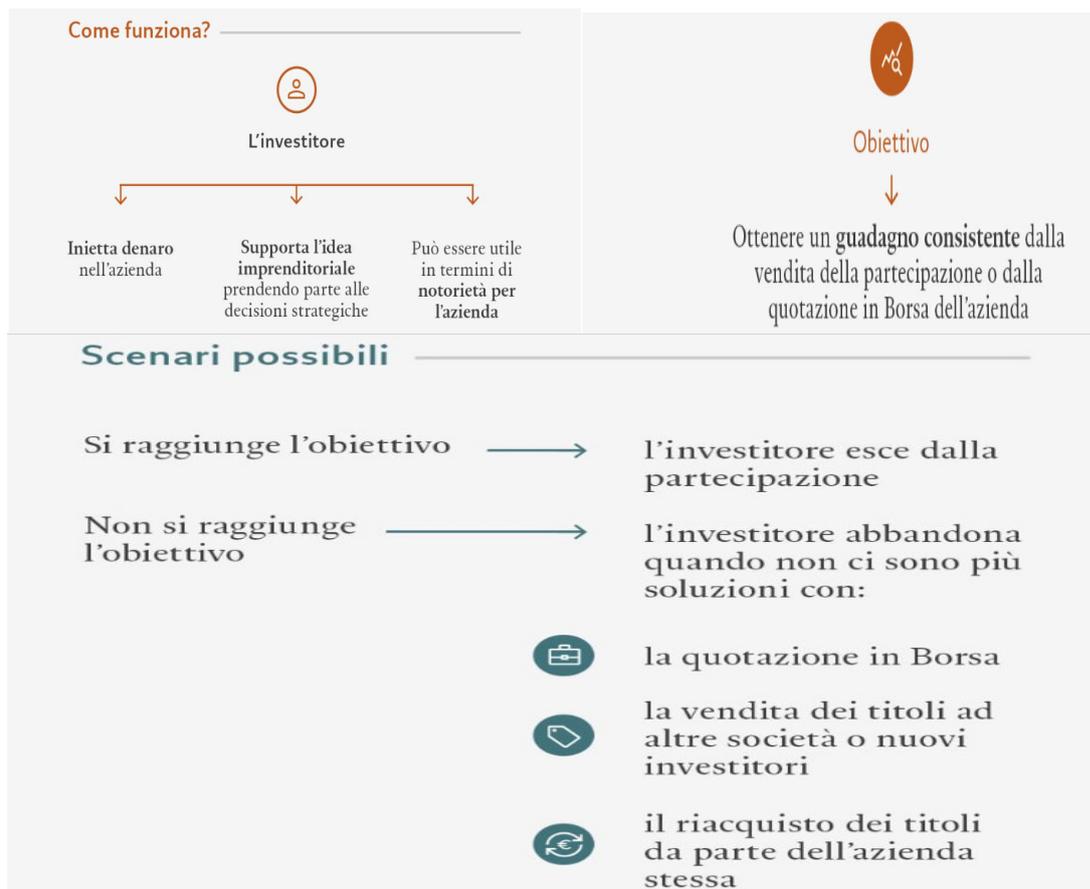


Figura n.1: Funzionamento, obiettivi e scenari del Private Equity

## 1.2 Capitale di rischio (Equity) vs debito (Debt)

Una delle scelte di fronte a cui si ritrovano molte aziende è quella di come finanziarsi e raccogliere capitale per le necessità dell'attività.

Esistono due principali tipi di raccolta del capitale: finanziamento via *equity* o via debito, anche se la maggior parte delle aziende utilizzano una combinazione dei due. Entrambe le due modalità di finanziamento presentano vantaggi e svantaggi e sono influenzate dalla situazione finanziaria, dalle prospettive di crescita e dalla struttura dell'azienda in questione.

Il finanziamento via *equity* comporta la vendita di una porzione dell'*equity* di una società in cambio di capitale e ha come risvolto positivo il fatto che l'azienda non avrà obbligazioni derivante da questa raccolta. Infatti, questo tipo di finanziamento non aggiunge alcun onere finanziario in capo all'azienda, non comporta obblighi di rimborso e fornisce capitale circolante aggiuntivo che può essere utilizzato per la crescita aziendale. Il lato negativo è riconducibile al doversi privare di una percentuale, più o meno significativa, della proprietà dell'azienda, con eventuali implicazioni sul controllo di quest'ultima.

Il finanziamento azionario comporta la vendita di azioni ordinarie e altri strumenti azionari o quasi-*equity* come azioni privilegiate, azioni privilegiate convertibili e azioni proprie che includono azioni ordinarie e warrant. Questa azione può incidere sugli azionisti esistenti e sulla capacità di raggiungere nuovi azionisti.

Le principali fonti del finanziamento via equity sono:

- *Angel investors*: individui facoltosi che forniscono capitale alle start-up e alle imprese in fase iniziale, spesso in cambio di azioni societarie o di debito convertibile. Si tratta generalmente di ex imprenditori che oltre ai fondi offrono anche la loro esperienza e il loro network. Tali investitori spesso sono motivati non solo da un mero ritorno economico ma anche dal desiderio di dare un impatto positivo, supportando le idee innovative.
- *Crowdfunding*: è un metodo di raccolta fondi che permette alle imprese di ottenere capitali attraverso piccole donazioni o investimenti da un grande numero di persone, tipicamente tramite piattaforme online.

Esistono diversi tipi di *crowdfunding* : quello basato sulle donazioni, tipico delle campagne caritative ,il *crowdfunding* basato su ricompense, spesso utilizzato da start-up o imprenditori che cercano di lanciare un nuovo prodotto o servizio sul mercato, il *crowdfunding* di equity, simile a un investimento in capitale, il quale attira coloro che cercano di investire in start-up o piccole imprese con potenziale di crescita ed il *crowdfunding* di debito, conosciuto anche come *peer-to-peer lending* dove gli investitori prestano denaro a un'entità commerciale o individuale e ricevono indietro il loro capitale più gli interessi.

- *Venture Capitalist*: sono individui o imprese in grado di effettuare investimenti sostanziali in imprese che ritengono avere un potenziale di crescita molto elevato e rapido, vantaggi competitivi e solide prospettive di successo. Di solito richiedono una quota notevole di proprietà in un business per i loro investimenti finanziari, risorse e connessioni. Infatti, possono insistere sul coinvolgimento significativo nella gestione della pianificazione, delle operazioni e delle attività quotidiane di un'azienda per proteggere i loro investimenti. I *Venture Capitalist* in genere vengono coinvolti in anticipo e escono dalla fase IPO, dove possono raccogliere enormi profitti.
- Investitori istituzionali: entità che gestiscono grandi quantità di denaro e investono fondi in vari strumenti finanziari. Possono includere fondi pensione, banche, fondi d'investimento, compagnie di assicurazione, fondi sovrani e università. Tra i vantaggi principali offerti da questa tipologia di investitori ci sono la capacità di investire su larga scala, l'accesso a investimenti esclusivi e un certo grado di influenza sulle politiche aziendali.
- *Corporate investors*: ci si riferisce ad aziende che investono direttamente in altre aziende, spesso nel loro stesso settore o in settori correlati. Sono investimenti guidati da ragioni strategiche, ad esempio dalla volontà di accedere ad una nuova tecnologia o mercato tramite l'investimento in una start-up. *I Corporate investors* spesso guardano al valore a lungo termine e alla creazione di relazioni durature ed acquisiscono partecipazioni significative ottenendo rappresentanza nel consiglio d'amministrazione.
- Quotazione in borsa via IPO: l'offerta pubblica iniziale è il processo attraverso il quale una società privata diventa pubblica offrendo le sue azioni a investitori istituzionali o anche al pubblico generale, attraverso una borsa valori.

Questa forma di finanziamento prevede molti vantaggi, tra i quali un accesso al capitale più facile ed in quantità maggiori, liquidità più ampia e un incremento della visibilità e prestigio che possono attrarre nuovi clienti e talenti.

Ciò nonostante, prevede anche alcune sfide quali i costi elevati di preparazione e realizzazione dell'IPO, gli obblighi di rendicontazione dovuti all'esigenza di soddisfare i requisiti di trasparenza e una pressione maggiore sul rendimento a breve termine per soddisfare le aspettative degli investitori.

Nel caso di finanziamento via debito, la raccolta di capitale comporta il prendere a prestito denaro che dovrà essere poi rimborsato con gli interessi.

Il vantaggio più evidente è quello di non dover cedere una quota della società al creditore poiché l'unica obbligazione nei loro confronti è quella del rimborso del capitale e degli interessi. Questi ultimi inoltre sono deducibili fiscalmente.

Alcune dei finanziamenti via debito sono:

- **Prestiti a termine:** questa forma di finanziamento è caratterizzata da una durata prestabilita che può variare da un paio di anni fino a 20 anni o più.

Presentano rimborsi regolari, tipicamente mensili, trimestrali o annuali e sovente è necessaria una garanzia che può includere beni aziendali, immobili o altre forme di sicurezza.

I prestiti a termine possono essere vantaggiosi poiché offrono un capitale immediato e agevolano la pianificazione finanziaria dei rimborsi; inoltre, le condizioni possono essere negoziate per adattarsi alle esigenze specifiche dell'azienda.

È una forma prediletta dalle aziende che necessitano di una fonte di finanziamento stabile e a lungo termine.

- **Linee di credito:** sono una forma flessibile di finanziamento che consente alle imprese l'accesso a risorse fino ad un importo massimo predeterminato che può essere utilizzato, rimborsato e riutilizzato nel tempo. Funzionano proprio come una carta di credito, ma solitamente con limiti più elevati e tassi di interesse più bassi, rendendoli ideali a soddisfare esigenze finanziarie a breve termine e a gestire le fluttuazioni del capitale circolante.

Permettono una maggiore flessibilità dovuta al fatto che le imprese possono prelevare fondi fino al limite concordato senza dover avviare ogni volta un nuovo processo di prestito; inoltre, gli interessi vengono pagati solo sull'importo effettivamente prelevato e non sull'intero limite di credito disponibile, consentendo dunque una gestione migliore delle esigenze di liquidità stagionali o cicliche.

Tra gli svantaggi però figurano un pericolo di debito elevato dovuta alla facilità di accesso ai fondi, eventuali costi nascosti quali tasse di rinnovo o commissioni di prelievo e variazione dei termini che possono essere modificati dal creditore

- **Factoring:** è un servizio finanziario che consente alle aziende di vendere le loro fatture inesigibili a un'entità chiamata *factor* per ottenere liquidità immediata.

Il processo inizia con la vendita delle fatture per una percentuale del loro valore, dopodiché *il factor* anticipa il 70-90% del valore di quest'ultime, gestisce

l'incasso delle fatture e, dopo l'incasso, trasferisce all'azienda l'importo residuo detraendo una commissione.

Tale servizio migliora il flusso di cassa, permettendo investimenti rapidi e inoltre alleggerisce l'azienda dalla gestione e dal rischio d'insolvenza dei crediti.

Le commissioni sono però tipicamente significative e la percezione del mercato potrebbe essere negativa.

- **Prestiti SBA (*Small Business Administration*):** sono una categoria di finanziamenti garantiti dall'agenzia governativa statunitense, destinati a supportare le piccole imprese.

La SBA garantisce una parte del prestito, riducendo il rischio per il prestatore e dunque facilitando l'approvazione del prestito per le piccole imprese.

I tassi d'interesse sono tipicamente bassi e i termini di rimborso sono più lunghi rispetto ai prestiti commerciali tradizionali.

Esistono vari tipi di prestito quali ad esempio quelli per esigenze generali di business, quelli per acquisti di immobili e attrezzature e i micro-prestiti per piccoli bisogni di finanziamento.

Aldilà dei vantaggi di accessibilità, flessibilità e termini migliorativi, tali prestiti possono presentare un processo lungo e complesso, richiedendo una documentazione dettagliata e, talvolta, hanno restrizioni sull'impiego dei fondi.

- **Servizi di *Peer 2 Peer lending*:** il P2P è un servizio finanziario online che permette alle persone di prestare e prendere in prestito denaro direttamente tra di loro, senza l'intermediazione di una banca.

Gli utenti si iscrivono sulle piattaforme online dove i mutuatari possono richiedere prestiti e i prestatori possono offrire fondi. Dopodiché, la piattaforma valuta il rischio creditizio dei mutuatari, spesso affidando un punteggio che influisce sui tassi d'interesse applicabili.

I prestatori possono selezionare a chi offrire fondi in base al profilo di rischio, all'importo richiesto e al tasso d'interesse ed i contratti sono gestiti tramite la piattaforma.

I mutuatari effettuano pagamenti mensili, inclusi gli interessi, che vengono distribuiti ai prestatori.

Tale forma può presentare dei rendimenti potenzialmente elevati poiché i finanziatori possono ottenere tassi di interesse più elevati rispetto ad altre forme di investimento relativamente sicure ed inoltre è un'opzione più accessibile rispetto alle forme tradizionali.

Da ciò chiaramente deriva però il fatto che il settore può essere meno regolato e dunque associato a maggiori rischi.

Dunque, qual è il modo preferibile di raccolta del capitale per un'impresa? Questa domanda non ha risposta univoca poiché la scelta migliore varia in base alla struttura finanziaria e alla solvibilità, al flusso di cassa, al tasso d'interesse e al rischio di mercato, al livello di rischio e profittabilità, all'impatto fiscale e al *trade off* tra controllo e proprietà. Quindi la scelta è determinata spesso dalla fonte di finanziamento più facilmente accessibile per l'azienda e dall'importanza del mantenimento del controllo dell'azienda per i suoi principali proprietari.

Sicuramente chi investe a titolo di debito sceglie imprese caratterizzate da una forte stabilità finanziaria, mentre gli investitori nel *Private Equity* puntano maggiormente su imprese che mostrano rapidi tassi di crescita

La remunerazione degli investitori di *Private Equity* avviene tramite la realizzazione del *capital gain* e la riscossione dei dividendi distribuiti dalla società finanziata.

Gli investitori istituzionali, che sono coloro che investono maggiormente nel *Private Equity*, possono beneficiare di un ampio rendimento nel caso in cui l'impresa ottenga una grande redditività e ciò rende il PE lo strumento più idoneo al finanziamento di imprese innovative, con alti profili di rischio.

### **1.3 Differenza tra il *Private Equity* e le altre forme di investimento**

Il *Private Equity*, insieme al *Venture Capital* e agli *Hedge Funds*, è incluso nella categoria degli investimenti alternativi. I Fondi d'Investimento alternativi (FIA), che investono appunto in questo *asset class*, sono caratterizzati dalla ricerca di performance assolute e da bassa correlazione con i *public markets*.

Sono attività complicate, ad alta volatilità, con alti rischi e che necessitano di una gestione attiva. Le principali sono:

- *Hedge fund*
- *Private Equity*
- *Venture Capital*
- *Real Estate*
- *Materie Prime*
- *Beni da collezione*

Le principali differenze sono la liquidità, il livello di complessità e le strategie di gestione.

#### Vantaggi

- Gli investimenti alternativi sono ottime risorse per diversificare il portafoglio rispetto agli *asset* classici
- Meno influenzabili da parte dei rischi sistematici insiti nei mercati
- Potenziali rendimenti maggiori degli investimenti standard

#### Svantaggi

- Adatti solo ad investitori ad elevato reddito
- Rischi maggiori
- Costi elevati di gestione
- Pochi scambi e bassi valori e quindi difficoltà nel procurarsi informazioni
- Necessario un certo lasso di tempo per venderli.

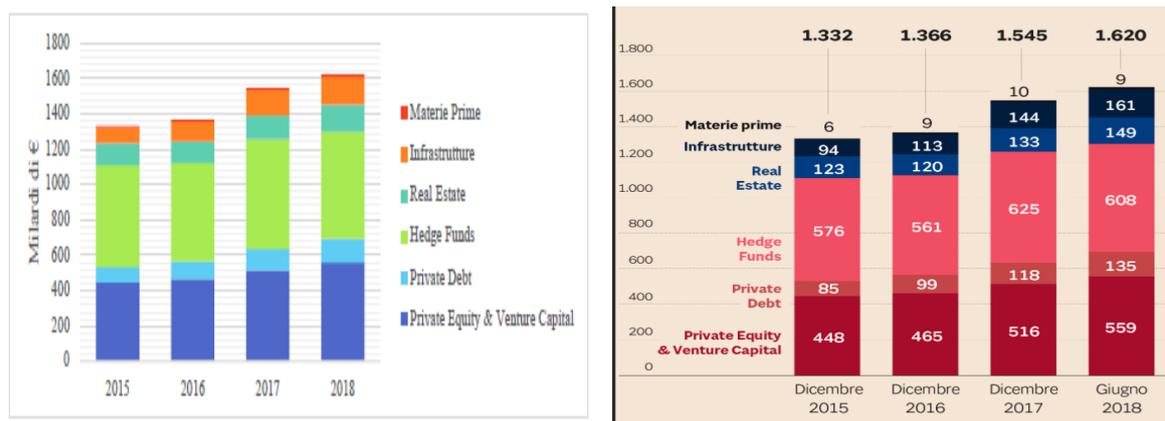


Figura 2: Le masse degli alternatives, patrimoni amministrati in Europa (Il Sole 24 ore, 2019)

### 1.3.1 Differenze tra il *Private Equity* (PE) e il *Venture Capital* (VC)

Sia il *Venture Capital* che il *Private Equity* sono forme di finanziamento aziendale; tuttavia, la loro applicazione e il modo in cui operano sono significativamente diversi. Analizziamo le differenze chiave tra il *Private Equity* e il *Venture Capital*.

Anche se entrambe queste forme d'investimento hanno come fulcro quello di apportare capitale in società per poi disinvestire e ricavarne un rendimento, esse presentano delle differenze sostanziali legate particolarmente a:

- le dimensioni delle imprese oggetto delle operazioni,
- la durata,
- il capitale impiegato e
- le percentuali di controllo assunte.

Il *Venture Capital* (VC) si riferisce ad investimenti che hanno come beneficiari imprese di piccole dimensioni, che si trovano in una fase di avvio e che sono percepite come ad alto potenziale e con capacità di generare alti tassi di crescita e rendimenti sopra la media.

Nel *Venture Capital* l'investitore entra a far parte di una *start-up* che presenta un forte potenziale di crescita nella fase iniziale del suo sviluppo. Molto spesso queste imprese si trovano in settori ad alta innovazione tecnologica oppure addirittura nelle condizioni di creare una propria nicchia di mercato ancora inesplorata. Il *Venture Capital* è quindi un tipo di finanziamento riservato alle *start-up* e alle aziende emergenti.

I *Venture Capitalist* scommettono su idee rivoluzionarie e team manageriali intraprendenti, considerati i motori di un futuro successo: pongono quindi la loro attenzione su iniziative altamente innovative con un potenziale di crescita esplosivo, con l'obiettivo principale di contribuire allo sviluppo iniziale e al lancio di nuovi prodotti o servizi sul mercato.

Questi investitori forniscono fondi alle aziende in cambio di una partecipazione azionaria e questa liquidità viene spesso utilizzata proprio per sviluppare nuovi prodotti, espandersi sul mercato e coprire i costi operativi iniziali.

I *Venture Capitalist* assumono un ruolo attivo, collaborando con l'azienda e questa collaborazione può comprendere la fornitura di consulenza strategica, l'apertura di porte a potenziali clienti o partner e l'assistenza nella progettazione e nell'attuazione delle strategie di crescita. Poiché il successo dell'azienda influenza direttamente il valore delle loro partecipazioni azionarie, questi investitori condividono il rischio con l'azienda: da ciò si desume che nel VC il rischio dell'investitore è sicuramente maggiore rispetto all'investitore di *Private Equity*.

In sintesi:

#### Vantaggi del VC

- Iniezione di Finanziamenti: le *start-up* ricevono capitali necessari per sviluppare e crescere rapidamente.
- Supporto Esperto: i *Venture capitalists* portano competenze e connessioni nell'ecosistema imprenditoriale.
- Focalizzazione sull'Innovazione: il denaro viene utilizzato per sviluppare nuove idee e prodotti rivoluzionari.

#### Vantaggi del PE

- Crescita Sostenibile: Le aziende consolidate possono sfruttare il *know-how* degli investitori per migliorare in modo costante.
- Efficienza Operativa: Le modifiche strategiche e operative ottimizzano l'efficienza e la redditività.
- Creazione di Valore a Lungo Termine: Gli investimenti mirano a far crescere l'azienda nel corso degli anni.

#### Obiettivi temporali degli investitori

Come si è detto, il PE adotta un approccio più dilatato nel tempo, in cui gli investitori si impegnano in ristrutturazioni e ottimizzazioni a lungo termine, con l'obiettivo di creare un valore duraturo e sostenibile. Invece nel VC gli investimenti hanno un orizzonte temporale relativamente breve. Infatti, la natura delle *start-up* richiede un approccio rapido alla crescita e al successo e gli investitori di VC cercano di monetizzare gli investimenti nel minor tempo possibile, spesso entro pochi anni.

#### Impatto del PE e VC sull'Economia

Sia il VC che il PE giocano un ruolo significativo nell'economia: i finanziamenti di VC stimolano l'innovazione e la creazione di nuove tecnologie, contribuendo all'evoluzione delle industrie e alla crescita economica. Il PE, d'altra parte, supporta l'ottimizzazione e il rilancio di aziende consolidate, salvaguardando posti di lavoro e generando crescita a lungo termine.

### **1.4 Ciclo di vita di un'impresa e fonti di finanziamento**

Il ciclo di vita di un'impresa è suddiviso convenzionalmente in cinque fasi, *startup*, *sviluppo*, *espansione*, *maturità* e *declino*, alle quali si possono aggiungere quelle del *turnaround* e del *rilancio*. Per ogni stadio vi sono modalità di gestione, ruoli imprenditoriali, scelte strategiche e concorrenziali specifici.

Il *Private Equity* può essere uno strumento utile per finanziare ciascuna di queste fasi, anche se non sempre è quello più utilizzato; inoltre, ciascuna di esse richiede liquidità, conoscenze e competenze diversi, a seconda del prospetto di crescita fissato dal management aziendale.

Nel termine di *start-up* di un'impresa si include:

- la fase di ideazione del prodotto per il quale non si conosce ancora l'effettiva possibilità di realizzazione;
- il momento in cui si esamina la validità tecnica, ma non quella commerciale;
- lo stadio successivo, in cui la società non si è ancora completamente formata e non è operativa.

Le nuove imprese cercano stabilità finanziaria per garantire la solvibilità e il prosieguo del progetto presente nell'impresa stessa. In questa fase dello sviluppo è fondamentale focalizzarsi sull'elasticità finanziaria, ovvero sull'istituzione di riserve di credito necessarie per reagire a possibili scostamenti impreveduti dalle previsioni finanziarie.

La *start-up* rappresenta la forma più rischiosa di impresa in cui investire, dal momento che non è semplice determinare i flussi di cassa futuri con presumibile certezza dal momento che, i profitti non sono stati ancora prodotti né sono stati elaborati i bilanci necessari per valutare la solvenza. Ne consegue che le istituzioni bancarie non finanziano le suddette società, in quanto le considerano una sorta di scommessa in cui l'unico elemento certo è l'idea imprenditoriale che l'impresa intende concretizzare. In ogni caso, gli investimenti nelle *start-up* promettono elevati rendimenti in ragione del significativo livello di rischio.

In questa fase del ciclo di vita aziendale i finanziamenti sono detti *seed financing*, ovvero finanziamenti del "seme", poiché, come si è detto, l'idea imprenditoriale è agli albori e quindi si ricollega ad una fase di sperimentazione in cui esiste l'idea ma non ancora un prodotto. La validità del prodotto è quindi ancora da dimostrare e gli investitori hanno a che fare non con una realtà imprenditoriale sviluppata bensì con un singolo individuo o gruppo di persone.

I finanziamenti di queste aziende provengono spesso da familiari, amici, fondi di *Venture capital* e *Private Equity*, *business angels* e incubatori. Gli ultimi tre rappresentano una fonte di liquidità che viene impiegata principalmente per le spese necessarie, cioè quelle legali e le analisi di mercato. Inoltre, vi è la raccolta di piccoli importi di denaro da un grande numero di persone, solitamente attraverso piattaforme on line (*crowdfunding*). Il rischio è estremamente elevato a causa dell'incertezza legate a moltissime variabili e l'apporto di capitale si aggira tra i €100 mila e i €150 mila.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, essi effettuano le loro valutazioni sulla base del *business plan*, con cui il management evidenzia la realizzabilità del progetto. La partecipazione al patrimonio aziendale di *equity* permette di prevenire un incremento dei rischi finanziari e il capitale di rischio svolge, nel periodo iniziale di sviluppo di un'organizzazione economica, un ruolo cruciale in quanto consente di costituire una fonte di autofinanziamento.

Anche il capitale di rischio ha effetti positivi delle *start-up*, i fondi di *Private Equity* non

investono capitali ingenti nel *seed financing*, lasciando spazio agli incubatori e ai *business angels*.

Gli incubatori sono in generale società di capitali, che rendono più veloce lo sviluppo delle imprese innovative selezionate, grazie ad un supporto continuo. Possono avere matrice pubblica, con lo scopo di incoraggiare la concorrenza, o privata e, in tal caso, sono spinti dall'opportunità di generare profitti. Sono una risorsa importante in quanto mettono a disposizione delle neo-imprese strumenti, conoscenze e strutture necessarie per una crescita armoniosa.

I *business angels* sono persone fisiche che svolgono un ruolo di investitori informali che forniscono alle *start-up* conoscenze, *know-how* e capitali, mettendoli a rischio.

Vi è quindi una somiglianza con il PE e il VC, visto che tutti portano finanziamenti e contributo professionale alla *start-up*; ci sono però delle differenze. La prima è che i *business angels* non sono guidati dall'aspirazione di ottenere un guadagno, ma possono scegliere di finanziare una determinata impresa anche per ragioni etiche, per sfida o per interesse nel settore specifico in cui essa opera.

Vi è poi un'ulteriore differenza relativa al capitale con il quale finanziano lo sviluppo delle *start-up* e la grandezza di quest'ultime. Nello specifico, la Legge di Bilancio 2019 sancisce che, i *business angels*, anche se non sono investitori istituzionali, devono iscriversi nel registro della Banca d'Italia e che il capitale che deve essere investito per appartenere a questa categoria è pari a €50.000 in un triennio. Si tratta quindi di una percentuale molto piccola delle risorse messe a disposizione dai fondi di capitale di rischio, (circa €500.000), destinate a imprese con maggiori dimensioni.<sup>1</sup>

Per quanto riguarda gli investimenti di *Venture Capital*, in Europa questi si focalizzano sulla fase di crescita e sugli investimenti *later-stage*, come è possibile osservare nella figura.

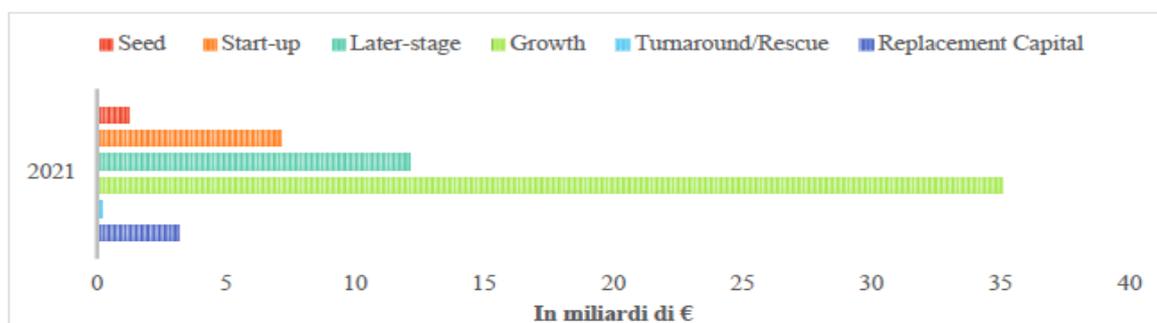


Figura 3: Investimenti di VC in base agli stadi di vita delle imprese finanziate (Invest Europe, 2022)

Nella figura successiva tratta dal Report 2023 della *Invest Europe* sono riportati per il periodo 2019-2023 la ripartizione degli investimenti per i diversi stadi di vita delle imprese.

<sup>1</sup> Nel 2021 sono stati investiti in Europa, da parte di fondi di private equity, €19.2 miliardi in 4.540 imprese in questo stadio del ciclo di vita (Report di Invest Europe (2022), *Investing in Europe: Private Equity Activity 2021*).

## Investments by stage

Market statistics - Amount

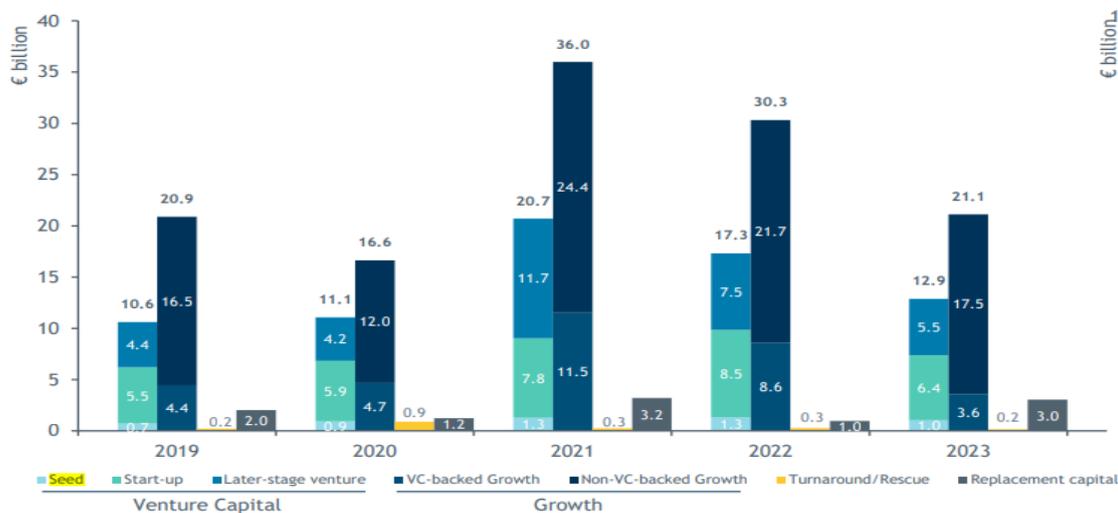


Figura 4: Investimenti in base agli stadi di vita delle imprese finanziate (Invest Europe, 2023)

Se la fase di nascita è avvenuta con successo, si passa alla fase successiva, lo “sviluppo”, che non si riferisce semplicemente alla crescita dimensionale ma indica un processo finalizzato a migliorare l’organizzazione. Ciò comporta talvolta un incremento del livello di incertezza, in quanto è possibile che i clienti, i fornitori, i dipendenti o i manager e l’ambiente cambino.

Come si è visto, nella fase di *start-up* l’organizzazione ha ottenuto liquidità o credito che ha utilizzato per svolgere la sua attività e per produrre beni e servizi da immettere nel mercato. Questa missione ha prodotto in entrata flussi di cassa che in questa fase possono essere destinati all’autofinanziamento. Però l’utilizzo per gli investimenti interni di una parte degli utili derivanti dalle attività aziendali non è, in genere, sufficiente per coprirne tutto il fabbisogno. Per questo motivo, le imprese ricorrono a fonti esterne, che possono apportare capitale di debito, di rischio o una forma intermedia tra queste.

In particolare, i fondi di *Private Equity* consentono di avere a disposizione capitali elevati, ma non sempre sono le opzioni preferite dal management a causa del possibile aumento del rischio di diluizione. Come detto in precedenza, gli investitori istituzionali non solo forniscono risorse, ma partecipano anche in modo attivo alle decisioni strategiche e organizzative della società *target* e, per questo motivo, con il coinvolgimento di soggetti terzi nel piano di sviluppo, i manager aziendali temono di perdere il controllo.

Tuttavia, con il tempo il *Private Equity* è diventata una valida alternativa per il finanziamento dell’*early stage*: infatti i fondi hanno aumentato accresciuto la percentuale di capitale di rischio utilizzato per questa fase del ciclo di vita imprenditoriale<sup>2</sup>.

L’espansione è la terza fase dell’azienda e, in particolare, si parla di *growth capital*, che

<sup>2</sup> Questo cambiamento è evidenziato anche da dati empirici riguardanti la distribuzione del denaro tra i vari stadi del processo vitale; nel 2017 €2.6 miliardi, su €22.1 miliardi (circa l’11,76%), sono stati investiti in 700 società nella fase di *early stage*, invece, nel 2021, il totale ammonta a €12.1 miliardi di euro su €58.9 miliardi (approssimativamente il 20,54%) in 880 imprese in sviluppo.

per gli investitori istituzionali esprime l'opportunità di investire in imprese moderatamente mature, che sono caratterizzate da un forte potenziale di crescita e stanno affrontando un cambiamento. L'espressione *growth equity* viene utilizzata dai manager per indicare le acquisizioni, l'ingresso in mercati inesplorati dalla società e l'aumento del peso delle operazioni e dei guadagni.

I fondi di *Private Equity* hanno interesse ad investire nel *growth capital* perché questo può risultare molto proficuo, visto l'elevato grado di profittabilità e il rischio moderato dell'investimento, anche se ragguardevole. Per il *growth equity* l'orizzonte temporale compreso tra i 5 e i-7 anni e i guadagni vengono misurati sulla base alle performance finanziarie che esprimono la capacità del management di far rendere le risorse investite dai *Private Equity investors*<sup>3</sup>.

Successivamente alla fase dell'espansione, vi è quella della maturità e, infine, lo stadio del declino. Con quest'ultimo termine si intende una performance non soddisfacente, con valore del capitale in discesa, che può arrivare alla distruzione dello stesso e al decadimento dei flussi reddituali.

Come estrema conseguenza del declino, si ha l'insorgere di una crisi, caratterizzata da un deficit economico, con ripercussioni sui *cash flow* e sulla liquidità, al quale segue una riduzione della solvibilità aziendale. Nella maggior parte dei casi, lo stato di una crisi va attribuito all'inefficienza del management, ma i fattori della recessione possono essere molteplici, tra cui i sistemi organizzativi non efficienti, la mancanza di innovazione e di programmazione metodica e il decadimento dei beni prodotti. Per affrontare nel modo migliore una crisi, sono necessarie azioni immediate e non ordinarie. A questo punto entra in gioco il *turnaround*, definito in primo luogo come situazione estrema quando si entra nello stadio del fallimento, e poi, in senso più generale, come un ribaltamento della direzione intrapresa dall'azienda.



Figura 5: Sviluppo tipico della crisi aziendale (PwC 2021 da Guatri L., 1986)

In un contesto delicato come quello del *turnaround* il *Private Equity* può essere una risorsa importante. In particolare, i fondi di capitale di rischio intervengono nelle attività quotidiane dell'azienda in perdita o sotto stress finanziario, sovvenzionandone il processo di riassetto. L'apporto di patrimonio, materiale e immateriale, ovvero conoscenze e competenze, dell'investitore è molto importante per il raggiungimento dello scopo, ovvero far sì che la società partecipata sia di nuovo in grado di generare profitti e sia solida dal punto di vista finanziario.

In questa fase il *turnaround manager* ha la responsabilità di gestire l'impresa partecipata, collaborando con il team di questa e massimizzando l'efficacia dell'intervento in modo

<sup>3</sup> In Europa, gli investimenti in *growth equity* hanno accresciuto il loro peso sul totale in modo esponenziale: nel 2017 €11.9 miliardi su €22.1 miliardi sono stati destinati alla crescita delle società target, mentre nel 2021 sono stati impiegati €35.1 miliardi su €58.9 miliardi, ovvero circa il 59,59% del valore complessivo, distribuiti tra 2206 imprese. Questo dato sottolinea il fatto che i fondi di capitale di rischio apportano somme di capitali ingenti a ogni impresa.

da “salvare” la società il più velocemente possibile. Questi soggetti sono caratterizzati da abilità manageriali, finanziarie, giuridico-fallimentari, *leadership* e capacità di gestione dell’incertezza, qualità che consentono loro di ottenere risultati efficienti in modo rapido e di ottimizzare le risorse disponibili.

Il *Private Equity investor* immette nell’azienda a capitale di rischio che consente di ridurre in modo significativo il debito della società partecipata e l’effetto della leva finanziaria. Mediante l’ulteriore equity varia anche la struttura finanziaria che esprime la modalità con cui l’impresa ha deciso di finanziarsi tra debito ed *equity*. Infine, viene predisposto un piano di ristrutturazione finanziaria che ha un duplice scopo: il primo riguarda la sopravvivenza dell’azienda e il suo equilibrio interno nel breve termine; il secondo, invece, associa a questi aspetti una prospettiva di crescita di lungo periodo.

Va ricordato poi che il fondo di *turnaround* svolge anche l’importante funzione di mediatore con i creditori, andando a negoziare negoziando le nuove caratteristiche del debito da contrarre coi vari istituti di credito e bancari<sup>4</sup>.

## 1.5 Il mercato del *Private Equity*

### 1.5.1 Il mercato del PE in Europa

La dimensione del mercato europeo del *Private Equity* è stimata a 150 miliardi di dollari nel 2024 e si prevede che raggiungerà i 192.54 miliardi di dollari entro il 2029, crescendo a un CAGR del 5.12% durante il periodo di previsione (2024-2029).



Figura n. 6: Dimensione del Mercato europeo del *Private Equity* (Mondor Intelligence)

<sup>4</sup> Il *turnaround* non rappresenta l’impiego di ricchezza che gli investitori di capitale di rischio prediligono, in particolar modo negli ultimi anni; nel 2017, sono stati impiegati €0.7 miliardi su un totale di €22.1 miliardi per finanziare questa particolare fase di vita aziendale; mentre, nel 2021 sono stati investiti solo €0.2 miliardi rispetto ai €58.9 miliardi totali.

Nel mercato europeo del *Private Equity*, le società a conduzione familiare sono la principale fonte del mercato del *Private Equity* in quanto contribuiscono con una quota massima del settore, seguite da altri settori non pubblici, sia da finanziamenti di capitale di rischio che da acquisizioni in cui l'investitore acquisisce più del 50% del capitale della società.

In Europa il mercato del PE è segmentato per tipo di investimento, applicazione e area geografica. In base al tipo di investimento, il mercato è suddiviso in *Large Cap*, *Mid Cap* e *Small Cap*. Per applicazione, il mercato è suddiviso in capitale di rischio in fase iniziale, *Private equity* e *Leveraged Buyouts*. Per area geografica, il mercato è suddiviso in Italia, Germania, Francia, Svizzera, Regno Unito e resto d'Europa.

Il Regno Unito è uno dei mercati più grandi per il PE in Europa, con un settore ben consolidato e un elevato livello di attività di negoziazione. Il Regno Unito vanta uno dei mercati di PE più grandi e dinamici d'Europa.

Il mercato europeo del *Private Equity* è altamente competitivo e frammentato poiché il meccanismo di business del *Private Equity* e gli approcci orientati alla crescita sono intrapresi dalle società leader in questo mercato. I principali attori del mercato sono *Spring Hill Management*, *Oakley Capital*, *CVC*, *Permira Partners* e *Apax*.

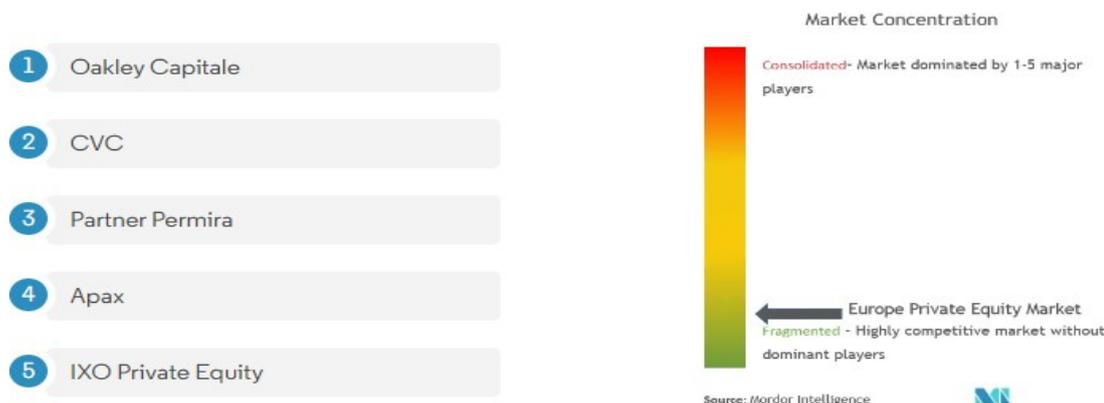


Figura n.7: Leader di mercato del *Private Equity* in Europa (Mondor Intelligence)

Il mercato del PE in Europa ha registrato una crescita e un importante fattore trainante del mercato è la disponibilità di interessanti opportunità di investimento.

Per il *Private Equity* il 2023 è stato l'anno della resilienza nel vecchio continente, come riferisce *Pitchbook* nel suo ultimo report sull'andamento del settore (*European PE Breakdown*). In esso si mette in evidenza che, a fronte di un incremento del numero di operazioni fino a 7.590 (+4,4% dalle 7.267 del 2022), il loro valore è diminuito del 26,5% a 420,5 miliardi di euro dai 572,1 miliardi del 2022. In ogni caso, il dato è rimasto superiore del 10-20% rispetto ai livelli precedenti il 2021.

In particolare, il raddoppio del tasso di deposito della Banca Centrale Europea (BCE) nel corso del 2023 ha determinato l'aumento del costo del debito per gli sponsor, costringendoli spesso a ridurre la leva finanziaria, e ciò ha portato ad operazioni più piccole, che hanno raggiunto il 54,7% del totale, la cifra più alta degli ultimi anni.

Per quanto riguarda i cosiddetti *megadeal*, si è registrata l'attività più bassa dal 2014; di contro, la fascia che va da 500 milioni di euro a 1 miliardo di euro ha mostrato una certa robustezza rispetto all'anno precedente.

Vi è stato nel 2023 un numero record di acquisizioni in Europa (51), in aumento rispetto

alle 41 del 2022, nonché un consolidamento del settore finanziario, unico a crescere in Europa in termini di valore delle transazioni (+22,7%), nonostante i grandissimi avvenimenti che si sono verificati all'inizio dell'anno.

Il 2023, infatti, è iniziato con un quasi crollo nel settore bancario, quando la *Silicon Valley Bank* è crollata e poi è stata dal *First Citizens Bank*, negli USA e da *HSBC* nel Regno Unito. Successivamente è toccato al *Credit Suisse*, che è stata acquistata dalla rivale *UBS*.

Nel contesto della gestione patrimoniale, si sono verificate diverse acquisizioni, con *DegroofPetercam*, *CRUX Asset Management*, *Gresham House* e *IO Asset Management*, che sono state acquisite. Secondo *Pitchbook*, questa tendenza continuerà nel 2024, visto che i gestori patrimoniali e le banche cercano di aumentare i propri asset in gestione attraverso le fusioni e acquisizioni, anche se devono diminuire le commissioni ogni anno.

In merito alla *exit*, le mega operazioni hanno creato resilienza in un segmento di mercato il cui valore è calato dell'1,1%, dato che arriva al -24,5%, se si escludono i mega-deal. Tutto ciò è imputabile al fatto che i potenziali venditori hanno preferito mantenere per un periodo più lungo i propri asset, evitando di venderle ai nuovi prezzi più bassi.

Per quanto concerne il *funding*, sempre secondo *Pitchbook*, il 2023 è un anno record per la raccolta di PE in Europa. Per gli analisti questo dato è particolarmente sorprendente viste le condizioni complesse presenti nella macroeconomia che hanno reso più difficile la raccolta dei capitali.

La riduzione delle uscite ha comportato un calo dei capitali reinvestiti in nuovi fondi, mentre l'incremento dei tassi ha fatto diminuire anche i capitali disponibili. Ciò nonostante, la raccolta di fondi ha raggiunto il suo massimo, raccogliendo circa 120 miliardi di euro in 117 fondi.

Inoltre, analizzando i dati si osserva che il 54,0% del capitale raccolto nel 2023 può essere attribuito a soli cinque fondi: Fondo IX di *CVC Capital Partners*, Fondo VIII di *Permira*, Fondo europeo VI di *KKR*, Fondo VIII di *PAI Partners* e Fondo VI di *BainCapital*. In particolare, gli ultimi due fondi hanno raccolto rispettivamente il 39,2% e il 46,0% in più rispetto ai fondi precedenti.

Pertanto, i capitali raccolti si sono concentrati all'interno dei megafondi e hanno raggiunto il loro massimo storico nel 2023, visto che gli investitori si sono concentrati su gestori esperti di fondi; in particolare, sono cresciuti i fondi di *buyout* (+57,5%), con un ritorno ai fondi di PE tradizionali, e si è visto l'ingresso di nuovi investitori in questa *asset class*.

Per il 2024 si prevede un rallentamento della raccolta, con una concentrazione nei megafondi che sarà ancora maggiore rispetto al 2023, visto che l'attuale clima macroeconomico rende difficile per i gestori esordienti il raccogliere fondi.

### **1.5.2 Il mercato del PE in Italia**

In Italia, nel secondo semestre 2022 c'è stato un record di operazioni con 281 *deal*, contro i 241 nel primo semestre 2021 e i 212 nello stesso periodo del 2022, per un controvalore complessivo di circa €55,1 mld (€12,0 mld nel primo semestre del 2021 e €10,6 mld nello stesso periodo del semestre 2022).

Nel primo semestre del 2023 sono state registrate complessivamente 217 operazioni nel settore PE in Italia (di cui 194 nuovi investimenti), per un controvalore complessivo pari a circa €2,2 miliardi. Nonostante un leggero rallentamento dovuto al clima di incertezza che ha interessato l'ultimo anno, l'attività del settore è riuscito a mantenersi in linea con i risultati registrati nello scenario post-pandemico per quanto riguarda il numero di

transazioni. In merito invece al valore, il *deal value* medio è diminuito nettamente, per effetto di un semestre che risente della mancanza dei megadeal registrati durante il 2022 (*Report Deloitte 2023*).



Figura n.8: PE transactions trend in Italy 2S 2013-1S 2023

Per quanto riguarda i dati di sintesi relativi al 2023, è possibile riferirsi ai risultati delle analisi condotte da AIFI, in collaborazione con PwC Italia, sul mercato italiano del *Private Equity* e *Venture capital* nel primo periodo dell'anno.

Questi dati attestano che, nella prima parte dell'anno, si è registrata una raccolta complessiva, sul mercato e captive (cioè proveniente dalla casa madre) di 1.977 milioni di euro, valore in crescita del 16% rispetto al primo semestre del 2022.

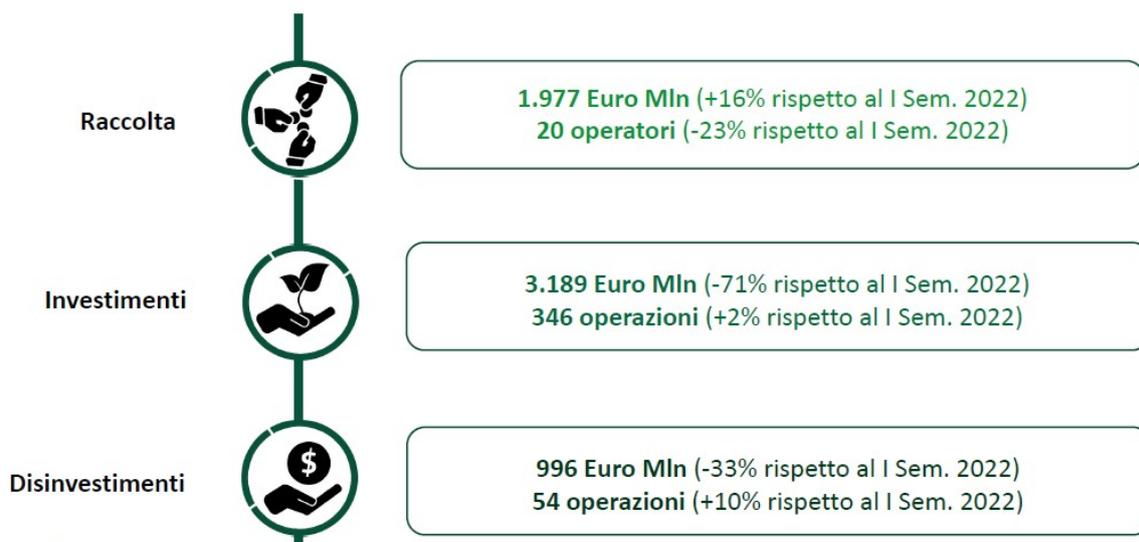


Figura n.9: Sintesi del 1° semestre 2023 (PwC 2024)

In tale periodo gli operatori che hanno realizzato un *closing* sono stati 20 contro i 26 rilevato nello stesso periodo dell'anno precedente. La raccolta sul mercato è stata pari a 1.067 milioni di euro, in diminuzione del 32% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre la raccolta complessiva si è attestata a 2 miliardi di euro con un incremento del 16%.

Capitali raccolti da  
20 operatori

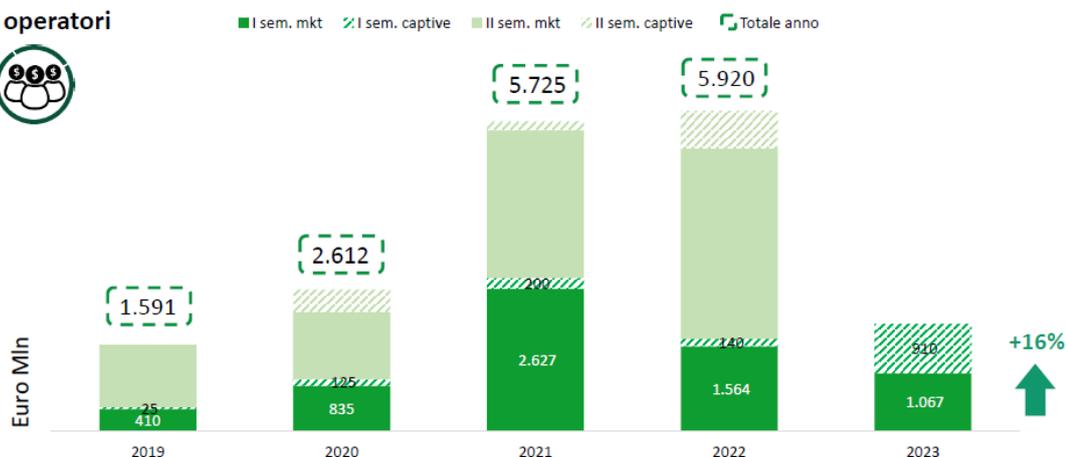


Figura n.10: Evoluzione dell'attività di raccolta nel 1° semestre 2023 (PwC, 2024)

La somma complessiva investita è stata pari a 3.189 milioni di euro, in diminuzione del 71% rispetto ai 10.863 milioni del primo semestre del 2022, valore che era stato ampiamente influenzato da una serie di operazioni di dimensioni particolarmente elevate.

Il numero di operazioni si è attestato a 346, con un incremento del 2% rispetto alla prima partedel 2022 (n. 338 investimenti).

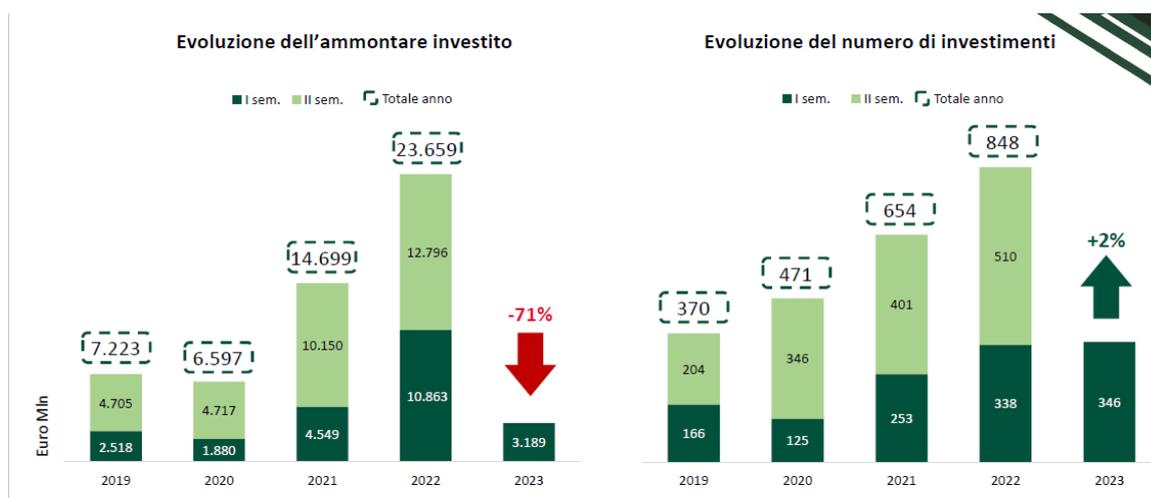


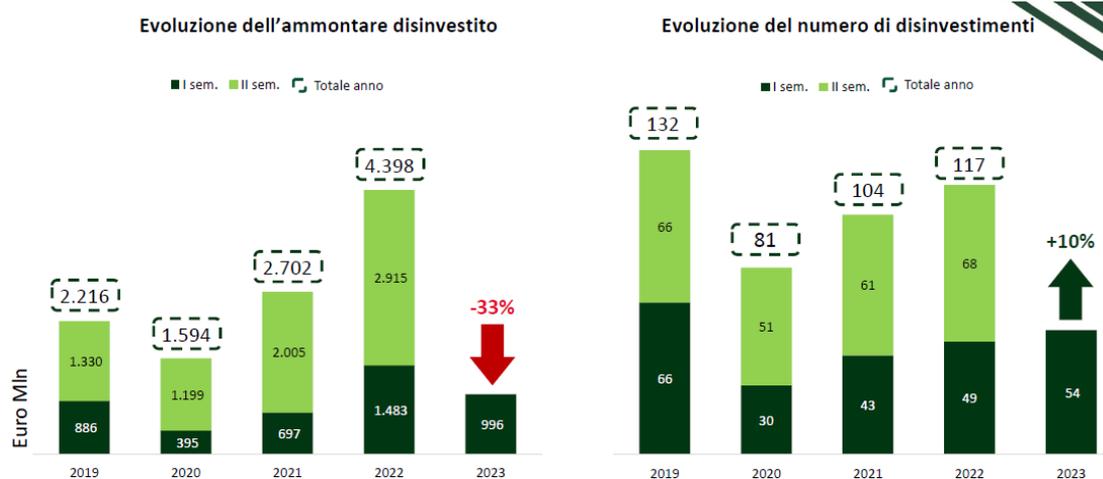
Figura n.11: Evoluzione dell'attività di investimento (PwC, 2024)

Invece, nel primo semestre 2023, si sono verificate solo 3 operazioni con un ammontare superiore a 150 milioni di euro, contro le 8 rilevate nello stesso periodo dell'anno precedente.



Figura n.12: Evoluzione dell'ammontare investito per dimensione delle operazioni (PwC, 2024)

Considerando i disinvestimenti, nel primo semestre del 2023, ne sono stati effettuati un numero pari a 54, segnando una crescita del 10% rispetto al primo semestre del 2022, in cui sono stati 49. L'ammontare complessivo disinvestito, calcolato al costo storico di acquisto, si è attestato a 996 milioni di euro, contro i 1.483 milioni del primo semestre del 2022 (-33%).



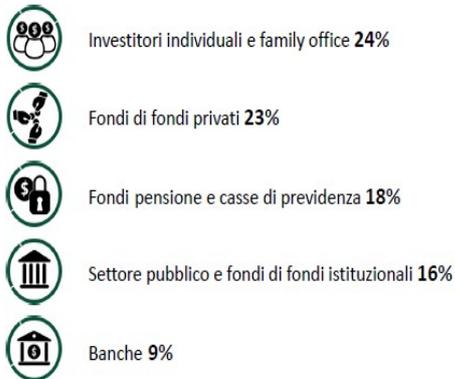
Figuran.13: Evoluzione dell'attività di disinvestimento (PwC, 2024)

Osservando la distribuzione dei disinvestimenti distinti per tipologia, si rileva che nel primo semestre è prevalsa la vendita a soggetti industriali, con un numero di 21, corrispondente al 39% del numero totale; invece, con riferimento all'ammontare disinvestito, la cessione ad altri operatori di *Private equity* (511 milioni di euro) si è classificata al primo posto, con il 51% del valore totale.

Le principali fonti della raccolta sul mercato sono state gli investitori individuali e *family office*, 24%, i fondi privati, 23%, i fondi pensione e le casse di previdenza, 18%. Dal punto di vista geografico, il 67% dei capitali proviene da investitori domestici.

## Caratteristiche della raccolta indipendente

### Prime fonti della raccolta indipendente



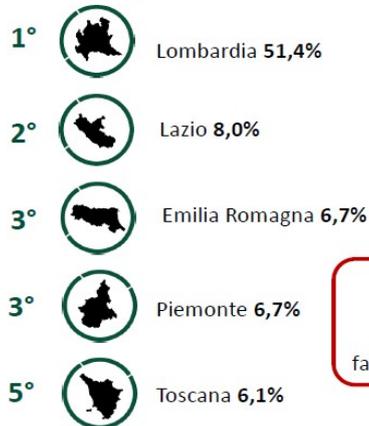
Target di investimento:  
56% Venture capital  
35% Buy out



Figura n.14: le caratteristiche della raccolta nel I semestre 2023 (PcW 2024)

Con riferimento alla distribuzione geografica, il 76% delle 313 operazioni effettuate in Italia nel primo semestre è stato rilevato al Nord (237 investimenti), il 16% al Centro (52) e l'8% al Sud e Isole, con un totale di 24 investimenti. A livello regionale, la Lombardia si è classificata al primo posto per numero di operazioni pari a 161 (51% del totale), in linea con gli anni precedenti, seguita poi dal Lazio (25, 8%).

### Distribuzione regionale del numero di investimenti (prime regioni)



87% degli investimenti in imprese con fatturato <50 milioni

### Distribuzione settoriale del numero di investimenti (primi settori)

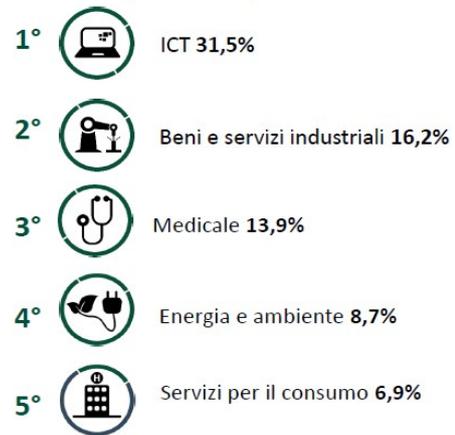


Figura n.15: Distribuzione del numero degli investimenti (PcW 2024)

## 1.6 Le fasi del *Private Equity*

Di seguito prendiamo in esame le diverse fasi del PE, rappresentate sinteticamente nella figura successiva.

1. *fundraising*
2. Identificazione e valutazione delle opportunità di Investimento
3. *Due diligence*: analisi finanziaria, legale e operativa
4. Strutturazione e negoziazione degli accordi di investimento
5. Gestione e monitoraggio
6. Disinvestimento

### 1.6.1 Il *fundraising*



Figura n.16: fasi del fondo di Private Equity (fonte Deloitte)

La prima fase del ciclo di vita del fondo consiste nella raccolta tramite un'attività di *fundraising* per la costituzione di un fondo chiuso.

Questo processo prende l'avvio con la società di *P.E.* che presenta il *business plan* ai potenziali investitori.

L'obiettivo fondamentale è quello di raccogliere fondi in un lasso temporale che va dai 12 ai 18 mesi e, dal momento che i fondi di *Private Equity* sono tipicamente chiusi, gli investitori possono decidere di "impegnare il denaro" solo all'inizio del ciclo di vita del fondo stesso.

È impossibile effettuare ulteriori investimenti dopo che il fondo è stato chiuso o prelevare denaro da esso prima della sua data di scadenza. Prima di impegnare la loro ricchezza al fondo per un lungo periodo di tempo, gli investitori in questa situazione dipendono fondamentalmente dalla reputazione consolidata dei gestori del fondo e dai piani aziendali suggeriti.

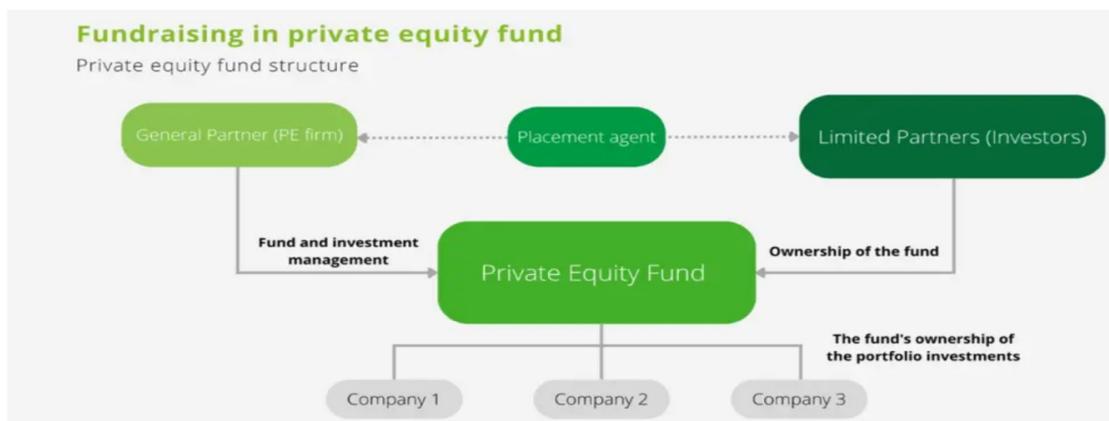


Figura n.17: Schema per la costituzione del fondo di PE (fonte Deloitte.)

Le varie fasi del *fundraising* sono chiamate "closing": una volta che un quantitativo sufficiente di fondi è stato garantito e gli investitori si sono impegnati a versarli, inizia il primo *closing*.

La capacità di raccogliere fondi è fondamentale per le fasi successive, in quanto determina la capacità dei gestori di fondi di investire e, soprattutto, la loro abilità di chiusura delle operazioni.

Il *fundraising* si articola con le seguenti sottofasi.

#### a. Preparazione

Si tratta di una fase preparatoria dove vengono preliminarmente definiti una strategia d'investimento, il target di mercato e la struttura del fondo.

Questa fase è cruciale per la pianificazione preliminare, andando a determinare i seguenti aspetti:

- **Strategia d'investimento:** identifica come il fondo intende generare rendimenti e ciò può includere l'acquisto di società sottovalutate, investimenti in settori emergenti e miglioramenti operativi nelle società acquisite.
- **Target di Mercato:** definisce il pubblico di riferimento, includendo i settori specifici, tra i quali i più popolari sono quelli relativi alla tecnologia, all'*healthcare* e all'energia.
- **Struttura del fondo:** vale a dire la costituzione legale, la durata, tipicamente di 7-10 anni, e le dimensioni degli investimenti.
- **PPM (Private Placement Memorandum):** si tratta di un documento che dettaglia tutte le informazioni rilevanti del fondo, inclusi gli obiettivi di investimento, le strategie, i rischi e i termini legali. Questo documento è utilizzato per presentare il fondo agli investitori potenziali.

#### b. Marketing

Con il PPM, la società di *Private Equity*, che ricopre il ruolo di *General Partner (GPs)*, inizia il processo di *marketing* con cui espone il *business plan* ai potenziali investitori, esprimendo gli obiettivi tramite una presentazione.

Durante questa fase, i gestori del fondo devono comunicare efficacemente il valore e la strategia del fondo per convincere gli investitori della validità e del potenziale di ritorno degli investimenti proposti.

#### c. Raccolta e Impegno dei capitali

Una volta individuati coloro che intendono investire nel fondo, gli investitori diventano *Limited Partners (LPs)* di quest'ultimo e si impegnano formalmente a investire una certa somma di denaro nel fondo.

I *GPs* iniziano a richiamare gradualmente questo capitale nelle fasi iniziali dell'investimento attraverso delle "*capital calls*" ovvero delle richieste ufficiali rivolte ai *Limited Partners*.

Si tratta di un processo incrementale che può protrarsi per i primi anni di vita del fondo.

#### d. Chiusura

Come detto in precedenza, il fundraising ha diversi step chiamati "*closing*": una volta che un sufficiente quantitativo di fondi è stato garantito e sono stati assunti gli impegni dagli investitori, inizia il primo *closing*.

Possono esserci diversi round di chiusura in maniera tale che i *General Partners* possano raccogliere ulteriori sottoscrizioni e capitali prima della chiusura definitiva.

### 1.6.2 Identificazione e valutazione delle opportunità di Investimento

Durante questa fase, chiamata anche *deal flow*, il *team* di investimento del fondo di *Private equity* cerca attivamente opportunità di investimento che soddisfino i criteri di investimento specifici del fondo.

I criteri di scelta degli investimenti sono:

#### 1. Industria ad alto potenziale:

i *GPs* analizzano le tendenze dell'industria e il potenziale di crescita per il mercato in cui opera l'azienda.

Vengono ricercate industrie con *outlook* favorevoli e prospettive di crescita in cui le innovazioni tecnologiche o i cambiamenti normativi possono creare nuove opportunità

Quest'ultime possono essere ad esempio quelle appartenenti ai settori che stanno cambiando a causa delle più recenti innovazioni, quali per esempio la tecnologia *blockchain*, l'intelligenza artificiale e la robotica o quelle avvantaggiate da una regolamentazione favorevole, volta a promuoverne lo sviluppo (i.e. energie rinnovabili).

È importante che le industrie prese in considerazione presentino una prospettiva di espansione del mercato che può essere guidata da fattori come cambiamenti demografici, aumenti del potere d'acquisto o evoluzioni nei comportamenti dei consumatori e che siano comunque dei mercati dove la domanda è in crescita quali quello della salute digitale.

#### 2. *Management* forte e con interessi allineati

È necessario che la direzione della società *target* sia esperta e che abbia in precedenza implementato strategie di crescita con successo.

I *GPs* valutano attentamente le qualità e l'esperienza dei manager delle aziende in cui intendono investire, assicurandosi che ci sia un allineamento tra gli obiettivi del *management* e quelli del fondo.

A questo fine, gli investitori di *Private Equity* strutturano pacchetti di compensazione per il management che possono includere opzioni azionarie, partecipazioni agli utili e bonus basati sul raggiungimento di specifici obiettivi.

### 3. Performance finanziaria

I *managers* valutano attentamente le prestazioni finanziarie di un'azienda, tra cui la crescita dei ricavi, la redditività e i *cash flow*. Valutano i rendiconti finanziari, le performance storiche e le proiezioni della società per comprendere la sua salute finanziaria.

Viene presa in considerazione l'andamento dei ricavi nel tempo per valutare la stabilità e la sostenibilità della crescita e quest'ultima viene comparata con quella di altre aziende del settore per valutare la posizione competitiva.

Vengono esaminati i margini di profitto, operativi e netti, per comprendere la capacità dell'impresa di generare profitto e l'EBITDA come indicatore della performance puramente operativa.

È necessario, inoltre, che i flussi di cassa siano non solo positivi ma anche prevedibili e sostenibili nel tempo.

Dopodiché, uno degli aspetti più importanti in questa fase di valutazione riguarda la struttura del capitale della potenziale impresa target; quest'aspetto è ancora più importante se l'operazione viene effettuata tramite una LBO (*Leveraged Buyout*), che consiste nell'acquisizione dell'impresa tramite una combinazione significativa di debito e capitale proprio, con il debito posto poi a carico dell'azienda *target*.

### 4. Forte posizione di mercato e vantaggi competitivi sostenibili

È importante che la società target abbia un forte vantaggio competitivo che possa protrarsi negli anni seguenti l'investimento.

Le aziende con una quota di mercato significativa spesso hanno un vantaggio competitivo intrinseco grazie a relazioni consolidate con i clienti, economie di scala e accesso a canali di distribuzione che potrebbero essere difficili da replicare e, inoltre, un brand forte, ben riconosciuto nel mercato, che può fungere da barriera all'entrata di nuovi concorrenti.

Tra i vantaggi competitivi sostenibili possono figurare brevetti, diritti d'autore e altri tipi di proprietà intellettuale che offrono protezione legale contro i *competitors* e permettono all'azienda di beneficiare di prodotti o processi esclusivi.

Una forte posizione di mercato, unita a vantaggi competitivi sostenibili, rende la società attraente per i fondi di *Private Equity*, poiché queste caratteristiche indicano una migliore resistenza agli shock economici e un'eccellente capacità di generare flussi di cassa stabili e prevedibili.

Questi fattori sono spesso associati ad una migliore capacità di generare profitti sostenibili, rendendo l'azienda un investimento meno rischioso e più redditizio nel lungo termine.

## 5. Potenziale di crescita

Le società di *Private Equity* sono principalmente interessate a società che hanno il potenziale per una crescita significativa.

Valutano le prospettive di crescita di un'azienda, la posizione di mercato, il panorama competitivo e le opportunità di espansione.

La prima condizione imprescindibile affinché l'impresa abbia potenziale di crescita è che anche il mercato in cui opera presenti opportunità d'espansione.

Anche gli investimenti in *R&D* possono essere sinonimo di impegno verso l'innovazione e il miglioramento del prodotto così come la capacità di sviluppare e commercializzare nuovi prodotti.

## 6. Scalabilità

I *GPs* cercano aziende che hanno il potenziale per scalare le loro operazioni, in grado di espandersi rapidamente, aumentare la quota di mercato e ottenere economie di scala.

Vengono predilette imprese che presentano modelli di business in grado di sostenere l'aumento della produzione e delle vendite con un incremento minimo dei costi operativi

## 7. Opportunità di *exit*

Infine, considerano le potenziali opportunità di uscita per i loro investimenti. Valutano le opzioni per realizzare il loro investimento, come vendere l'azienda attraverso un'offerta pubblica iniziale (IPO), una vendita strategica o un *buyout* di gestione.

### 1.6.3 *Due diligence: analisi finanziaria, legale e operativa*

Dal momento che le società target non sono quotate in borsa, i *GPs* dispongono di meno informazioni e, inoltre, la prospettiva assunta è quella puramente finanziaria e non strategica. La prima parte di *due diligence* richiesta è quella riguardante l'industria nella quale la società target opera.

Di seguito alcuni dei punti considerati in questa analisi:

- Ottenere informazioni con report indipendenti sull'industria;
- Comprendere il posizionamento della società nell'industria;
- Comprendere quali sono i *ratio* chiave dell'industria (ciclo del CCN, D/E ratio, etc.)<sup>4</sup>;
- Condurre una simulazione *Montecarlo* per l'industria e per le sue prospettive di crescita;
- Visualizzare le transazioni recenti del settore e i suoi multipli.

Durante la *Due diligence* viene effettuato un focus ancor più attento sulla valutazione della qualità degli utili. Questo serve a capire cosa ci si aspetta ragionevolmente che la società target guadagni su base continuativa, estraendo ricavi e spese straordinarie dallo storico del conto economico.

---

<sup>4</sup> CCN= capitale circolante netto: un indicatore finanziario che misura la liquidità di un'azienda. Esso rappresenta la differenza tra l'attivo circolante e il passivo circolante, ovvero la quantità di denaro che l'azienda ha a disposizione per finanziare le sue attività quotidiane. D/E ratio= rapporto Debito/Equity: rapporto tra debito e patrimonio netto. È una misura usata dagli investitori come terzi o banche che evidenzia la struttura finanziaria di un'impresa e quindi con quali fonti finanziarie quest'ultima ha finanziato i propri impieghi. Più il rapporto debito/capitale è alto, minore è la possibilità di prestare denaro ad un'impresa cliente in quanto indica un indebitamento alto ed una struttura finanziaria poco equilibrata.

### Due Diligence legale

Il *business plan* per una transazione di *Private Equity* spesso include tagli al personale, la vendita di asset, la chiusura di unità di business e la conclusione di contratti. Tutto ciò ha quasi sempre la conseguenza di generare problemi legali; pertanto, prima di intraprendere un tale investimento, la società di *Private Equity* valuta:

- Conseguenze legali derivanti dal cambiamento del controllo della società target
- Restrizioni regolatorie pendenti sulla società target
- Accordi esclusivi di fornitura o acquisto
- Accordi contrattuali con venditori, fornitori, clienti e come questi sono coinvolti

### Due diligence operativa

Dal momento che l'obiettivo principale della società di *Private Equity* è quello di promuovere miglioramenti operativi nella società target e aumentarne il valore prima di disinvestire, sarà necessario identificare in anticipo, approssimativamente, tutte le opportunità presenti per generare tali miglioramenti.

Alcuni dei provvedimenti comunemente apportati sono:

- Taglio di linee di prodotto non profittevoli e utilizzo della capacità extra per generare extra vendite in linee di prodotto più popolari
- Chiudere negozi non performanti
- Aggiungere nuovi canali di vendita e *marketing*
- Sostituire il vecchio capitale con tecnologie più moderne
- Contratti aperti con società di portafoglio esistenti appartenenti alla società di *Private Equity*.

#### **1.6.4 Strutturazione e negoziazione degli accordi di investimento**

Prima di impegnarsi nel fondo, gli investitori hanno la possibilità di rivedere i termini e le informazioni fornite nell'accordo di *partnership limitata* ("LPA") e nel *Private Placement Memorandum* ("PPM"), tra cui le condizioni economiche del fondo, i conflitti di interesse dello sponsor e i vari diritti delle parti e gli obblighi (Clayton, 2024).

La complessità delle contrattazioni dipende da vari fattori, tra cui il fatto che, a differenza degli *Hedge funds* e dei *Mutual funds*, il capitale degli investitori non può essere riscattato (spesso dieci anni o più) per un lungo periodo di tempo e, dunque, piuttosto che affidarsi esclusivamente all'exit, essi ricorrono a protezioni contrattuali (Morley, 2014).

Un'altra fonte di complessità deriva dalla tendenza alla frammentazione per la quale molti investitori comunemente negoziano le loro *side letters* al di fuori della LPA e, storicamente, queste lettere sono state tenute segrete agli altri investitori dello stesso fondo (Clayton 2022a).

Con *side letters* si fa riferimento a documenti legali che contengono accordi speciali tra il gestore del fondo e uno o più investitori specifici. Le *side letters* permettono di personalizzare alcune condizioni dell'investimento in base alle esigenze specifiche dei *Limited Partners*; tali condizioni possono riguardare commissioni, diritti di informazione, restrizioni sugli investimenti e altri aspetti. Queste *letters* sono mantenute confidenziali e non divulgate agli altri investitori.

### 1.6.5 Gestione e monitoraggio

Successivamente alla fase di acquisizione si apre la fase della gestione, nella quale i *GPs* influenzano in maniera più o meno diretta le operazioni del management della società target affinché crei valore.

Il monitoraggio dell'investimento viene effettuato sia attraverso indicatori economico-reddituali sia attraverso la rappresentanza degli investitori nel consiglio d'amministrazione

Le operazioni che rientrano nell'ambito del *Venture Capital* si contraddistinguono per un impiego di risorse in termini economici e di tempo notevole così come nelle operazioni di *buyout*, nelle quali gli investitori possiedono la maggioranza delle azioni e il coinvolgimento nella gestione è pressoché totale.

### 1.6.6 Disinvestimento

L'investitore istituzionale rappresenta un socio temporaneo dell'impresa target e con il disinvestimento si intende la cessione totale o parziale della partecipazione detenuta.

Se l'investimento è stato un successo, si disinveste quando la società ha raggiunto il valore previsto, mentre, nei casi più fallimentari, si disinveste quando si è consapevoli del definitivo insuccesso dell'operazione.

Le modalità di disinvestimento più comuni sono:

- *IPO*: cessione della partecipazione mediante la quotazione in borsa.  
È il canale più ambito di disinvestimento poiché permette di collocare anche una minoranza del capitale. Oggi grazie ai canali telematici e alla globalizzazione le imprese possono decidere di quotarsi in qualsiasi mercato, indipendentemente dal luogo dove svolge l'attività produttiva e dalla sede legale.
- *Trade sale*: cessione della partecipazione a soci industriali, mediante una trattativa privata oppure mediante la fusione con altre imprese.  
Prevede costi e tempi inferiori rispetto all'IPO ma può essere svantaggiosa poiché prevede anche l'accordo del *management* e delle garanzie in capo all'investitore istituzionale ed inoltre non è sempre facile trovare *tradebuyers*.
- *Secondary buy out*: acquisto della partecipazione da parte di un'altra società di *Private Equity*.  
Si verifica quando l'impresa target non è ancora pronta per essere messa sul mercato poiché per crescere ha bisogno di ulteriori capitali che l'investitore istituzionale non è più disposto ad offrire.
- *Buy-back*: cessione della partecipazione al socio di maggioranza oppure ai manager.  
Solitamente l'opzione di buy-back viene definita contrattualmente all'origine dell'operazione con i parametri di definizione dei prezzi.
- *Write-off*: svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa.

## CAPITOLO 2: LA VALUTAZIONE DELL'INVESTIMENTO

### 2.1 Misure di rendimento nel settore del *Private Equity*

L'investimento nel *Private Equity* rappresenta un *asset class* alternativa e valutarne la performance diventa complesso per una serie di fattori quali la natura illiquida degli investimenti, il lungo orizzonti di investimento e la mancanza di prezzi giornalieri che siano quotati pubblicamente.

I parametri di misura della performance utilizzati nel PE sono fondamentali per investitori, gestori di fondi e analisti: questi da un lato consentono di valutare il valore che viene creato dagli investimenti in PE, dall'altro consentono di confrontare i fondi e di assumere decisioni di investimento informate.

I più utilizzati sono i seguenti:

- *IRR: Internal Rate of Return*
- *DPI: Distributions to Paid-In Capital*
- *RVPI: Residual Value to Paid-In Capital*
- *TVPI: Total Value to Paid-In Capital*
- *MOIC: Multiple on Invested Capital*

#### 2.1.1 Internal Rate of Return (IRR)

Il tasso d'interno di rendimento è il tasso di attualizzazione che dal punto di vista analitico rende pari a zero il valore di un investimento.

$$\boxed{\sum_{t=0}^N \frac{FCO_t}{(1 + TIR)^t} = 0} \quad (n. 1.2)$$

Questo tasso rende uguali il valore attuale dei flussi di cassa attesi in uscita e il valore attuale dei flussi di cassa attesi in ingresso ed è, pertanto, quel valore del tasso che rende pari a zero il valore attuale netto (VAN).

L'IRR è utilizzato per confrontare la redditività di diversi investimenti e, come misura di rendimento del *Private Equity* è particolarmente utile perché tiene conto del fattore temporale.

È una misura che incontra bene le esigenze degli investitori perché riflette la redditività di un investimento nel corso della sua vita.

Dal punto di vista di un'azienda di PE, l'IRR ha un ruolo determinante nel processo decisionale e precisamente nel valutare il successo delle strategie di investimento e nel confrontare tra loro le performance dei diversi investimenti presenti all'interno del proprio portafoglio oppure con altre opportunità di mercato. Per i soci accomandanti (LP) l'IRR è un fattore critico quando si procede a valutare la performance di un fondo e a decidere dove andare a ad allocare il proprio capitale.

Inoltre, i LPs di solito investono in strutture ed entità di fondi di private equity chiusi, con una durata fissa compresa tra i 7 e i 10 anni, più 2-3 anni opzionali aggiuntivi, in base alla strategia d'investimento del fondo e alle regole stipulate nella LPA.

È importante notare che l'IRR può avere più soluzioni (Radici Multiple) o nessuna soluzione, soprattutto in scenari di flussi di cassa non convenzionali, in quanto l'equazione (1) può intersecare l'asse x più volte.

Infatti, gli investimenti possono avere modelli di flusso di cassa convenzionali o non convenzionali; in particolare un modello di flusso di cassa convenzionale è caratterizzato da un esborso iniziale (ovvero un flusso di cassa negativo) a cui seguono una serie di flussi di cassa positivi. Al contrario, i flussi di cassa non convenzionali presentano molteplici cambiamenti nel segno del flusso di cassa nel tempo.

I progetti che presentano flussi di cassa con segni alternati, positivi e negativi possono avere più valori di IRR, rendendo difficile determinare il tasso di rendimento reale. In questi casi, gli analisti si affidano al tasso di rendimento interno modificato (MIRR) e scelgono l'IRR più ragionevole in base al contesto.

Questa misura è preferita quando l'obiettivo è calcolare la performance generale del fondo.

#### **2.1.1.1 MIRR: *Modified* IRR**

Per superare alcuni dei limiti propri dell'IRR tradizionale, il tasso di rendimento interno modificato (MIRR) considera il costo del capitale e il valore finale dei flussi di cassa, fornendo una rappresentazione più accurata della redditività di un investimento.

L'IRR presuppone che anche il capitale non investito (quello impegnato e quello in attesa di richieste di capitale) o il capitale reinvestito (dalle distribuzioni anticipate) sia investito allo stesso tasso.

Poiché il capitale in attesa di investimento e il capitale reinvestito dalle distribuzioni in genere producono rendimenti diversi rispetto al capitale del fondo stesso, alcuni managers e investitori preferiscono utilizzare tassi più realistici che riflettano opportunità specifiche a loro disposizione.

L'IRR calcolato con input di tasso personalizzati per il capitale non investito e reinvestito è chiamato tasso interno di rendimento modificato (MIRR).

#### **Vantaggi del MIRR**

- Gestione delle Radici Multiple dell'IRR: il MIRR permette di risolvere il problema delle multiple radici dell'IRR che sorgono quando, nel corso della

durata del progetto, ci sono più cambiamenti di segno nei flussi di cassa: esso fornisce una misura unica della redditività;

- Maggiore accuratezza nel confronto tra progetti: offre una base più solida per confrontare progetti con differenti profili di rischio e struttura temporale dei flussi di cassa;
- Allineamento con gli obiettivi finanziari aziendali: poiché il MIRR prende in considerazione il costo del capitale aziendale per il reinvestimento dei flussi di cassa, esso risulta maggiormente allineato con gli obiettivi finanziari e le pratiche di gestione del capitale aziendale.

### **Limiti del MIRR**

- Complessità del Calcolo: è più complesso da determinare poiché richiede la determinazione di due tassi distinti: Il tasso al quale vengono reinvestiti i flussi di cassa positivi e il tasso di finanziamento per i flussi di cassa negativi.
- Assunzioni sui tassi di reinvestimento e di finanziamento: anche se il MIRR supera l'assunzione irrealistica dell'IRR sul reinvestimento, esso prevede comunque l'ipotesi che i flussi di cassa positivi siano reinvestiti al costo del capitale e che i flussi di cassa negativi siano finanziati al tasso di finanziamento.
- Non intuitivo per Confronti Rapidi: è meno intuitivo e rapido da utilizzare per confronti veloci tra progetti rispetto all'IRR, specialmente in contesti dove sono richiesti calcoli immediati.
- Limitato Uso Pratico: nonostante i suoi vantaggi teorici, questa misura è meno utilizzato nella pratica rispetto all'IRR, a causa della sua complessità e delle difficoltà nel comunicare i risultati ai decisori che potrebbero essere più familiari con l'IRR.

Quindi il calcolo dell'IRR tiene conto non solo della magnitudine dei rendimenti ma anche della loro tempistica: ciò implica che i rendimenti nel breve periodo di tempo abbiano un impatto sull'IRR maggiore di quelli su un periodo più lungo.

#### **2.1.2 Distributions to Paid-In Capital (DPI)**

Il *DPI ratio* rappresenta i rendimenti realizzati da un fondo di PE, rispetto agli importi investiti. Esso rappresenta le distribuzioni cumulative versate da un fondo di *Private Equity* ai suoi *Limited Partners* (soci accomodanti) rispetto all'importo che i soci hanno investito.

Questo rapporto è talvolta anche noto come multiplo di realizzazione. Insieme al tasso interno di rendimento IRR, il DPI è un modo per misurare la performance di un fondo di PE nel tempo e rispetto ad altri fondi di *Private Equity*. DPI è facile da usare e

intuitivo da capire, consentendo agli investitori di confrontare le metriche tra diversi fondi PE.

È dato dalla seguente espressione:

$$DPI = \frac{\text{Distributed Capital}}{\text{Paid-In Capital}} \quad (n. 2.2)$$

dove:

*Paid-In capital* rappresenta il capitale totale conferito al fondo dagli investitori.

Il DPI lordo, dal punto di vista della società in portafoglio, sarebbe costituito dai proventi realizzati provenienti da questa operazione al fondo divisi per l'importo investito in questa operazione.

È però più comune esprimere il DPI su base netta dal punto di vista di un *Limited Partner*, dove in questa fattispecie è calcolato come le distribuzioni ricevute dal fondo divise per le richieste di capitale versate al fondo dal *Limited Partner*.

### **Vantaggi del DPI**

- Misura Diretta della Liquidità
- Trasparenza dei ritorni realizzati: A differenza di altre metriche che possono includere stime di valore futuro (come il TVPI), il DPI considera solo i rendimenti effettivamente distribuiti agli investitori, offrendo una misura chiara e trasparente dei rendimenti realizzati
- Facilità di comprensione: Il DPI è semplice da calcolare e comprendere, rendendolo accessibile anche agli investitori meno esperti.
- Valutazione della performance effettiva: Focalizzandosi sui ritorni distribuiti, il DPI permette agli investitori di valutare la performance effettiva del fondo senza il bisogno di fare affidamento su valutazioni future o stime incerte. Poiché DPI utilizza distribuzioni realizzate, evita le insidie di utilizzare i profitti futuri non realizzati, che possono o non possono venire a buon fine.
- Utilità nella valutazione dei fondi di *Private Equity*: in particolare in questa asset class riflette la capacità del gestore del fondo di restituire capitale agli investitori.
- Comparabilità tra fondi: questa misura facilita il confronto tra diversi fondi di *Private Equity*, permettendo agli investitori di vedere quale fondo ha effettivamente restituito più capitale rispetto al capitale investito.

## Limiti del DPI

- Non considera i ritorni non realizzati: il DPI tiene conto solo del capitale effettivamente distribuito non includendo i rendimenti non realizzati che sono ancora nel portafoglio. Questo può fornire una visione parziale della performance totale del fondo.
- Non riflette il valore temporale del denaro: il DPI non tiene conto di quando i rendimenti sono stati distribuiti.
- Limitato per confronti con altre classi di attività: utilità limitata al *Private Equity*
- Influenza delle politiche di distribuzione: Alcuni fondi infatti potrebbero scegliere di distribuire i rendimenti più rapidamente per migliorare il loro DPI, anche se questo potrebbe non essere nell'interesse a lungo termine degli investitori.
- Non indicativo della performance complessiva: non fornisce una valutazione completa poiché non include il valore residuo degli investimenti non ancora distribuiti
- Assenza di correzione per il rischio: Il DPI non corregge per il rischio assunto dal fondo. Due fondi con lo stesso DPI potrebbero avere livelli di rischio molto diversi, il che non viene riflesso da questa metrica.

Come con qualsiasi multiplo, DPI dovrebbe essere confrontato con altre metriche per valutare meglio le prestazioni di un fondo di *Private Equity*. Naturalmente, gli investitori vorranno sempre un multiplo superiore a 1. Ciò significa che le distribuzioni cumulative agli investitori sono maggiori del capitale versato. Tuttavia, per tenere conto dei costi di opportunità dei *LP*, un buon DPI dovrebbe essere ben superiore a 1.

Se il DPI è pari a 1, gli investitori non ricevono valore rispetto agli importi investiti. Inoltre, vi è probabilmente erosione del valore in quanto DPI non tiene conto del valore temporale del denaro. Ad esempio, se un socio investe 10 milioni di dollari nell'anno 0 e il fondo distribuisce 10 milioni di dollari nell'anno 3, il DPI è 1, ma il valore effettivo è eroso poiché l'investimento non è nemmeno aumentato per tenere conto del costo opportunità dell'investitore.

Un DPI inferiore a 1 è una bandiera rossa in quanto il fondo non ha avuto abbastanza successo nemmeno per restituire il capitale investito.

### 2.1.3 *Total Value to Paid-In Capital (TVPI)*

Un'alternativa al DPI è il TVPI, noto anche come “multiplo d'investimento”, che rappresenta il valore totale di un fondo rispetto all'importo del capitale versato nel fondo fino ad oggi.

$$TVPI = \frac{\text{Distributed Capital} + \text{Residual Value}}{\text{Paid-In Capital}} \quad (n. 3.2)$$

La differenza tra le due formule è nel numeratore. Mentre il multiplo DPI utilizza solo distribuzioni effettive e realizzate pagate agli LP, il rapporto TVPI include distribuzioni cumulative più il valore non realizzato di eventuali investimenti che devono ancora uscire ed essere distribuiti. Questo valore che rimane è spesso chiamato *valore residuo (Residual Value)*.

Il *Residual Value* è il valore corrente stimato di tutte le attività di investimento detenute dal fondo; è il valore di tutti gli investimenti non ancora liquidati; quindi, non ci sono proventi da distribuire.

Il valore residuo può essere considerato come la parte non realizzata degli investimenti di un fondo di *Private Equity*. Naturalmente, alla fine della vita del fondo non ci sarà più valore residuo poiché tutti gli investimenti sarebbero stati liquidati e distribuiti.

È una misura particolarmente importante nel *Private Equity* perché i rendimenti sono costituiti sia da capitale distribuito che da partecipazioni residue ovvero dal valore residuo delle attività non realizzate. Quindi, a tutti gli effetti, è l'unione del DPI e del RVPI ed essendo una combinazione di questi due *ratios*, beneficia dei vantaggi di entrambi.

#### 2.1.4 *Residual Value to Paid-In Capital (RVPI)*

Il *ratio RVPI* misura il valore residuo di un fondo di *Private Equity* come multiplo del capitale versato dagli investitori.

La formula è la seguente:

$$RVPI = \frac{\text{Residual Value}}{\text{Paid-In Capital}} \quad (n. 4.2)$$

dove:

*Residual value* = *fair value* corrente di tutte le attività detenute dal fondo

*Paid in Capital*: capitale versato dagli investitori, capitale totale conferito fino a quel momento.

RVPI è una misura utile per gli investitori nel misurare il valore attuale delle attività di un fondo rispetto all'investimento iniziale, fornendo anche una prospettiva su quanto valore rimane nel fondo in relazione alle distribuzioni che l'investitore potrebbe aver già ricevuto.

RVPI cambia man mano che le attività residue del fondo vengono valutate ogni trimestre. Anche l'RVPI viene ridotto poiché le attività vengono realizzate attraverso le uscite e il capitale viene distribuito agli investitori. L'RVPI di un fondo si riduce quindi a zero alla fine della vita del fondo.

Inizialmente RVPI è più alto perché, all'inizio della vita di un fondo, la maggior parte del suo valore non è realizzato. Pertanto, la maggior parte del valore del fondo è catturato dal suo RVPI, mentre il DPI è basso. Man mano che gli investimenti maturano e vengono eliminati, una quota maggiore del valore del fondo viene realizzata e riflessa nel DPI.

Nel corso del tempo, DPI continua a crescere fino a quando il fondo vende tutte le sue posizioni azionarie in società in portafoglio. Il DPI e il TVPI convergono, mentre il RVPI tende allo zero perché diminuisce il numero di investimenti attivi che richiedono una stima per il loro *fair value*.

Una volta che il fondo è stato completamente liquidato e quindi tutto il valore è stato realizzato, il DPI e il TVPI sono uguali e rappresentano gli indicatori più importanti delle prestazioni del fondo PE.

### **Vantaggi del RVPI**

- Valutazione dei rendimenti non realizzati:
- Monitoraggio della performance in corso: RVPI aiuta gli investitori a tracciare il valore corrente del loro investimento rispetto al capitale che hanno contribuito. Questo è particolarmente utile per valutare la performance di un fondo che non è ancora pienamente maturato o uscito dai suoi investimenti
- Comparabilità tra Fondi e Strategie: gli investitori possono utilizzare RVPI per confrontare le prestazioni di diversi fondi. Un RVPI più elevato indica che una quota maggiore del capitale investito continua a generare valore.
- Supporto per le decisioni di investimento continuo: Per i gestori di fondi, RVPI può essere uno strumento utile per prendere decisioni su investimenti futuri e uscite. Fornisce informazioni sul valore attuale del portafoglio e aiuta a pianificare i passi successivi
- Trasparenza: fornendo un'istantanea del valore residuo del fondo, RVPI offre trasparenza su quanto del capitale investito è ancora in funzione all'interno del fondo.
- Valutazione del rischio: RVPI può aiutare gli investitori a valutare il rischio associato al loro investimento. Un RVPI basso potrebbe indicare che una parte significativa del capitale è già stata restituita, riducendo potenzialmente il rischio di perdita.

### **Limiti del RVPI**

- Dipendenza dalle valutazioni di mercato
- non rappresenta la liquidità effettiva
- ignora i flussi di cassa distribuiti
- non corregge per il rischio.

### 2.1.5 *Multiple on Invested Capital (MOIC)*

Il MOIC è una metrica finanziaria utilizzata per descrivere la misura del rendimento in relazione al suo valore iniziale. Valuta la redditività di un investimento confrontando la quantità di capitale investito con la quantità di denaro restituito.

L'obiettivo principale è misurare il ritorno sull'investimento (ROI) generato da un particolare investimento. È calcolato con la formula seguente:

$$MOIC = \frac{Realized\ Value + Unrealized\ Value}{Initial\ Investment} \quad (n. 5.2)$$

dove:

*Realized and Unrealized Value* sono i flussi di cassa totali: somma di tutti i flussi di cassa ricevuti dall'investimento, compresi i dividendi, le distribuzioni e i proventi della vendita dell'attività. Rappresenta quindi ciò che l'investitore ha ricevuto nel corso della vita dell'investimento.

*Initial Investment*: è l'importo iniziale del capitale investito all'inizio dell'investimento. Rappresenta l'esborso di cassa iniziale che l'investitore effettua per acquisire l'attività.

Dividendo il totale degli afflussi di cassa da un investimento per l'investimento iniziale, gli investitori potrebbero calcolare un multiplo indicando quante volte il loro investimento iniziale è stato restituito. Ad esempio, se il MOIC è 2,5, l'investitore ha ricevuto 2,5 volte il suo investimento iniziale in flussi finanziari in entrata. Un MOIC più elevato indica un investimento più redditizio, mentre un MOIC inferiore suggerisce un investimento meno riuscito.

Il MOIC è comunemente utilizzato in *private equity*, *venture capital* e analisi degli investimenti per confrontare le prestazioni di diversi investimenti, valutare le decisioni di allocazione del capitale e informare il processo decisionale degli investimenti. Nel *Private Equity* e nel *Venture Capital* fornisce una misura diretta delle prestazioni di investimento. Consente agli investitori di confrontare il successo di diversi investimenti e valutare l'efficacia delle loro decisioni di allocazione del capitale. Consente inoltre agli investitori di valutare la performance complessiva dei loro portafogli di investimento.

È tra le misure più utilizzate durante lo svolgimento della *due diligence* del fondo e nel caso specifico dei fondi viene espresso come il valore totale di tutte le azioni del fondo diviso l'investimento iniziale. Tale parametro combina il valore dei titoli che sono stati venduti (proventi realizzati) con il valore dei titoli che rimangono attivi (valore non realizzato)

Il MOIC netto utilizza valori da cui sono state detratte le commissioni, le spese sostenute dai suoi accomandanti (*LPs*) e il *carried interest*.

## **Limiti del MOIC**

Ecco alcune limitazioni fondamentali da considerare:

- **Valore temporale del denaro:** MOIC non rappresenta il valore temporale del denaro, il che significa che non ritiene che il denaro incassato in futuro valga meno del denaro incassato oggi. Esso presuppone che tutti gli afflussi di cassa siano di pari valore, indipendentemente da quando si verificano. Questa limitazione può influire soprattutto quando si confrontano gli investimenti con diversi orizzonti temporali o modelli di flusso di cassa.
- **Esclude i rendimenti non monetari:** MOIC si concentra esclusivamente sui flussi finanziari in entrata e non considera i rendimenti non monetari, come un aumento del valore di un investimento. Ad esempio, se il valore di un investimento si apprezza in modo significativo ma non genera consistenti flussi di cassa, il MOIC potrebbe non riflettere con precisione il rendimento complessivo.
- **Ignora il rischio e la volatilità:** MOIC non incorpora il rischio o la volatilità nel suo calcolo. Non tiene conto dei potenziali rischi al ribasso associati a un investimento. Due investimenti con lo stesso MOIC possono avere diversi profili di rischio e il fatto di basarsi esclusivamente sul MOIC può non fornire una valutazione completa dei rendimenti corretti per il rischio.
- **Limitato al *Cash Flow Focus*:** MOIC si concentra principalmente sui flussi finanziari e potrebbe non cogliere altri fattori rilevanti come il valore strategico, il posizionamento sul mercato o i benefici immateriali associati a un investimento. Potrebbe non tenere conto degli aspetti qualitativi del valore complessivo o del successo di un investimento.
- **Non considera il reinvestimento:** MOIC non considera il reinvestimento dei flussi di cassa. Se un investimento genera flussi finanziari significativi reinvestiti nelle stesse o in altre opportunità, il MOIC può riflettere solo parzialmente il rendimento composto ottenuto attraverso il reinvestimento.

## **Differenze tra MOIC e IRR**

Le principali differenze principali sono:

- **Tempo:** L'IRR tiene conto del valore temporale del denaro, mentre il MOIC no.
- **Sensibilità:** L'IRR è sensibile ai flussi di cassa iniziali e può essere influenzato da piccoli cambiamenti nei flussi di cassa, mentre il MOIC è più stabile.
- **Utilizzo:** Il MOIC è utile per valutare la crescita assoluta del capitale, mentre l'IRR è più indicato per confrontare investimenti con durate diverse.

## **Differenze tra MOIC e TVPI**

Anche se MOIC e TVPI sembrano abbastanza simili, le principali differenze tra i due sono:

Il MOIC è generalmente:

- Quotata su base lorda
- Applicabile ad un investimento

TVPI è generalmente:

- Quotato su base lorda o netta
- Applicabile a un investitore

La differenza sta nel denominatore, infatti, mentre il MOIC divide il valore totale dell'investimento o del fondo per il capitale investito totale, il TVPI divide il valore totale dell'investimento per l'importo versato (cioè il capitale che gli investitori hanno effettivamente trasferito al fondo).

Quando un fondo è completamente finanziato e tutte le richieste di capitale sono state soddisfatte, il TVPI sarà uguale al MOIC. Ma quando gli investimenti non sono completamente versati, il TVPI sarà maggiore del MOIC poiché considera solo il capitale versato.

MOIC fornisce una misura della performance dell'investimento nel corso della vita del fondo, mentre TVPI fornisce una misura della performance dell'investimento verso la fine della vita del fondo.

## **2.2 Rendimento della curva a J**

Nei primi anni di vita i fondi di Private equity tendono a registrare rendimenti negativi e ciò è dovuto principalmente al fatto che spesso, dopo l'acquisto iniziale, gli investimenti vengono mantenuti al costo per un certo periodo di tempo. Il risultato è che la performance lorda è spesso piatta fino a quando non si verifica un evento significativo, come una vendita o un altro round di raccolta fondi.

Poiché le commissioni iniziano a essere rimosse all'inizio della vita di un fondo, ciò può far apparire il rendimento negativo per i primi anni. Però, man mano che vengono effettuati più investimenti e viene richiesto più capitale, l'impatto delle commissioni diminuisce. Col maturare del fondo e la sottoscrizione e realizzazione degli investimenti i fondi di successo passano da mostrare una performance negativa ad una positiva.

Questo è indicato come rendimento della “*curva a J*” (fig. 1) perché nei primi anni i rendimenti del fondo sono negativi e in genere diventano redditizi solo negli anni del raccolto (*harvesting*).

Understanding J-Curves: The Trajectory of Private Equity Returns over Time

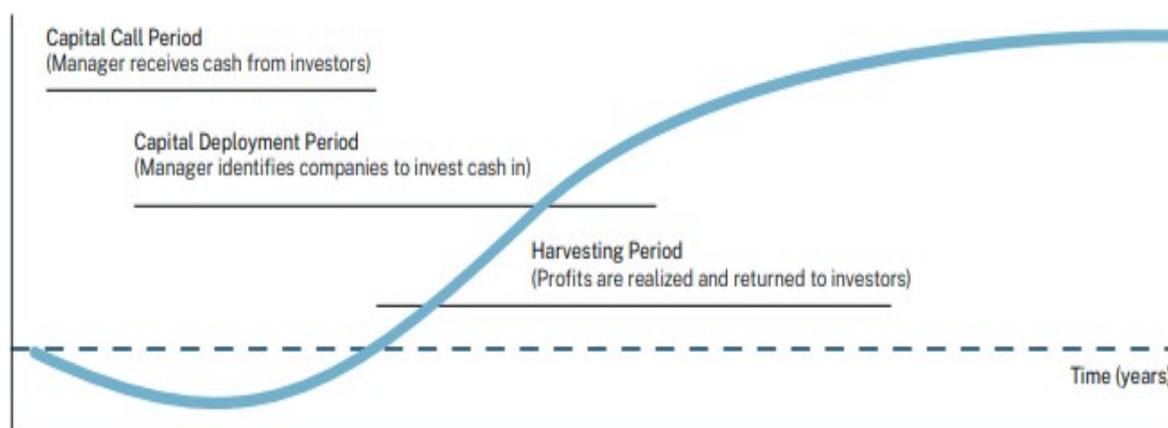


Figura n.18: Esempio di curva a J

Fonte:(knowledge-center-intro-to-jcurve.pdf (hamiltonlane.com))

Osservando in dettaglio come evolve il tasso di rendimento di un fondo di *Private Equity*, si può subito notare che nelle prime fasi di vita del fondo vi è un disallineamento significativo rispetto al valore iniziale. I primi anni di un fondo di *Private Equity* sono chiamati periodo di investimento e sono quelli in cui il team di gestione lavora per selezionare le migliori società da acquisire. Negli anni successivi il team è impegnato ad aggiungere valore alle aziende acquistate, collaborando per i nuovi piani aziendali ed aumentando ricavi e utili. In genere, a partire dalla metà della vita del fondo, i piani aziendali cominciano ad avere un impatto positivo sull’azienda e gli investimenti iniziano a crescere giorno dopo giorno. (“Tutto quello che devi sapere sulla J-curve (Curva a J)”)

Pertanto, nei primi anni di vita (solitamente si parla di almeno 3-4 anni) il fondo ha rendimenti negativi che poi iniziano a crescere in modo significativo, appena gli investimenti ed il piano di valorizzazione danno i loro risultati, traducendosi in un IRR (tasso interno di rendimento) positivo.

Occorre considerare un arco temporale medio-lungo affinché gli investimenti fatti dal *Private Equity* nelle aziende generino performance positive e si riflettano nelle valutazioni del titolo. Per questo motivo all’inizio sono contabilizzati gli investimenti realizzati e i costi sostenuti, mentre i risultati ottenuti sono visibili con il tempo. Ne consegue che l’andamento del tasso di rendimento di un fondo di *Private Equity* (IRR) si presenta come una linea curva verso il basso, fino a quando, gli investimenti non saranno produttivi e a quel punto la curva inizierà la sua scalata verso l’alto.

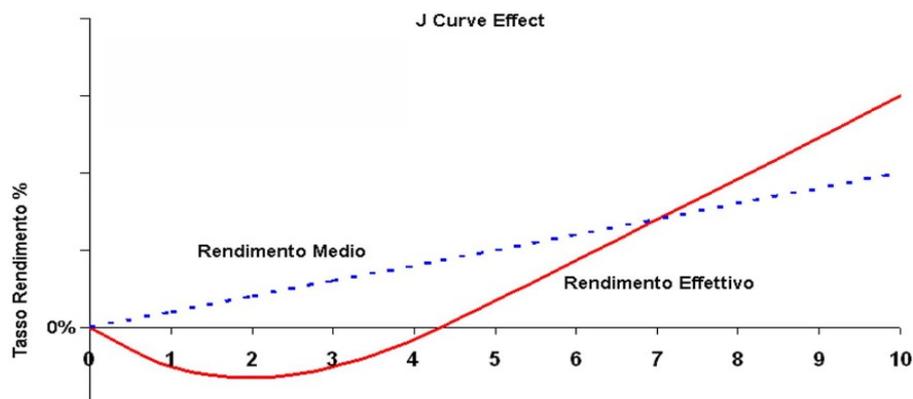


Figura n.19: Curva a J

Fonte: (<https://www.economiareale.club/blog/la-curva-a-j>)

I due fattori principali che determinano l'andamento della curva a J sono quindi le commissioni e il tempo fino alla liquidità o alla rivalutazione. In particolare:

- il *Venture Capital* nella fase iniziale ha in genere la curva a J più acuta poiché le sue commissioni sono tendenzialmente più alte e il tempo fino alla liquidità è il più lungo;
- le strategie di *Venture Capital* in fase più avanzata che investono prima delle IPO delle società hanno spesso le curve a J più corte, a causa della loro vicinanza al mercato pubblico e perché le aspettative di liquidità sono a breve termine;
- le curve a J dei fondi *Buyout* si collocano tra le due precedenti strategie.

## 2.3 Fattori che influenzano le performance degli investimenti

Il rendimento di un fondo Private equity è influenzato da molti fattori che possono determinare, al momento dell'exit, un successo o un fallimento dell'operazione.

1. Fattori economici: Analizzare come le condizioni macroeconomiche influenzano il rendimento degli investimenti.
2. Fattori settoriali: Esplorare l'importanza delle tendenze e dinamiche settoriali.
3. Fattori aziendali: Esaminare il ruolo della gestione aziendale, strategia, e operazioni sull'efficacia dell'investimento.
4. Esempi di casi studio: Presentare casi reali di investimenti influenzati da questi fattori.

### 2.3.1 Fattori economici

#### 2.3.1.1 Impatto dei tassi di interesse sui costi di finanziamento

Le condizioni macroeconomiche sono di particolare rilevanza nelle operazioni di *Private Equity*, specialmente quando quest'ultime sono condotte attraverso la leva finanziaria. Infatti, le società di PE sono più reattive alle variazioni dei tassi di interesse a causa delle due principali strategie di investimento coinvolte nel loro business: *Venture Capital e Leveraged Buyout*

Nelle operazioni di *Leveraged Buyout*, le società di PE finanziano l'acquisizione di società utilizzando poco capitale e facendo affidamento sul debito (solitamente sotto forma di strumenti di fondi pensione o banche di investimento che hanno un orizzonte di lungo termine) per far fronte al costo di acquisizione. Ciò consente alle società di PE di ingrandire i loro rendimenti. Tuttavia, ciò richiede un flusso di cassa costante in termini di pagamenti di interessi e, quindi, vi è una sensibilità ai tassi di interesse; infatti, il tasso di rendimento interno (IRR), che la società di PE ottiene quando esce dall'azienda, dipende fortemente dai tassi di interesse ai quali assume il debito.

Le società di PE cercano aziende target che abbiano un flusso di cassa costante, una spesa minima in conto capitale e requisiti di capitale circolante operativo. Usano il flusso di cassa libero costante che l'impresa genera per pagare il debito e ciò che rimane viene accumulato fino all'uscita o pagato come dividendi (essenzialmente il ritorno all'impresa di PE e agli altri proprietari).

L'impatto dei tassi di interesse sulle imprese di PE dipende chiaramente dalla fase di transazione che sta affrontando, influenzando i *buyout* e le uscite in modo diverso. Le aziende di PE che intendono vendere e quelle che intendono acquistare hanno reazioni contrastanti a una variazione dei tassi di interesse. In particolare, nelle *Leveraged Buyouts*, data la forte dipendenza dal debito contratto, l'attività tende a rallentare in un contesto di tassi d'interesse alti e ad aumentare nel caso di tassi bassi.

Tassi di interesse bassi o in calo significano più fondi disponibili per le società di PE, poiché gli investitori tendono a rivolgere l'attenzione verso altre opzioni, distanziandosi dal reddito fisso e dalle obbligazioni. Ciò crea un'opportunità per le società di PE che desiderano acquistare. In primo luogo, hanno accesso a fondi facili e aumenta l'attività di raccolta fondi; in secondo luogo, le società di PE possono concludere una transazione, bloccare tassi di interesse più bassi, ridurre il loro flusso periodico in uscita, aumentare l'IRR e, infine, il ritorno sull'investimento.

Quindi uno scenario economico mondiale, in cui molti paesi hanno tassi di interesse bassi, porta a una sovrabbondanza di capitali. Questo non serve alle società di PE che cercano di acquistare: capitale facile e concorrenza sull'acquisto di beni fanno impennare i prezzi degli *asset* scoraggiando le PE a concludere un accordo perché le aziende non sono più sottovalutate.

Un aumento dei tassi di interesse avrebbe l'effetto opposto: gli investitori prediligono il reddito fisso e i titoli di credito. Pertanto, la raccolta di fondi diventa una sfida. Inoltre, gli investitori e i soggetti pubblici mostrano una diminuzione di interesse per le IPO; inoltre, le valutazioni degli *asset* diminuiscono e ciò è problematico per le società di PE che hanno pianificato le loro uscite nello stesso periodo. Tuttavia, è vantaggioso per le società di PE che cercano aziende e *asset* sottovalutati, visto che esse possono impiegare il capitale che hanno accumulato durante il periodo di bassi interessi e investire. Inoltre, le società di PE hanno accesso al capitale di grandi investitori istituzionali che hanno prospettive a lungo termine ed esigenze di diversificazione, e questo accende il loro interesse per il PE.

Nel dettaglio, nel PE la variazione dei tassi influenza i seguenti fattori:

- **Costo del capitale:** quando le banche centrali abbassano i tassi di interesse, si riduce il costo del prestito per le società di P.E. Ciò ha un impatto diretto sull'IRR che può essere raggiunto negli investimenti, rendendo le operazioni più attraenti e finanziariamente sostenibili.
- **Valuation:** il valore attuale dei flussi di cassa gioca un ruolo cruciale nella valutazione. Tassi d'interesse più bassi fanno sì che i flussi di cassa futuri valgano di più di oggi e, di conseguenza, le società di *Private Equity* possono assegnare valutazioni più elevate alle società target quando scontano i loro flussi di cassa futuri a tassi inferiori portando eventualmente a prezzi di acquisto più elevati.
- **Strategie di Exit:** quando i tassi d'interesse sono bassi è più facile per le società di PE uscire dagli investimenti; questo perché i potenziali acquirenti o gli investitori del mercato pubblico potrebbero trovare più conveniente finanziare le acquisizioni stimolandone la domanda e le IPO di società mantenute nel portafoglio

- *Fundraising*: tassi di interesse più bassi possono rendere gli investimenti di Private equity più attraenti per gli investitori istituzionali, in particolare per coloro che cercano rendimenti più elevati in un contesto di bassi rendimenti.
- *Leva*: le operazioni di *Private Equity* spesso comportano una leva finanziaria significativa. I bassi tassi di interesse riducono il costo del finanziamento del debito, rendendo più attraente per le società di *Private Equity* l'uso della leva finanziaria. In tal modo si amplificano i potenziali rendimenti degli investimenti azionari. Tuttavia, l'aumento della leva finanziaria aumenta anche il livello di rischio, poiché l'aumento del debito amplifica le perdite in caso di performance al di sotto delle aspettative.
- *Condizioni macroeconomiche*: per le aziende di *Private Equity*, i tassi bassi possono stimolare la spesa dei consumatori attraverso costi di finanziamento inferiori, aumentando potenzialmente la domanda di prodotti e servizi. Tuttavia, ciò può anche contribuire alle pressioni inflazionistiche, incidendo sui costi e sulle strategie di prezzo.
- *Tassi di cambio*: i differenziali dei tassi di interesse tra i paesi possono influire sui tassi di cambio, che a loro volta influenzano i rendimenti degli investimenti esteri. Le società di *Private Equity* con esposizione internazionale devono tenere conto di questi movimenti dei tassi di cambio

### 2.3.1.2 Inflazione

La relazione tra inflazione e *Private Equity* è complessa e multifattoriale. In generale, l'inflazione può influenzare il *Private Equity* in diversi modi:

*Valutazione degli Asset*: L'inflazione può erodere il valore reale degli asset e ridurre i rendimenti futuri. Tuttavia, alcune società di *Private Equity* possono beneficiare di un aumento dell'inflazione se riescono a trasferire i costi maggiorati ai consumatori senza perdere la domanda.

*Costo del debito*: un contesto inflazionistico spesso porta a tassi di interesse più elevati, che possono aumentare il costo del debito per le aziende che dipendono dal finanziamento con leva finanziaria.

*Operazioni di uscita*: l'inflazione può complicare le operazioni di uscita, come le vendite o la quotazione delle società, a causa della relazione inversa tra prezzi e tassi.

*Performance a lungo termine*: nonostante l'inflazione, i mercati privati possono comunque offrire rendimenti più elevati rispetto ai mercati pubblici, grazie alla loro natura di investimenti a lungo termine.

*Strategie di investimento*: gli investitori in *private equity* potrebbero dover adattare le proprie strategie per mitigare i rischi associati all'inflazione, ad esempio investendo in settori meno sensibili all'inflazione o in società con potere di determinazione dei prezzi.

In sintesi, l'inflazione presenta delle sfide ma offre anche opportunità per gli investitori di *private equity* che sono in grado di navigare con successo in questo ambiente.

L'inflazione comporta una riduzione dei flussi di cassa futuri; infatti, erodendo il potere d'acquisto dei flussi di cassa futuri generati dalle aziende in portafoglio, essa porta a una diminuzione del VAN degli investimenti riducendo i rendimenti potenziali.

Con la volatilità dei mercati pubblici a livelli elevati, la capacità di uscire attraverso IPO diventa molto più complicata lasciando come uniche alternative la vendita ad altri sponsor di *Private Equity* o ad acquirenti strategici aziendali.

Un'altra sfida è chiaramente rappresentata dalla creazione di valore. I gestori, infatti, creano valore nella società in portafoglio attraverso l'espansione dei multipli, la crescita dell'EBITDA o attraverso un processo di *deleveraging*.

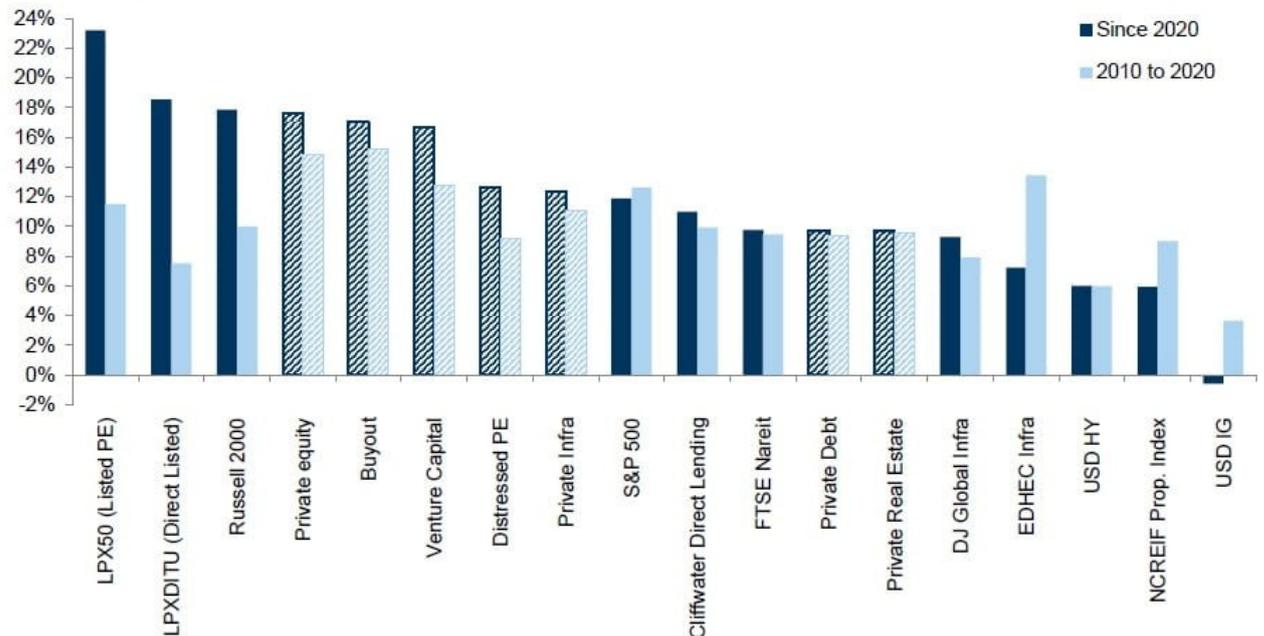
In presenza di elevata inflazione i multipli saranno ridotti dalle valutazioni in calo, il *deleveraging* sarà impegnativo in quanto l'aumento dei tassi renderà difficile per le società in portafoglio rifinanziare il debito e, dunque, la crescita dell'EBITDA rappresenta l'ultima leva con cui avere spazio di manovra.

Chiaramente anche i costi operativi aumenteranno, compresi quelli della manodopera e dei servizi e ciò può ridurre i margini di profitto delle aziende in portafoglio.

Negli ultimi anni, secondo una analisi di *Goldman Sachs*, il divario nelle performance fra *Private Equity* e azionario si è allargato dal covid-19 in avanti. Il *Private Equity*, l'investimento in azioni di società non quotate in Borsa, offre opportunità di rendimento superiori alle controparti pubbliche nel lungo termine; ma non tutti i periodi storici sono favorevoli a questo segmento di mercato, nella stessa misura. Infatti, nel periodo compreso fra il 2010 e il 2020, in un contesto di tassi d'interesse bassi e di elevate performance sui mercati azionari, l'extra rendimento del *Private Equity* è stato di circa il 3% annuo, un vantaggio "relativamente piccolo" rispetto alla media ventennale, pari a un 5% annuo in più rispetto ai mercati pubblici.

L'inflazione elevata sarebbe però fra gli elementi macroeconomici favorevoli alla sovraperformance del *Private Equity* che, infatti, si è allargata a partire dal 2020. Questa evoluzione è visibile nel grafico sottostante, in cui le barre tratteggiate si riferiscono a diverse tipologie di mercati privati.

**Exhibit 1: Private markets, especially PE, have outperformed public markets since 2020**  
Annualized performance. Last data point is 2023Q2. Dashed bars indicate private assets.



Last 2 quarters of available data might be subject to revisions

Source: Preqin, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

*Figura n.20: Dati delle performance del Private Equity annualizzate*

L'effetto dell'inflazione va a penalizzare in misura maggiore le azioni pubbliche e, in base alle analisi svolte dagli inizi degli anni Ottanta, l'incremento dell'inflazione avrebbe favorito la crescita delle performance del *Private Equity* con risultati migliori delle controparti quotate, proprio grazie all'impatto negativo che l'incremento dei tassi produce sulle azioni pubbliche. Dal momento che l'aumento dell'inflazione incoraggia le banche centrali a restringere la politica monetaria, le azioni hanno reazioni negative in Borsa, molto più di quanto vengano rivalutate al ribasso le società non quotate.

A ciò si aggiunge il fatto che storicamente per coloro che hanno puntato in questa fase sui fondi di PE si ha un vantaggio nelle performance ancora più ampio quando l'inflazione scende a partire da livelli elevati. Questo è lo scenario che *Goldman Sachs* continua a prevedere per i prossimi mesi.

### 2.3.2 Fattori settoriali

I fattori settoriali sono molto importanti nel *Private Equity* in quanto possono influenzare le decisioni di investimento e le performance dei fondi stessi. Quando gli investitori si avvicinano al *Private equity* devono analizzare attentamente le dinamiche di ogni settore per identificare le migliori opportunità di investimento

I fattori settoriali includono:

- Tassi di interesse: i livelli bassi hanno storicamente favorito il mercato del PE, garantendo

abbondante liquidità e condizioni favorevoli per i prestiti.

- Valutazioni delle operazioni: possono variare in modo significativo, a seconda del settore e delle condizioni di mercato. Per esempio, i settori della vendita al dettaglio, manifatturiero e automobilistico hanno registrato aumenti dei valori medi delle transazioni.
- Costi e commissioni: i fondi di PE possono avere una struttura dei costi complessa, con commissioni di gestione e di performance che variano in base agli accordi dell'investitore.
- Diversificazione del portafoglio: investire in imprese di proprietà privata può offrire vantaggi in termini di diversificazione del portafoglio e potenziali rendimenti superiori.
- Regolamentazione e Politiche di Settore: la regolamentazione può avere un impatto significativo su alcuni settori quali ad esempio quello sanitario nel quale le modifiche normative possono influire in modo significativo sulle performance aziendali.
- Tendenze di mercato: le tendenze di mercato attuali e future potrebbero offrire opportunità in settori specifici come l'automotive e l'elettronica, dove le valutazioni sono raddoppiate, mentre il settore immobiliare, i trasporti e la vendita al dettaglio di moda hanno registrato un solido incremento.
- Tendenze Tecnologiche e Innovazione: i settori caratterizzati da alta intensità tecnologica come il tech e la biotecnologia possono assicurare grandi opportunità significative grazie alle innovazioni; tuttavia, si tratta di settori soggetti a rapidi cambiamenti che possono influenzare la competitività delle aziende in portafoglio. Ne consegue che gli investimenti in queste società richiedono la presenza di un management dinamico, in grado di affrontare in modo rapido le tendenze di mercato e la competitività.
- Dinamiche di Settore: ogni settore ha proprie dinamiche e cicli economici. Mentre il settore tecnologico può beneficiare di rapidi progressi e investimenti in innovazione, settori come quello energetico possono essere influenzati dalle variazioni dei prezzi delle materie prime. Settori con crescita stabile tendono a offrire rendimenti più prevedibili, mentre quelli più volatili sono chiaramente più rischiosi ma potenzialmente più redditizi.
- Condizioni di mercato e concorrenza: l'analisi delle condizioni di mercato e di concorrenza è essenziale per gli investimenti. Uno strumento ampiamente utilizzato è il modello di Porter delle cinque forze, che identifica le forze che influenzano la redditività a lungo termine delle imprese. Queste forze variano da settore a settore e la comprensione delle loro dinamiche aiuta le aziende a prendere decisioni strategiche e a rimanere competitive.

Secondo *Oliver Wyman*, società di consulenza strategica globale, il mercato europeo del PE, dopo avere registrato nel 2021 un anno da record, ha rilevato un'inversione di tendenza nel 2022, proseguita nel 2023. Le ragioni vanno ricercate nei fattori che hanno

spinto il mercato - bassi tassi di interesse e quindi liquidità abbondante - e che poi sono venuti meno.

L'aumento dei tassi d'interesse nel 2022, verificatosi in concomitanza con la guerra russo-ucraina, ha generato un disallineamento tra le aspettative degli investitori e quelle dei venditori, con una conseguente diminuzione delle valutazioni. Questo risulta evidente se si osservano i rapporti tra valore d'impresa e margine operativo lordo (EV/EBITDA) delle operazioni effettuate nel 2022 rispetto agli anni precedenti. L'EV/EBITDA è sceso tra il 25% e il 30% nel 2022 rispetto al 2021, con poche eccezioni.

Andando nel dettaglio, se si analizzano le transazioni con valutazione resa nota del periodo 2019-2022 si rileva che le società più penalizzate sono state quelle di media digitali, internet e telecomunicazioni, poiché hanno venduto a multipli dell'EBITDA inferiori di circa il 60% nel 2022 rispetto al 2021.

Analogamente, settori consolidati quali la vendita al dettaglio di prodotti alimentari, l'automazione industriale e i prodotti e servizi industriali si sono riscontrate valutazioni inferiori di circa il 50% rispetto agli anni precedenti. Nel settore dell'industria chimica si è riscontrata una tendenza simile, con un calo delle valutazioni medie pari a il 70% nel 2022 rispetto agli anni precedenti.

Invece, in altri settori quali le società di servizi informatici e software, i servizi finanziari e le società del settore energetico e delle infrastrutture si è verificata una riduzione inferiore delle valutazioni, con un EV/EBITDA tra il -5% e il -20% rispetto alla media degli ultimi tre anni.

Sempre secondo *Oliver Wyman* le maggiori opportunità si avranno nel settore automobilistico e dell'elettronica industriale nelle quali sono raddoppiate le valutazioni e nei settori immobiliare, dei trasporti e della vendita al dettaglio di moda che hanno registrato un solido aumento del multiplo dell'EBITDA (+25%-40%), seguiti dalle industrie biotecnologiche e farmaceutiche (miglioramenti compresi tra il 15% e il 20%). Anche il settore delle telecomunicazioni e il settore energetico sono considerati un terreno fertile per gli investitori di *Private Equity*.

### **2.3.3 Fattori aziendali**

Come si è detto, il *Private Equity* svolge un ruolo fondamentale nella crescita delle imprese, fornendo non solo capitale ma anche supporto strategico e operativo per ottimizzare le performance e guidare l'espansione verso nuovi mercati.

L'influenza dei fattori aziendali sul *Private Equity* è un tema rilevante; i fondi di PE investono infatti in società non quotate e spesso acquisiscono una quota significativa del capitale di un'azienda con l'obiettivo di apportare miglioramenti operativi, strategici o finanziari per aumentarne il valore nel tempo.

I fattori aziendali che possono influenzano il *Private Equity* sono diversi e cambiano in base alla fase di sviluppo dell'azienda e al tipo di investimento. Ecco alcuni dei principali fattori:

- 1 la performance finanziaria: la capacità di generare flussi di cassa stabili e prevedibili è cruciale per attrarre investimenti di *Private Equity*;
- 2 la posizione di mercato: aziende con una forte posizione di mercato o un vantaggio competitivo sono più attraenti per gli investitori di *Private Equity*;
- 3 *corporate governance*: una buona governance può aumentare l'attrattiva dell'impresa sul mercato dei capitali e influenzare positivamente i processi di attribuzione del *rating* di credito;
- 4 la strategia di crescita: le aziende con piani di crescita chiari e realistici sono più propense a ricevere investimenti di *Private Equity*;
- 5 la struttura del capitale: un'azienda che possiede un bilancio solido e una gestione prudente del debito risulta più attraente per gli investitori di *Private Equity*;
- 6 Struttura del capitale: la struttura del capitale dell'azienda, inclusa la sua capacità di indebitarsi e la disponibilità di capitale proprio, è un fattore chiave per le operazioni di *Private Equity*.

## **2.4 Benchmarking e confronto con altre classi di attività**

### **2.4.1 Il benchmarking nel contesto del *Private Equity***

Il *benchmarking* nel contesto del *Private Equity* implica la misurazione e il confronto delle performance di fondi o investimenti con standard di riferimento specifici che possono essere rappresentati da indici di mercato o altre metriche di performance

Nell'ambito dei PE il *benchmarking* è un processo essenziale che consente ai fondi di valutare le loro performance rispetto ad altre *asset class* e *benchmark* di settore.

Ciò aiuta gli investitori a comprendere il valore aggiunto del fondo di *Private Equity* rispetto ad altre opzioni di investimento e fornisce un contesto per le performance del fondo.

I fondi del mercato privato sono strutturati per profili di rendimento completamente diversi rispetto ai fondi del mercato pubblico e per questo motivo è importante considerare metriche alternative nel valutarne le prestazioni: *benchmark* che vadano a considerare orizzonti temporali più lunghi, periodi di *lock-up* prolungati e strutture dei fondi meno liquide.

Quando si adottano tali metriche è importante individuare degli attributi ben precisi quali, ad esempio, la dimensione del fondo, l'annata e la geografia e il tipo di fondo.

La dimensione può influenzare notevolmente la sua capacità d'investimento e la gestione del portafoglio; infatti, fondi più grandi possono avere accesso a transazioni di maggior valore, con impatti potenzialmente più significativi sulle performance generali.

Con annata del fondo si fa riferimento all'anno in cui il fondo ha iniziato a investire o ha fatto la sua prima "*capital call*". Il raggruppamento per annata è fondamentale perché consente di tenere conto dell'ambiente economico e di mercato specifico in cui ogni fondo ha iniziato a operare.

La posizione geografica può influenzare in modo significativo le opportunità di investimento disponibili e i rischi associati, quali i cambiamenti normativi o le dinamiche economiche regionali.

Inoltre, il tipo di fondo (come fondi di *buyout*, fondi di *venture capital* o fondi specializzati in determinati settori) può dettare le strategie di investimento e le aspettative di rendimento da prendere in considerazione quando si confrontano i *benchmark*. Ad esempio, un fondo di *Venture Capital* investirà in imprese nuove e avrà un numero più ampio di società in portafoglio con conseguenti richiami di capitale più frequenti, mentre un fondo di *Private Equity* investirà in imprese più grandi e affermate.

I *benchmark* per i fondi di *private equity* sono strumenti essenziali per valutare le prestazioni e confrontarle con altri fondi o con il mercato in generale.

Alcuni dei principali benchmark utilizzati nel settore sono:

1. *Internal Rate of Return (IRR)*: indicatore del rendimento annuo medio generato dal fondo nel corso del suo ciclo di vita, che riflette la capacità del gestore di generare valore.
2. *Multiples*: includono il *Distributed to Paid-In (DPI)*, che misura il ritorno in contanti rispetto al capitale investito, e il *Total Value to Paid-In (TVPI)*, che combina il DPI con il valore residuo del fondo.
3. *Public Market Equivalent (PME)*: questo metodo confronta le prestazioni del fondo di *private equity* con quelle di un indice di mercato pubblico, come l'*S&P 500*, per valutare se il fondo ha sovraperformato o sottoperformato rispetto al mercato azionario.
4. *Quartile Rankings*: i fondi vengono classificati in quartili in base alla loro performance, con il primo quartile che rappresenta i fondi con le migliori prestazioni e il quarto quartile quelli con le prestazioni peggiori.
5. *Horizon Returns*: misurano le prestazioni del fondo su diversi orizzonti temporali, come uno, tre, cinque o dieci anni.

I *benchmark* dovrebbero essere utilizzati in combinazione per ottenere una valutazione completa delle prestazioni del fondo.

Molto utili sono gli "*Index Private Equity*" che sono indici che seguono la performance di società o fondi di *Private Equity*. Essi offrono informazioni sulle tendenze del mercato dei *Private Equity* e possono essere uno strumento utile per gli investitori che desiderano valutare le prestazioni del settore. Investire in *Private Equity* può essere fatto attraverso l'acquisto di azioni individuali all'interno dell'indice o investendo in fondi negoziati in borsa (ETF) che seguono questi indici.

Di seguito alcuni indici di *private equity*:

*S&P Listed Private Equity Index*: include le principali società di *private equity* quotate che soddisfano requisiti specifici in termini di dimensioni, liquidità, esposizione e attività. È stato progettato per fornire l'esposizione negoziabile a società quotate in borsa, attive nello spazio di *Private Equity*.

*Private Equity Index (PRIVEXD)*: è un indice globale che fornisce informazioni sulla performance del mercato del Private equity. Secondo gli ultimi dati, l'indice si attesta a 2.768,70, con una flessione di -72,42 (-2,55%).

*Deloitte Private Equity Confidence Index*: in Italia, questo indice ha mostrato un moderato ottimismo per il mercato del private equity nella seconda metà del 2023, raggiungendo i 104 punti con un numero previsto di transazioni pari a 2253.

## **2.5 Analisi delle performance dei PE nel lungo termine**

L'illiquidità del capitale delle società facenti parte del portafoglio implica la non oggettività dei metodi di valutazione del rendimento del fondo, ad eccezione dell'inizio di quest'ultimo e del momento dell'exit.

Le valutazioni interne dei *Net Asset Value* del fondo (*NAV*<sup>1</sup>) vengono condotte dai *GPs* per rendere conto ai *LPs* e sono quindi necessariamente connotate da un carattere di soggettività.

Tra i parametri più comunemente utilizzati per valutare la performance dei fondi di *Private Equity* è il premio al valore patrimoniale netto (*NAV*). Il premio *al NAV* rappresenta una misura del valore che gli investitori sono disposti a pagare per le attività di un fondo di *Private Equity* rispetto al loro valore patrimoniale netto.

Si calcola dividendo il prezzo di mercato delle azioni del fondo per il suo valore patrimoniale netto per azione. Se il prezzo di mercato è superiore al valore patrimoniale netto per azione, diciamo che il fondo viene scambiato con un premio rispetto al NAV. Di contro, se il prezzo di mercato è inferiore al valore patrimoniale netto per azione, il fondo viene scambiato con uno sconto rispetto al NAV.

Il premio al NAV è un parametro importante in quanto fornisce informazioni sulla percezione della performance di un fondo di *Private equity* da parte del mercato. Un premio rispetto al NAV indica che, secondo il mercato, le attività del fondo valgono più del loro valore patrimoniale netto. Ciò potrebbe essere dovuto alla significativa performance del fondo, alla qualità delle società presenti nel portafoglio oppure alla reputazione del gestore del fondo. Invece, uno sconto rispetto al NAV indica che il mercato non ha fiducia nella capacità del fondo di generare rendimenti. In sintesi, si ritiene che i fondi che sono continuamente scambiati con un premio rispetto al NAV stiano sopra-performando i loro concorrenti.

---

<sup>1</sup> Il valore patrimoniale netto (*NAV*) è un concetto fondamentale nella finanza e negli investimenti, in particolare nel regno dei fondi comuni di investimento e dei fondi negoziati in borsa (*ETF*). Rappresenta il prezzo per azione/quota del fondo in una data o ora specifica. In parole povere, il NAV è il valore che un investitore riceverebbe per ciascuna azione se il fondo venisse liquidato in quel particolare momento. Si calcola prendendo il valore totale di tutte le attività del fondo, sottraendo eventuali passività e dividendo questo valore netto per il numero di azioni in circolazione.

Va però segnalato che il premio *al NAV*, come parametro per la valutazione della performance dei fondi di PE, presenta alcune limitazioni.

In primo luogo, esso prevede che il valore patrimoniale netto rifletta accuratamente il valore delle attività del fondo. Tuttavia, il valore patrimoniale netto potrebbe non riflettere sempre il valore reale delle attività del fondo, soprattutto se queste sono illiquide o difficili da valutare.

In secondo luogo, il premio al NAV non tiene conto delle commissioni addebitate dal gestore del fondo. Pertanto, un fondo che viene continuamente scambiato con un premio rispetto al NAV potrebbe sotto-performare se le sue commissioni sono troppo elevate.

Pur essendo il premio al *NAV* un parametro utile per valutare la performance dei fondi di *Private Equity*, tuttavia, esso è solo uno dei tanti parametri utilizzati per la valutazione dei fondi di PE e dovrebbe essere utilizzato unitamente ad altri parametri e fattori in modo da ottenere un quadro più completo della performance di un fondo. Gli investitori devono quindi essere consapevoli delle suddette limitazioni e devono tenere conto anche di altri aspetti quali il *track record* del fondo, la strategia di investimento e le commissioni.

Nel mondo degli investimenti di *Private Equity*, le metriche e le metodologie per valutare la performance sono molteplici e tradizionalmente, la prassi del settore è stata quella di esprimere il rendimento del fondo con il tasso interno di rendimento (IRR) dei flussi di cassa e il *MOIC*, che abbiamo analizzato in precedenza. Però l'IRR ha una natura *stand-alone*, priva di confronto diretto con i mercati pubblici, lasciando lacune nella valutazione olistica delle prestazioni e, pertanto, nel 1996 *Long e Nickels* hanno proposto un metodo per aggiustare al mercato l'IRR, ad oggi chiamato "*Long-Nickels public market equivalent*" (LN PME). Questo calcola l'IRR che un investitore avrebbe ricevuto investendo nel pertinente benchmark di *Public Equity* e lo confronta con l'IRR del fondo PE (*Kaplan & Sensoy, 2014*).

Il *Public Market Equivalent* (PME) è uno strumento prezioso per gli investitori, perché mette a confronto la performance degli investimenti di *Private Equity* con gli indici del mercato pubblico. Infatti, è un metodo che valuta il rendimento che un investitore avrebbe ottenuto se avesse investito in mercati pubblici invece che in un fondo di *Private Equity*. Confrontando l'investimento con un indice di riferimento, solitamente un indice del mercato pubblico, il PME fornisce un rapporto: un valore superiore a 1 indica che l'investimento privato ha superato il mercato pubblico, mentre un valore inferiore a 1 indica una performance inferiore.

Il dibattito sul PME è alquanto ampio: da un lato il PME viene lodato per il suo approccio comparativo che cerca di superare le limitazioni dell'IRR ma dall'altro viene criticato perché è un metodo eccessivamente complesso, laddove metriche più semplici come l'IRR erano già così radicate. Inoltre, non riflette pienamente la realtà economica degli investimenti in *Private Equity*, in quanto esso, nonostante il suo approccio comparativo, potrebbe non cogliere i rischi unici associati al *Private Equity*.

Le principali critiche riguardano il fatto che il PME possa non cogliere adeguatamente i rischi unici del *Private Equity*, come l'illiquidità, gli orizzonti di investimento prolungati e i rischi settoriali specifici. Si tratta di aspetti importanti perché, come è noto, gli investimenti in PE sono meno liquidi e a lungo termine rispetto a quelli fattinei mercati pubblici, e spesso presentano dei rischi settoriali che non sono paragonabili a quelli dei mercati pubblici.

In sintesi, mentre il PME offre un metodo per confrontare le prestazioni dei fondi di *Private Equity* con gli investimenti nei mercati pubblici, è importante riconoscere che potrebbe non essere sufficiente per valutare compiutamente i rischi associati agli investimenti in *Private Equity*. Pertanto, gli investitori e gli analisti dovrebbero considerare un approccio più olistico che includa una varietà di metriche e analisi qualitative per ottenere una valutazione completa.

In sintesi, il PME fornisce una lente comparativa ma le metriche come IRR e il MOIC continuano a mantenere la loro importanza in quanto l'IRR offre informazioni sui rendimenti ponderati in base al tempo, mentre il MOIC fornisce un multiplo di rendimento semplice. Se queste metriche vengono utilizzate insieme al PME, possono fornire un quadro completo delle prestazioni di un investimento in *Private Equity*.

*Kaplan e Schoar (2005)* hanno invece proposto un metodo correlato per l'adeguamento al mercato del MOIC piuttosto che del IRR. Essi hanno introdotto il cosiddetto *KS PME*, calcolato come il rapporto tra la somma delle distribuzioni attualizzate e la somma delle "capital calls" attualizzate, dove il tasso di attualizzazione è il rendimento totale del benchmark rilevante di *Public Equity*, a partire da una data di riferimento arbitraria fino alla data del flusso di cassa in questione (*Kaplan & Sensoy, 2014*).

Anche questo aggiustamento rappresenta uno sviluppo del tentativo di armonizzare il rendimento del *Private Equity* con quello dei mercati pubblici, offrendo una misurazione più accurata dell'effettiva sovraperformance o sottoperformance di un fondo rispetto al mercato più ampio.

## CAPITOLO 3: ANALISI DELLE PRINCIPALI OPERAZIONI – PERIODO 2021 -2023

### 3.1 Gli intermediari finanziari operanti nel mercato italiano

Il mercato italiano è caratterizzato da una vasta gamma di intermediari finanziari che si differenziano per una serie di elementi quali la regolamentazione e la supervisione, i servizi offerti, la struttura organizzativa, il modello di business e le licenze e autorizzazioni necessarie per l'esercizio dell'attività.

I principali intermediari finanziari operanti nel mercato italiano, secondo la classificazione della Banca d'Italia, sono:

- a) Banche commerciali e gruppi bancari
  - b) Società d'intermediazione mobiliare (SIM)
  - c) SGR, SICAV E SICAF
  - d) IMEL
  - e) IP
  - f) Conglomerati Finanziari
- a) Banche commerciali

Le banche commerciali hanno come attività principale la raccolta dei depositi dai clienti, che rappresentano una fonte primaria di finanziamento, e la concessione di prestiti a individui, imprese e altri enti.

Prestano inoltre ogni altra attività finanziaria secondo la disciplina propria di ciascuna.

In Italia le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione sono:

- la forma giuridica di S.p.A. o di società cooperativa;
  - la Sede legale e direzione generale situate in Italia;
  - il possesso dei requisiti indicati dalla normativa per i soggetti titolari delle partecipazioni qualificate;
  - il possesso di requisiti d'idoneità per gli esponenti aziendali;
- b) l'assenza, tra la banca o i soggetti del gruppo di appartenenza, di stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza .SIM

Sono imprese di investimento autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento ai sensi del Testo Unico della Finanza (TUF). Queste attività, aventi ad oggetto strumenti finanziari, comprendono:

- Negoziazione per conto proprio;
- Esecuzione di ordini per conto dei Clienti;
- Sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo o con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- Gestione di portafogli;

- Ricezione e trasmissione di ordini;
- Consulenza in materia di investimenti;
- Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

Le SIM sono sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.

#### c) SGR, SICAV E SICAF

Le SGR (Società di gestione del risparmio) sono la categoria in cui rientrano le società di *Private Equity*. Queste società di gestione del risparmio sono autorizzate a svolgere attività di promozione e gestione collettiva del risparmio e, insieme alle SICAV (Società di investimento a capitale variabile) e alle SICAF (Società di investimento a capitale fisso), sono gli unici soggetti autorizzati a gestire fondi comuni di investimento per investire le somme dei risparmiatori in asset finanziari.

Nello specifico le SICAV hanno un capitale variabile, che aumenta o diminuisce in base alle sottoscrizioni e ai rimborsi delle azioni da parte degli investitori, offrendo quindi maggiore flessibilità, hanno una struttura societaria azionaria e possono essere quotate in borsa.

Le SICAF invece hanno un capitale sociale fisso, che non varia in base alle sottoscrizioni e ai rimborsi, a meno di modifiche statutarie, e sono spesso utilizzate per investimenti in asset illiquidi come *Private equity* o *Real Estate*, dove un capitale fisso è più adeguato.

In Italia sono presenti alcuni operatori del *Private equity* particolarmente rilevanti in termini di volume degli investimenti, che sono focalizzati sull'imprenditoria italiana e presentano una certa longevità nel contesto italiano, essendo attive da molto tempo e dotate di un *track record* di successo.

Tra le principali società di *Private Equity* in Italia troviamo:

- *Clessidra SGR*: è una SGR indipendente, con sede a Milano, che opera nel mercato medio-alto italiano. La sua strategia è rivolta quindi ad aziende italiane che hanno un potenziale di espansione, domestica e internazionale. Attualmente, la società gestisce attualmente 2 fondi: *Clessidra Capital Partners 3* e *Clessidra Capital Partners 4*, con un totale investito superiore a 2 miliardi di euro; inoltre, fino ad oggi ha effettuato un totale di 27 investimenti, 34 add-ons e 23 disinvestimenti.

Tra le partecipazioni acquisite più recenti compaiono *Molino Nicoli*, azienda leader nella produzione di prodotti alimentari senza glutine e biologici, *Everton*, azienda specializzata in tè e infusi e focalizzata su prodotti biologici e imballaggi sostenibili, e *L&S*, un'impresa globale nei sistemi di illuminazione a LED integrati, al servizio dei mercati residenziali e commerciali.

Le operazioni più rilevanti in termini di valore sono state in particolare la vendita della partecipazione in *Cerved Group S.p.A.*, per un importo pari a 1.3 miliardi di euro, e la vendita, pure degna di nota, di *Nexi S.p.A.* nel 2015, per circa 2,4 miliardi

di euro, operazione che ha contribuito in modo significativo alla redditività della società nel suddetto periodo.

- *Investindustrial*: è una società globale con 165 impiegati provenienti da 26 nazioni differenti e con sedi in Europa, USA e Asia. Dal 1990, ha iniziato a promuovere, per le società target, piani industriali di durata più lunga rispetto ai piani di investimento finanziari.

Attualmente, è uno dei gruppi di investimento indipendenti europei che ricopre posizioni predominanti tra le società di media grandezza operanti nell'Europa meridionale e leader nei loro settori.

Tra i servizi offerti dalla società vanno elencati l'*expertise* industriale, il focus operativo, piattaforme globali e capitali a lungo termine, con l'obiettivo sia di accelerare nelle aziende l'espansione interna sia di migliorare l'efficienza operative delle compagnie di *portfolio*.

Tra i suoi investimenti più importanti vanno segnalati *Gardaland*, *Permasteelisa* e *Ducati*. Inoltre, attualmente *Investindustrial* è il principale azionista di alcune società quali *B&B Italia*, *Flos*, *Aston Martin*, *Sergio Rossi*, *PortAventura*, *Artsana* e *Valtur*.

Complessivamente, la società di investimento ha raccolto un capitale pari a 6,5 miliardi di euro, grazie ai suoi fondi.

- *Ardian*: è una delle società di PE più rilevante a livello globale, che pone molta attenzione allo sviluppo del personale, alla cultura collaborativa e alla sostenibilità in tutte le sue attività.

È stata fondata nel 1996 come un ramo di *AXA* e nel 2013 l'*AXA Private Equity* è diventata *Ardian*, società che grazie ad un team di successo è cresciuta diventando leader nel settore finanziario europeo. Attualmente, gestisce asset in Europa, Nord America e Asia, per un valore di circa 140 miliardi di dollari e per oltre 1.400 clienti in tutto il mondo.

Tre sono i principali segmenti di business di *Ardian* ovvero *Private Equity* per 107 miliardi di dollari, *Real Assets* (23 miliardi di dollari) e *Credito* (10 miliardi di dollari). A questi vanno aggiunte soluzioni di investimento su misura quali *Ardian Customized Solutions* e *Private Wealth Solutions*.

- *Permira*: si tratta di una società di *Private Equity* che fornisce capitale sotto forma di PE e di debito con l'obiettivo di sostenere la crescita delle aziende. In particolare, si focalizza sul settore tecnologico, sui beni di consumo, sui servizi e sulla sanità. A partire degli anni '90 e 2000, è cresciuta diventando la società di *Private Equity* più grande in Europa. Opera comunque anche negli USA, in Cina e in Giappone.

Dalla sua origine i fondi di *Permira* hanno investito in circa 300 società, operanti prevalentemente nel settore tecnologico e localizzate per più della metà in Europa.

In particolare, in Italia, questi fondi comprendono *Golden Goose, Kedrion e La Piadineria*.

- *21 Invest*: si tratta di un operatore di PE italiano, fondato nel 1992 da Alessandro Benetton. Ha investito in diverse società italiane quali: *Trudi, Bpack Due, Valbart, Assicom Viabizzuno, Farnese Vini, Philippe Model, Pittarello, Forno d'Asolo, Gianni Chiarini, Sifi, Nadella e Carton Pack*.

Per il ciclo di valutazione 2019-2020, *21 Invest* ha ottenuto il *rating* più alto in tema di sostenibilità, migliorando il suo punteggio da un A ad un A+ nel modulo *Private Equity*.

#### d) IMEL e IP

Gli Istituti di *Moneta Elettronica*, oltre all'emissione di questa, possono prestare servizi di pagamento ed erogare finanziamenti esclusivamente in relazione ai servizi non connessi con l'emissione di moneta elettronica.

Gli Istituti di Pagamento hanno come funzione principale quella di servizi di pagamento, esclusa l'emissione di moneta elettronica. Essi possono detenere fondi per l'esecuzione di operazioni di pagamento e alcuni esempi di servizi offerti sono i bonifici, gli addebiti diretti e l'emissione di carte.

#### e) Conglomerati Finanziari

Si tratta di gruppi di imprese che operano attivamente in modo significativo nei settori bancario e assicurativo o nei servizi di investimento. Comprendano almeno un'impresa assicurativa e una che opera nel settore bancario o nel settore dei servizi di investimento; inoltre, hanno abbiano al vertice un'impresa regolamentata oppure svolgano attività principalmente nel settore finanziario.

### 3.2 I deal più rilevanti

Il triennio passato 2021-2023 ha visto in Italia lo sviluppo di una serie di *deal* significativi che hanno coinvolto vari settori, tra cui le PMI e il *mid market*.

La raccolta di *Private Equity* e *Venture Capital* nel 2021 è stata pari a 5,7 miliardi di euro con un incremento del 119% rispetto ai 2,6 miliardi del 2020.

In totale sono stati 44 gli operatori che in quest'anno hanno svolto attività di *fundraising* sul mercato (+26 rispetto al 2020), con l'89% della raccolta avvenuta nel nostro paese e l'11% all'estero.

L'ammontare totale investito tra *PE* e *VC* si è attestato intorno ai 14,7 miliardi (contro i 6,6 nel 2020), con una crescita trainata dal comparto delle infrastrutture. Le operazioni in totale sono state 654 (contro le 471 del 2020)<sup>1</sup>.

Il 2022 ha visto un incremento nella raccolta con un ammontare pari a 5,9 miliardi di euro con un leggero incremento del 3% rispetto al 2021. Ben 49 operatori hanno svolto attività

di *fundraising* ,5 in più rispetto ai 44 dell'anno passato.

La raccolta di capitale in Italia è diminuita drasticamente, passando dall'89% del 2021 al 55% del 2022 con un conseguente aumento della raccolta estera (45%).

Un dato positivo rispetto all'anno precedente è stato però fatto registrare dagli investimenti con un ammontare pari a 23,7 miliardi (+61% rispetto al 2021) dovuto a significative operazioni nel segmento dei buyout e delle infrastrutture<sup>2</sup>.

L'ultimo anno del triennio ha visto un decremento della raccolta con un ammontare pari a 3,7 miliardi (-36%) e un decremento degli operatori che hanno effettuato operazioni di raccolta (-33%).

La raccolta domestica ha invece visto un nuovo incremento attestandosi all'83% del totale e quindi riportandosi quasi al livello del 2021.

L'ammontare in euro degli investimenti ha subito un importante declino passando dai 23,7 miliardi del 2022 ai soli 8,16 miliardi del 2023<sup>3</sup>.

Di seguito trattiamo alcune delle principali operazioni che hanno coinvolto società di *PE* italiane.

---

<sup>1</sup> AIFI. (2021). *Libretto dati 2021*. Published in collaboration with PwC.

<sup>2</sup> AIFI. (2022). *Libretto dati 2022*. Published in collaboration with PwC.

<sup>3</sup> AIFI. (2023). *Libretto dati 2023*. Published in collaboration with PwC.

## KKR – TIM

L'affare tra il fondo statunitense *KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co)* e *TIM (Telecom Italia Mobile)* è iniziato nel 2021, ma si è sviluppato negli anni successivi.

Precisamente, nel novembre 2021 *KKR* ha lanciato un'offerta amichevole al maggiore gruppo di telecomunicazioni italiano, avviando un'operazione che avrebbe rappresentato il più grande *LBO* europeo. *KKR* ha offerto un premio del 46% sul prezzo delle azioni societarie, con una valutazione del patrimonio netto pari a 10,8 miliardi di euro.

Nel dicembre 2021 il cda di *TIM* si è riunito per discutere l'offerta, accogliendola con interesse. pertanto, nel gennaio dell'anno successivo il fondo *KKR* ha iniziato il processo di due diligence, analizzando l'impatto dell'acquisizione sul debito aziendale.

A marzo 2022 *KKR*, completato la due diligence, ha confermato l'offerta iniziale e il cda di *TIM* ha iniziato a valutare anche la possibilità di scorporare l'attività di rete fissa in maniera da facilitare l'acquisizione.

A luglio 2022 le due parti hanno dichiarato di aver raggiunto un accordo preliminare, in attesa dell'approvazione finale delle autorità di regolamentazione e degli azionisti.

Nel 2023 *KKR* ha presentato un'offerta per l'acquisizione della rete fissa di *TIM*, *Netco*, e nel maggio dello stesso anno la Commissione Europea ha iniziato ad esaminare la proposta, per valutare gli impatti sul mercato della banda larga *wholesale* e garantire l'assenza di danni per la concorrenza settoriale.

Nel 2024 il governo italiano ha approvato la vendita della rete fissa per un totale di 22 miliardi di euro applicando la cd *golden power* per assicurarne la conformità con gli interessi nazionali.

La Commissione Europea ha dato il via libera senza condizioni all'acquisizione di *Netco* da parte di *KKR*, passo cruciale per la finalizzazione del *deal*, segnando in questo modo un punto di svolta nella separazione della rete fissa di *TIM* dal resto delle operazioni.

Il 1° luglio 2024 *TIM* ha ufficialmente completato la vendita della rete fissa a *KKR* e questo accordo ha reso *TIM* il primo ex monopolio delle telecomunicazioni presente in un grande paese europeo che si è separato dall'infrastruttura di rete fissa. La rete fissa la fibra e rame copre quasi l'89% delle famiglie del paese e il suo cavo in fibra si estende per oltre 23 milioni di km in tutto il paese.

Con questa operazione la rete nazionale di telefonia fissa, scorporata in una società ad hoc, la *Netco*, è passata al consorzio guidato dal fondo usa *KKR* a cui partecipano anche il Tesoro con il 16% e F2i, fondo infrastrutturale italiano, per l'11,2%

Il governo ha approvato l'accordo come parte di un accordo di co-investimento nella rete, con una partecipazione fino al 20% in un *asset* ritenuto di importanza strategica oltre a prerogative di *governance* che sono state concordate tra le parti e assegnano al socio pubblico una minoranza qualificata.

Tim ha trasferito metà della sua forza lavoro nell'impresa di rete, riducendo la sua leva finanziaria di 14 miliardi di euro avendo una maggiore flessibilità commerciale per competere nel mercato azionario dei servizi al dettaglio e l'opportunità di esplorare operazioni di *M&A* e *partnership*.

### Permira - Golden Goose

Sotto la proprietà di *Carlyle*, la società veneziana di *Golden Goose*, fondata nel 2000 e nota per le sue *sneakers* di lusso, ha aperto 100 negozi tra cui quelli di New York, Pechino e Tokio e ha anche espanso i propri business, spaziando nel settore dell'abbigliamento e dell'accessoristica, anche se il segmento delle scarpe hanno rappresentato l'80% dei ricavi.

Sotto *Carlyle*, la società ha avuto una crescita dei ricavi da 140 Milioni nel 2017 (anno acquisizione) a 260 Milioni nel 2020.

Il 12 febbraio 2020 è arrivato l'annuncio dell'accordo tra la società di *Private equity*, *Permira*, e *Golden Goose*, per l'acquisizione del brand italiano da parte della prima e, nel giugno dello stesso anno, si è completata con successo l'acquisizione delle quote di maggioranza in *Golden Goose* da parte di *Permira* che ha acquistato l'83% della società per 1,3 miliardi di euro, mentre l'ex azionista *Carlyle* ha mantenuto una quota di minoranza.

In seguito a questo accordo, *Golden Goose* ha annunciato di avere assegnato l'incarico di amministratore delegato non esecutivo a Maureen Chiquet.

### Il post acquisizione e le discussioni su un'ipotetica IPO

Gli anni successivi hanno visto un andamento dei ricavi positivo con 386 milioni nel 2021 registrando un boom rispetto al 2020 (+45%), 500 milioni nel 2022 e 587 milioni nel 2023. Inoltre, si è avuto un incremento dell'EBIT da 75 milioni nel 2021 a 108 milioni nel 2022 fino a 132 milioni nel 2023. Questi risultati sono stati resi possibili anche grazie all'importante crescita nell'area delle Americhe, attraverso i canali di retail e tramite l'online.

La continua espansione del marchio ha convinto *Permira* a tentare una IPO alla borsa di Milano con l'obiettivo iniziale di raccogliere un miliardo di euro e raggiungere una conseguente valutazione della società di tre miliardi. L'IPO sarebbe consistita in un collocamento riservato ad investitori istituzionali di azioni di nuova emissione della società, derivanti da un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, e di azioni esistenti offerte in vendita dall'attuale azionista unico *Astrum*, controllato da *Permira*.

I proventi della quotazione sarebbero dovuti servire in particolare a ridurre il debito, come indicato dai vertici di *Permira* e *Golden Goose*.

All'inizio di novembre 2023 sono state inviate lettere di invito alle banche per partecipare al *beauty contest*, finalizzato alla scelta del global coordinator. *Permira* ha scelto tra le altre *Bank of America*, *JPMorgan* e *Mediobanca* come coordinatori dell'offerta pubblica, e altre banche di investimento, tra le quali *Lazard*, in veste di advisors per il processo.

Nel maggio del 2024 le voci dell'IPO si sono intensificate con l'obiettivo di quotarla prima dell'estate e la volontà di vendere le azioni ad un valore pari a 11 volte l'EBITDA 2024, in analogia ad altre case di moda, andando a emettere azioni primarie per un valore totale di 100 milioni di euro in maniera da rafforzare la struttura di capitale di *Golden Goose*, ridurre il debito ed espanderne i canali di vendita D2C.

*Golden Goose* si sarebbe dovuta quotare il 21 giugno 2024, ma tre giorni prima, il 18 giugno, è stato annunciato da *Permira* il ritiro dall'IPO a causa del “*deterioramento delle condizioni di mercato a seguito delle elezioni del Parlamento Europeo e la convocazione delle elezioni politiche in Francia, condizioni che hanno influenzato negativamente il mercato azionario del settore della moda*”.

Secondo il *Sole 24 ore*, il contesto internazionale è diventato effettivamente complesso e, in aggiunta, la domanda dei beni di lusso, dopo il boom post pandemia, è andato verso la normalizzazione. Pertanto, molti operatori finanziari non hanno creduto alla motivazione dichiarata ufficialmente, dal momento che l'IPO prevedeva condizioni favorevoli al fondo di PE e, precisamente, un collocamento tra 520 e 560 Milioni di euro, suddivisi in 420/460 milioni nelle tasche di *Permira* e 100 milioni (come aumento di capitale) nelle casse aziendali di *Golden Goose*.

Peraltro, il collocamento si era chiuso alcuni giorni prima e aveva visto una domanda di azioni 4 volte superiore all'offerta, con un singolo investitore che si era prenotato per 100 milioni. L'operazione sembrava quindi positivamente conclusa, nonostante che *Golden Goose* fosse indebitata con le banche per 460 milioni e che l'aumento di capitale di 100 milioni lasciava probabilmente un debito significativo tale da non consentire una crescita sana e duratura.

Due sarebbero quindi le principali motivazioni del ritiro:

1. il mercato della borsa ha attribuito alla *Golden Goose* una valutazione ritenuta non accettabile dai partners di *Permira* in quanto 8,5xEbitda è stato considerato insufficiente rispetto ai moltiplicatori del lusso in genere superiori a 10;
2. la vendita delle *sneakers Golden Goose* non sta procedendo come previsto e quindi *Permira* si sarebbe trovata a controllare una società che, dopo la pubblicazione di un'ipotetica deludente semestrale 2024, avrebbe riscontrato un crollo del valore azionario.

Tra le ragioni, oltre a quelle sopra citate, anche la decisione di *BlackRock* e *GIC* di non assumere il ruolo di investitori di riferimento e il fallimento delle IPO di altre aziende di lusso quali *LVMH* e *Moncler*, produttore di giacche, negli ultimi giorni.

La società ha quindi riferito che l'IPO sarà rivalutata successivamente.

## *FSI - Cedacri*

In Italia *Cedacri* è il principale fornitore di software e servizi di core banking e oggi rappresenta, per le istituzioni finanziarie italiane, la più grande piattaforma indipendente. Ha un ampio portafoglio di servizi inerenti a *Reg Tech*, Infrastrutture IT e *cloud, business process* come un servizio e un sistema di integrazione per le banche.

*FSI* è una società di gestione del risparmio indipendente che gestisce il fondo di *Private equity FSI I* e società opera con l'obiettivo di aiutare le imprese del *mid market* italiano, caratterizzate da un alto potenziale di sviluppo e crescita.

Il fondo *FSI I* è uno dei maggiori fondi europei di *Private Equity* con *focus* su un singolo paese. Ha capitali complessivi investiti pari a circa 1,4 miliardi con investitori eterogenei e asset class geograficamente diversificata includendo tra le altre Cassa depositi e prestiti, il Fondo europeo per gli investimenti, banche, assicurazioni e *asset manager* europei, casse di previdenza, *family office* di gruppi industriali e fondi sovrani del Medio Oriente.

A ricoprire la fetta maggiore degli investitori sono gli investitori istituzionali italiani, seguiti dalle assicurazioni e dai fondi sovrani.

I settori principali in cui il fondo investe sono la meccanica, l'alimentare e la sua distribuzione, la moda, il lusso, la farmaceutica e i *business services*.

*FSI* ha investito in *Cedacri*, per la prima volta, nel 2017 e, grazie a questo investimento e al supporto ricevuto dagli altri azionisti, è riuscito a consolidare il management di *Cedacri* e ad accelerare il percorso di crescita organica che ha trasformato la società in una realtà *Fintech* all'avanguardia, in grado di fornire un'ampia e diversificata gamma di servizi, mediante l'acquisizione di grandi banche e clienti non captive.

Nei primi mesi del 2021 *Cedacri* è stata acquisita da *ION*, tra le principali società operanti nel settore delle piattaforme aziendali e di elaborazione dati, e nel giugno 2021, con una successiva e distinta operazione, *FSI* ha di nuovo investito nella società in *partnership* con *ION*, azionista di maggioranza.

Con questo investimento il fondo di PE ha tenuto conto del fatto che la società aveva ulteriori potenziali di crescita organica e inorganica, anche fuori dall'Italia, delle sinergie e opportunità di e derivanti dalla presenza della *ION*, e del forte potenziale di consolidamento del settore e dell'ulteriore potenziale di espansione dei servizi di *Cedacri*.

### 3.3 Il trend del settore di *Private Equity*

#### 3.3.1 I numeri del *Private Equity* nel triennio 2021-2023

- Investimenti, raccolta e disinvestimenti

Se ripercorriamo sinteticamente i numeri che hanno caratterizzato il settore del PE nel periodo 2021-2023 e analizziamo i principali dati in termini di operazioni, investimenti, raccolta e disinvestimenti, rileviamo un andamento piuttosto stabile con un totale di 654 operazioni nel 2021, 552 transazioni nel 2022 e 549 nel 2023.

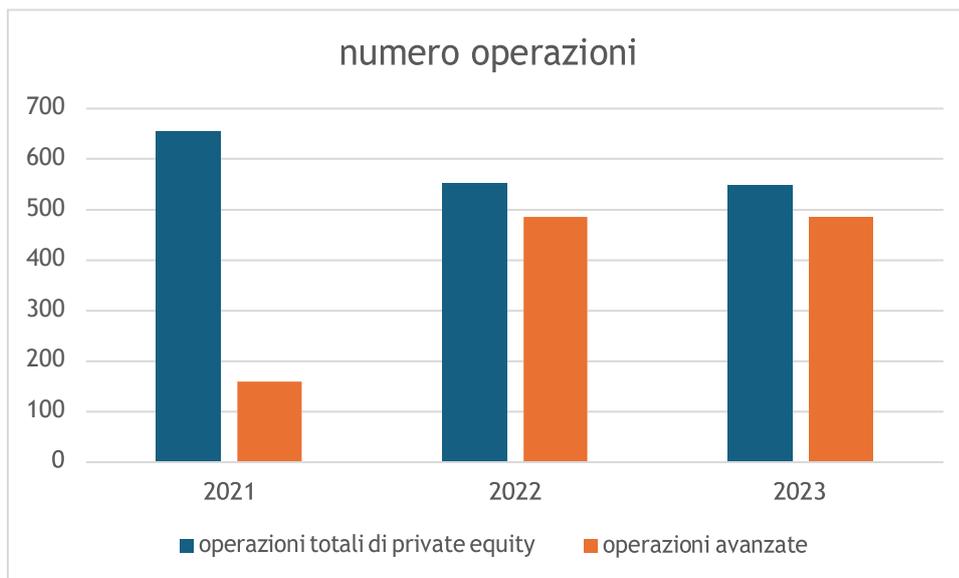


Figura n. 21: Distribuzione del numero delle operazioni di PE

Come si vede in Figura 1, nel 2021 le operazioni avanzate, quali i buyout, rappresentavano una percentuale minore, mentre nel 2022 e nel 2023 hanno rappresentato circa l'88%.

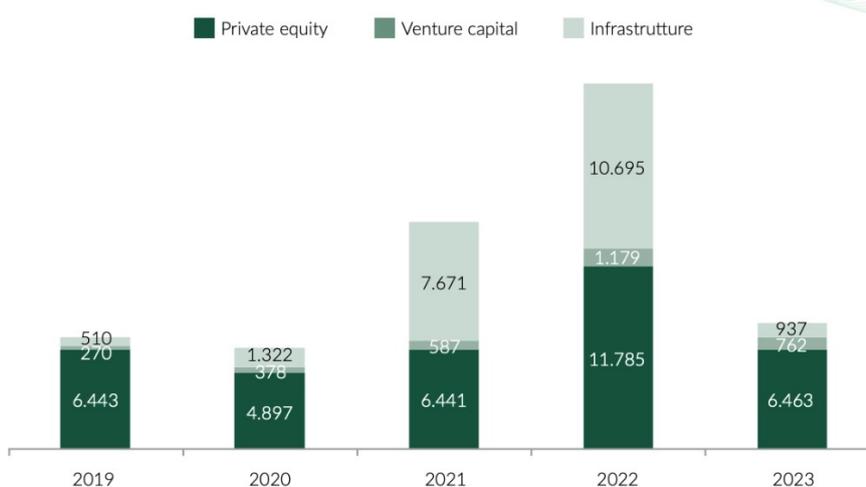


Figura n.22: Distribuzione delle risorse investite (PcW 2024)

In particolare, il settore ha visto una crescita significativa nel biennio 2021-2022 (Fig. 2) nel corso del quale l'ammontare totale di euro investiti è arrivato a 14,7 miliardi nel 2021 (6,4 per il solo *Private equity*) e a 23,6 miliardi nel 2022 (11,7 per il *Private equity*).

Anche la raccolta nel biennio ha fatto registrare un incremento significativo, raggiungendo i 5,73 miliardi nel 2021 e 5,9 miliardi nel 2022

La ripresa economica successiva alla pandemia di COVID-19 ha incoraggiato gli investimenti, con le imprese incentivate a riprendere i loro piani di espansione e acquisizione. Ciò ha fatto sì che le aziende abbiano ricercato capitali per mettere in atto tali piani.

Anche in termini di disinvestimenti il biennio 2021-2022 è stato positivo con un ammontare disinvestito pari a 2,7 miliardi nel 2021 e a 4,4 miliardi nel 2022.

Un altro fattore significativo è stato quello delle politiche monetarie “accomodanti” adottate dalla Banca Centrale che ha mantenuto i tassi d'interesse particolarmente bassi per favorire la ripresa dell'economia, rendendo il costo del capitale più accessibile e incentivando dunque gli investitori a prestare i propri fondi per ottenere rendimenti più alti rispetto a titoli di stato e ad altri investimenti tradizionali.

Ciò nonostante, il 2023 ha rappresentato un anno di flessione nel corso del quale l'ammontare degli investimenti (8,2 mld, -66%) e della raccolta (3,7mld, -3,6%) ha subito un crollo principalmente dovuto al rialzo dei tassi e alle incertezze geopolitiche, fattori che, notoriamente, disincentivano le attività di *M&A* e di *Private Equity*

Le dismissioni delle partecipazioni hanno seguito lo stesso trend con un ammontare in euro pari a 1,7 miliardi (-2,7 miliardi rispetto al 2022).

- Rendimenti

Nel 2021 l'IRR lordo è stato di 19,2%; quest'anno è stato infatti caratterizzato da operazioni di *mid market* e da un numero ridotto di svalutazioni (*write off*) pari a 8 (contro le 18 del 2020), di cui 3 totali, con una svalutazione del 100% del valore dell'investimento, e 5 parziali, con una svalutazione del valore dell'investimento maggiore o uguale 80%.

Questo valore di IRR era piuttosto in linea con i rendimenti degli anni passati, ad eccezione del 2020 che ha fatto registrare un valore lordo pari al 32,1%, anomalo in quanto influenzato dai rendimenti estremamente positivi di alcuni mega deal effettuati dai fondi più grandi.

Il 2022 ha visto una performance complessiva leggermente in calo (18,7%) rispetto al 2021; è stato comunque caratterizzato da operazioni prevalentemente di medio-piccole

dimensioni con buoni rendimenti, da 8 mega deal e, anche in questo caso, con un numero ridotto di *write-offs* pari a 6 di cui 5 totali e 1 parziale.

Nel 2023 il mercato del *Private equity* ha realizzato un tasso interno di rendimento lordo del 18,2%, come emerge dalla rilevazione periodica realizzata da *KPMG* con *AIFI* in cui sono state analizzate 52 operazioni di *exit*, realizzate da 34 operatori, con un controvalore incassato pari a circa 2 miliardi di euro.

### **3.3.2 Il trend del 2024**

La fiducia nel settore del *Private equity* e nella sua capacità di generare un extra rendimento rispetto ai *public markets* rimane alta. Infatti, come riscontrato da *Deloitte* a seguito di un'indagine rischio/rendimento condotta su 400 fondi nel periodo 2014-2021, il mercato ha registrato risultati migliori del 10% rispetto all'indice *Ftse IT Small Cap*.

Ben 8 operatori su 10 credono che questo buon rendimento sia stato determinato principalmente dalle operazioni di *M&A* e dalla crescita organica da internalizzazione. Presumibilmente questa over-performance può essere ricondotta al ricorso al debito e al taglio dei costi.

Un'idea di quale sia il *sentiment* attorno al settore del *Private Equity* è data dal valore del *Deloitte PE Confidence Index*, che rappresenta una misura della fiducia degli operatori del settore stesso. Per la costruzione di questo indice sono stati utilizzati dati storici relativi al *sentiment*, raccolti sistematicamente dal 2010.

Come risulta dalla *Figura n. 3*, nel secondo semestre dell'anno 2023 il settore del PE è stato caratterizzato da circa 239 transazioni, per un valore totale di 13,9 miliardi di euro e l'indice ha avuto un valore di 104, indicando un miglioramento rispetto al precedente semestre, espressione di una fiducia nel mercato persistente, nonostante le incertezze macroeconomiche e geopolitiche.

Il *deal value* medio delle operazioni si è stabilizzarsi su cifre significative, grazie anche alla presenza nella parte finale dell'anno di operazioni di maggiore entità.

Nel primo semestre del 2024 si sono avute 217 transazioni con un controvalore complessivo di 8 miliardi di euro e un *deal value* medio piuttosto ridotto a causa di pochi mega deals di tale periodo.

Inoltre, l'indice ha raggiunto il valore di 107 punti, testimoniando, da parte degli operatori, un approccio in linea con quello del 2023. Nel successivo trimestre, l'indice è passato a 112 mostrando quindi una prospettiva migliore nel mercato italiano.



Source: Deloitte PE Survey, Osservatorio Private Equity Monitor – PEM

Figura n.23: Distribuzione delle transazioni (Deloitte 2024)

Il *sentiment* positivo è dovuto ad una fiducia consolidata, però non cancella completamente i timori legati ai conflitti geopolitici e ai possibili mutamenti dello scenario politico internazionale, in particolare con riferimento alla scena politica francese e alle elezioni presidenziali statunitensi.

Sicuramente, negli anni a venire, giocherà un ruolo cruciale l'emergere dell'AI, con un numero sempre maggiore di aziende che integreranno le proprie applicazioni, per migliorare le procedure di back office e di front office.

A tal riguardo, una tappa importante per definire le misure di utilizzo è lo *EU AI Act*, entrato ufficialmente in vigore il 1° agosto 2024, il quale rappresenta il primo tentativo globale di regolamentare in modo ampio e sistematico l'IA, al fine di garantire che le applicazioni di IA siano sicure, trasparenti e in linea con i valori fondamentali europei.

Questo *Act* adotta un approccio *risk-based*: più è alto il rischio associato ad un sistema AI, più stretti sono i requisiti.

Ciò che potrebbe ostacolare la generazione degli extra rendimenti sono l'escalation delle tensioni geopolitiche a livello globale, le eventuali interruzioni della supply chain e l'aumento del costo del capitale.

Dovranno invece essere sfruttate la *green technology* e la *digital transformation*, al fine di generare valore sostenibile. In particolare, i prossimi anni vedranno un focus su particolari settori, quali quello tecnologico, alimentato dagli incentivi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza che sta accelerando lo sviluppo di nuove tecnologie (*AI, cybersecurity e IoT*); pertanto, le imprese che operano in questi settori sono considerate ad alto potenziale per la crescita futura.

Un altro pilastro del PNRR è la transizione green per la quale il governo italiano ha stanziato molte risorse in modo da promuovere l'energia rinnovabile. Ciò ha favorito e continuerà a favorire un ambiente favorevole per gli investimenti da parte dei fondi che operano in settori quali il solare, l'eolico e l'idrogeno verde.

Chiaramente a spingere verso questo tipo di operazioni è anche il crescente interesse, a livello globale, per le energie sostenibili per generare un impatto positivo sul clima.

Per esempio, nei primi mesi del 2024, è avvenuta l'acquisizione del 49% di *Enel Libra Flexys*, società che si occupa principalmente di gestire un portafoglio di 23 progetti di stoccaggio di energia a batteria, da parte di *Sosteneo SGR*, per un valore pari a circa 2,5 miliardi di euro.

Inoltre, la pandemia globale verificatasi in anni recenti, ha messo in luce l'importanza della resilienza del settore *healthcare*, favorendo gli investimenti dei fondi di *Private equity* in aziende appartenenti a tale settore. È il caso di *GPI*, azienda italiana che produce soluzioni tecnologiche per il settore sanitario, che è stata acquisita nel 2022 da *Ardian*.

L'Italia è stata caratterizzata anche da un numero crescente di insolvenze finanziarie negli ultimi 12 mesi, con aziende in difficoltà nell'estendere le scadenze dei debiti.

Anche secondo *Pitchbook*, nell'Eurozona questo *trend* è destinato a crescere e ciò creerà una maggiore opportunità per i fondi specializzati nelle operazioni di *distressed M&A*, vale a dire operazioni che hanno come oggetto imprese in crisi.

A quanto sopra si aggiunge l'integrazione nelle politiche aziendali dei criteri ESG (*Environmental, Social e Governance*), che è diventata una priorità nelle decisioni di investimento dei fondi, portando al compimento di *due diligence* rigorose per valutare se le imprese target sono in linea con tali principi.

Questo comporta anche l'implementazione di pratiche sostenibili nelle aziende già presenti nel portafoglio, al fine di migliorarne la reputazione e l'operatività, e una riduzione dei rischi legali, oltre a rendere più facile l'ottenimento di fondi in prestito quando si ottengono rating ESG alti.

### 3.4 L'eticità dell'investimento

È un tema trattato costantemente dagli operatori e dalla dottrina poiché gli effetti del *Private Equity*, sia negativi che positivi, hanno un impatto importante sull'economia reale, specialmente nel caso di grandi imprese.

- Effetti sui dipendenti e sulle comunità

I fondi di *Private Equity* negli anni hanno ricevuto numerose critiche a seguito delle strategie di riduzione dei costi adottate dopo le acquisizioni, strategie che hanno comportato licenziamenti e chiusure di stabilimenti (uffici, fabbriche, etc.).

In realtà, l'obiettivo del fondo è quello di rendere l'impresa più profittevole in modo da ottenere un rendimento positivo a seguito della *trade sale*, dell'IPO o di altre forme di disinvestimento. Però, la ricerca di un profitto assoluto talvolta si scontra con il malessere della comunità in cui l'azienda opera e dei suoi dipendenti che vedono in queste strategie una minaccia all'occupazione.

In Italia ha fatto notizia l'acquisizione della multinazionale alimentare *Pernigotti* da parte del fondo *Toksoz*, operazione che ha avuto come conseguenza la chiusura dello stabilimento di Novi Ligure nel 2018. Ciò ha comportato il licenziamento di oltre cento dipendenti, scatenando notevoli proteste da parte delle comunità locali e andando così ad intaccare la reputazione dei precedenti proprietari.

A livello internazionale i due casi più eclatanti sono quello della catena di grandi magazzini inglese *Debenhams* e quello della catena di negozi di giocattoli statunitensi *Toys "R" Us*.

Nel primo caso, l'azienda è stata acquisita nei primi anni 2000 da una serie di fondi di *Private equity*, tra cui *CVC Capital Partners*, *Texas Pacific Group* e *Merrill Lynch*.

Il ricorso eccessivo alla leva finanziaria per finanziare dividendi da parte dei gestori ha fatto sì che i debiti siano aumentati a tal punto che nel 2021, dopo anni di difficoltà, la catena è stata posta in amministrazione controllata e successivamente liquidata con la conseguente chiusura di tutti i negozi e il licenziamento di 12000 dipendenti.

Il caso di *Toys "R" Us* ha visto invece nel 2005 l'acquisizione della società da parte di un consorzio formato da *KKR*, *Bain Capital* e *Vornado Realty Trust*, per un totale di 6,6 miliardi di dollari.

Anche in questo caso, l'eccessiva leva ha gravato pesantemente sui bilanci dell'azienda fino alla dichiarazione di bancarotta nel 2017. Il 2018 ha segnato poi la chiusura di tutti i suoi negozi e la perdita di circa 33000 posti di lavoro.

Secondo il *NY Times*, nel decennio passato sono stati persi 1,3 milioni di posti di lavoro dei quali 600.000 nel settore *retail*.

- Struttura finanziaria e rischi: i problemi delle LBOs

Con il termine *Leveraged Buyout* (LBO) si intende un'operazione finanziaria in grado di far acquisire una società, chiamata *target*, tramite l'indebitamento della stessa e, precisamente, ricorrendo al debito per finanziare l'acquisizione della società e traslando tale debito sulla società acquisita.

Per le operazioni finanziarie LBO ci si può avvalere dello strumento di indebitamento noto come leva finanziaria che consiste nell'acquisizione di una società tramite un capitale proveniente da terzi a condizione che l'acquirente mantenga una partecipazione ridotta. (ossia una somma di denaro ben specifica e pattuita inizialmente).

Il capitale di debito necessario per l'acquisizione può essere reperito sia tramite gli istituti di credito sia tramite l'emissione nel mercato di obbligazioni societarie. Tuttavia, visto che tali obbligazioni sono caratterizzate da un rischio significativo (legato a un acquisto a leva), il loro tasso di interesse è elevato e, per tale motivo, sono classificate dalle agenzie di *rating* come obbligazioni spazzatura (*junk bond*).

Il capitale sarà rimborsato successivamente, grazie ai risultati delle attività di *business* oppure grazie alla vendita di alcuni rami della società *target*, considerati non strategici, poco profittevoli o troppo rischiosi, tramite un'operazione definita *break-up*. Inoltre, facendo leva sulle attività e sul flusso di cassa della società *target* per garantire i fondi presi in prestito, i pagamenti degli interessi sul debito contratto diventano deducibili fiscalmente.

Ne deriva che una delle principali motivazioni dietro all'utilizzo di questa operazione per le acquisizioni sta nel fatto che esse permettono di fare grandi acquisizioni impiegando meno tempo e senza la necessità di impegnare molto capitale in anticipo, investendo così meno soldi rispetto al metodo tradizionale. Scegliere le LBOs permette quindi di acquisire una società ad un costo più basso rispetto al suo valore di mercato, grazie al ricorso all'indebitamento,

Chiaramente in contrapposizione a questi notevoli vantaggi ci sono grandi rischi.

Se la società non riesce a soddisfare le aspettative di performance, l'onere del debito può divenire insostenibile.

Il forte indebitamento può rendere la società eccessivamente vulnerabile fino ad arrivare alla bancarotta, dovuta, per esempio, ad un calo dei ricavi, all'aumento dei tassi o ad altri fattori che possono rendere difficile il rimborso del debito stesso.

Inoltre, la necessità di soddisfare il rimborso del debito limita la flessibilità dell'azienda nelle decisioni operative e strategiche. Infatti, gran parte dei flussi di cassa vengono allocati per la copertura del debito, andando a distoglierli da potenziali investimenti. Nel consegue che frequentemente si rendono necessarie drastiche misure di ristrutturazione, quali licenziamenti, vendita di asset strategici e riduzione delle spese operative.

La stessa motivazione determina uno “*short-termism*” che porta le società di *Private Equity* a voler massimizzare i profitti nel breve periodo (3-5 anni tipicamente), con decisioni che privilegiano il taglio dei costi a discapito degli investimenti strategici di lungo termine.

Un esempio significativo è quello della società *Heinz* che, nel 2013, è stata acquisita dai fondi di *Berkshire Hathaway* e di *3G Capital* per 28 miliardi di dollari attraverso una LBO.

Tale operazione ha portato al taglio dei costi e a licenziamenti, al fine di migliorare la redditività della società nel breve termine e di sostenere i pagamenti del debito. Però, tali misure hanno avuto effetti positivi nel breve periodo, mentre si sono rivelate poco sostenibili per il futuro dell'azienda.

Altro caso esemplare è stato quello di *Caesars Entertainment Corporation* che è stata acquisita nel 2008 dalle società di *Private Equity Apollo Global Management* e *TPG Capital* attraverso una LBO da 30,7 miliardi di dollari. Nel 2015 *Caesars* ha dichiarato bancarotta a causa dell'impossibilità di gestire il debito accumulato.

Tuttavia, l'acquisizione è avvenuta proprio prima della crisi finanziaria del 2008, il che ha reso l'investimento molto difficile per le società di PE. Sia l'investimento di *Apollo* che quello di *TPG* in *Caesars* sono stati ben al di sotto delle aspettative e i fondi di investimento delle due società, *TPG Partners V* e *Apollo Investment Fund VI*, hanno versato circa 90 dollari per azione, con un importo pari a 6 miliardi di dollari per il gruppo.

Il rallentamento finanziario globale ha avuto un impatto grave sul settore del gioco d'azzardo e dei casinò negli Stati Uniti e questo motivo, unitamente alla natura altamente *leveraged* dell'operazione, ha fatto sì che la *Caesars Entertainment* si sia trovata in una situazione finanziaria disastrosa.

Nel settore delle LBOs un altro problema si verifica quando i fondi vengono presi a prestito dalle banche e il rimborso grava sulla società acquisita e non sulla società di *Private Equity*.

Nel 2007 *Carlyle* ha acquistato la catena di *nursing home ManorCare* per circa 6,3 miliardi di dollari e con questa acquisizione il fondo di PE ha preso il controllo di una delle principali reti di assistenza post-acuta e a lungo termine negli Stati Uniti, con oltre 500 strutture tra centri di riabilitazione, residenze assistite e cliniche di riabilitazione ambulatoriale.

Le risorse necessarie per questa operazione sono state prese per la gran parte a prestito e sono quindi finite solo nel bilancio di *ManorCare* e non di *Carlyle*.

*Carlyle* ha poi venduto tutti i beni immobiliari di *ManorCare*, recuperando rapidamente il suo investimento iniziale, mentre *ManorCare* è stata costretta a pagare un affitto di quasi mezzo miliardo di dollari l'anno per occupare gli edifici. In aggiunta, *Carlyle* ha

ricevuto oltre \$80 milioni da *ManorCare* per le commissioni di transazione e la consulenza, drenando dalla società acquistata ulteriori risorse di denaro.

Se da un lato il fondo di PE ha ottenuto profitti economici, dall'altro la società acquisita ha sofferto, soprattutto dal punto di vista operativo, subendo vari programmi di taglio dei costi e licenziamenti. Pertanto, nel 2018, *ManorCare* ha presentato un'istanza di fallimento con oltre 7 miliardi di dollari in debiti.

Ciò ha gravato unicamente sulla società acquisita, visto che *Carlyle* aveva già recuperato il suo investimento.

- Carenza di trasparenza e regolamentazione

Uno dei temi di maggiore importanza per gli investitori nel settore dei *Private Equity* è la frequente mancanza di trasparenza e regolamentazione.

I fondi di *Private Equity* operano spesso al di fuori del rigoroso controllo normativo che caratterizza i mercati pubblici. Le operazioni di PE sono condotte in privato, lontano dal controllo dei mercati pubblici, e le informazioni finanziarie dettagliate delle società coinvolte potrebbero non essere facilmente disponibili al pubblico o persino agli investitori all'interno del fondo.

Il controllo esercitato dalla SEC (*Securities and Exchange Commission*) negli Stati Uniti e dalla Consob in Italia è concentrato sugli aspetti formali della registrazione dei fondi e sulla prevenzione delle frodi più che sulla protezione degli investitori.

Tale condizione rende la valutazione del rischio più difficoltosa, portando a un disallineamento di aspettative e ad un'asimmetria informativa tra manager ed investitori.

Inoltre, ciò ha determinato alcuni interventi da parte delle autorità competenti, al fine di rendere questi fondi privati più trasparenti agli occhi degli investitori.

Nel 2024, la SEC ha intensificato gli sforzi di monitoraggio per identificare le pratiche di mercato potenzialmente problematiche e, recentemente, ha introdotto nuove normative per migliorare la trasparenza e la responsabilità nel settore.

Queste regole richiedono ai fondi privati di emettere rapporti trimestrali su commissioni e performance e di effettuare audit annuali. Inoltre, i fondi devono evitare di concedere trattamenti preferenziali ad alcuni investitori.

In Europa, si sta discutendo su una riforma della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (*AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive*) che potrebbe entrare in vigore dal 2025. L'obiettivo è migliorare la regolamentazione dei consulenti e proteggere gli investitori, aumentando la trasparenza.

Tutte queste misure, pur essendo viste come necessarie per garantire maggiore equità e protezione per tutti gli investitori, hanno però suscitato critiche da parte dell'industria, che teme un aumento dei costi e una riduzione delle performance nette.

## Conclusioni

La tesi offre un'analisi approfondita del settore del *Private Equity* in Italia nel periodo 2021-2023, ponendo particolare attenzione alle operazioni principali e ai rendimenti ottenuti in un contesto economico caratterizzato da significative sfide globali. In questo triennio, il settore del PE ha dimostrato grande resilienza e capacità di adattamento, nonostante le numerose difficoltà dovute all'aumento dei tassi d'interesse e all'incertezza economica globale.

Il lavoro ha innanzitutto delineato le caratteristiche strutturali del *Private Equity*, ponendo in risalto la differenza rispetto ad altre forme di investimento come il *Venture Capital*. In particolare, è emerso come il *Private Equity* sia focalizzato su aziende già consolidate, con l'obiettivo di migliorarne la gestione e la performance con interventi mirati e strategici, in contrasto con il *Venture Capital*, che si concentra prevalentemente su imprese in fase iniziale o *start-up*.

Nel mercato italiano, il periodo 2021-2023 ha rappresentato una fase di grande fermento. Il 2021 e il 2022, in particolare, hanno visto un aumento significativo delle operazioni di PE, grazie a condizioni favorevoli come i bassi tassi d'interesse e la ripresa post-pandemica. In questi due anni, le operazioni più rilevanti hanno riguardato principalmente il settore delle piccole-medie imprese (PMI), evidenziando un crescente interesse degli investitori verso questo segmento, che quindi ha rappresentato un'importante opportunità di crescita e sviluppo. Inoltre, le tecnologie innovative e le nuove esigenze dei consumatori hanno fatto sì che molte imprese cercassero capitali per la crescita e ciò ha favorito l'attività dei fondi di *Private Equity*.

Tuttavia, nel 2023 si è riscontrato un rallentamento nel numero di operazioni e nei valori complessivi investiti. Tale fenomeno è associato a vari fattori, tra cui l'aumento dei tassi d'interesse, che di fatto ha reso meno conveniente il ricorso al finanziamento tramite debito, e la generale incertezza determinata dalle tensioni geopolitiche e dalle dinamiche inflazionistiche. Ciò nonostante, il settore ha mantenuto un livello di attività superiore a quello pre-pandemico, dimostrando una certa tenuta rispetto alle condizioni avverse del mercato.

Per quanto riguarda i rendimenti, l'analisi dei dati ha mostrato come il PE abbia continuato a generare performance interessanti, con tassi di rendimento interno (IRR) stabili intorno al 18-19% in tutto il periodo considerato. I fondi più performanti sono stati quelli che hanno identificato le migliori opportunità di crescita, puntando su operazioni di M&A e su strategie di espansione organica che hanno ottenuto rendimenti superiori rispetto ai mercati pubblici. In particolare, hanno svolto un ruolo centrale le operazioni di *buyout*, con l'acquisizione di imprese che hanno beneficiato di una gestione più efficiente e di una maggiore capacità di espansione nei nuovi mercati.

In conclusione, la tesi ha evidenziato come il PE nel periodo 2021-2023 abbia saputo affrontare le difficoltà macroeconomiche, svolgendo un ruolo chiave nel finanziamento e nello sviluppo del tessuto imprenditoriale italiano. Nonostante il rallentamento registrato nel 2023, il settore continua a rappresentare per le imprese una fonte importante di

capitali, garantendo agli investitori rendimenti interessanti, soprattutto in un contesto di mercato volatile.

L'analisi svolta suggerisce quindi che il PE rimarrà una componente fondamentale per la crescita economica, contribuendo a migliorare l'efficienza e la competitività delle imprese italiane anche negli anni futuri.

## **Bibliografia**

Acharya V., Hahn, M., & Kehoe C. (2009). *Private Equity target selection: Performance and risk measurement based on propensity score matching. Unpublished working paper, London Business School.*

Clayton W. (2004). *Private Equity Negotiations*. BYU Law School. The Palgrave Encyclopedia of *Private Equity* (Cumming & Hammer eds).

Fenn G., Liang N., Prowse S. (2001). *The Private Equity: an overview*. New York University.

Harris R. S., Jenkinson T., & Kaplan S. N. (2014). *Private equity performance: What do we know?. The Journal of Finance, 69(5), 1851-1882.*

Kaplan S. N., & Sensoy B. A. (2015). *Private Equity performance: A survey. Annual Review of Financial Economics, 7(1), 597-614.*

Montagner M. (2018). *Calcolo delle performance nei fondi di Private Equity*. Università Cà Foscari Venezia

Morley J. (2013). *The separation of funds and managers: A theory of investment fund structure and regulation. Yale LJ, 123, 1228.*

Wood G., & Wright M. (2009). *Private equity: A review and synthesis. International Journal of Management Reviews, 11(4), 361-380.*

Wright Robbie M. K. (1998). *Venture capital and private equity: A review and synthesis. Journal of Business Finance & Accounting, 25(5-6), 521-570.*

## **Sitografia**

<https://aifi.it/it/private-capital-today/Mercato-del-private-equity-e-venture-capital-nel-primo-semestre-investimenti-a-109-miliardi--139>. AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e ...,

<https://aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=4Q6z4lp7shOXi6pj9E21G9U957711f> (2023 Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital)

<https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/private-equity-definizione-come-funziona>

[https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2022/06/KPMG-AIFI-IRRPrivateEquity\(NotaStampa\)def.pdf#:~:text=URL:](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2022/06/KPMG-AIFI-IRRPrivateEquity(NotaStampa)def.pdf#:~:text=URL:)

<https://azimutdirect.com/it/blog/finanza-alternativa/che-cose-e-come-funziona-il-private-equity>

<https://bebeez.it/private-equity/private-equity-in-europa-nel-2023-sumentano-le-operazioni-44-ma-diminuisce-il-valore-255/>

<https://caia.org/blog/2024/04/23/long-term-private-equity-performance-2000-2023>

<https://carlofesta.blog.ilsole24ore.com/>. The Insider | Blog di Carlo Festa,

<https://cfasi.it/download/20180807222358.pdf>

<https://cepres.com/insights/private-equity-returns-measure>

<https://citywire.com/it/news/aifi-il-mercato-del-private-equity-e-venture-capital-cresce-di-oltre-il-40/a2450046>. Aifi, il mercato del private equity e venture capital cresce ... - Citywire,

<https://core.ac.uk/download/pdf/79617944.pdf>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/distributed-to-paid-in-capital/>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/private-equity-transaction-timeline/>

<https://dealflower.it/private-equity-ipem-venture-capital-aifi-parigi/>. Private equity, I semestre senza mega deal: in Italia investimenti giù ...,

<https://dealflower.it/private-equity-un-ragionamento-sui-settori-del-futuro/>. Private equity, un ragionamento sui settori del futuro - Dealflower,

<https://dealroom.net/blog/private-equity-due-diligence>

<https://dealroom.net/faq/private-equity-deal>

<https://ebi.sefin.it/offerta/istituti-di-pagamento-idp/>. Offerta per Istituti di Pagamento, Money Transfer e IMEL - EBI - SEFIN,

<https://economiafinanzaonline.it/chi-e-andrea-bonomi/personaggi/>. Chi è Andrea Bonomi, presidente di Investindustrial,

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/LSU/?uri=CELEX:32011L0061>

<https://fastercapital.com/it/tema/compressione-dei-differenziali-dei-tassi-di-interesse.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Premio-sul-NAV--valutazione-della-performance-dei-fondi-di-private-equity.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Private-equity--soci-accomandanti--soci-accomandanti-la-spina-dorsale-degli-investimenti-di-private-equity.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Valore-attuale-netto--VAN--VAN-vs--IRR--quale-dovresti-utilizzare-per-le-tue-decisioni-di-investimento.html>

<https://fastercapital.com/topics/what-criteria-do-private-equity-firms-use-to-select-companies-to-invest-in.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Valore-attuale--valore-attuale-e-NPV--misurare-gli-investimenti-valore.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Tassi-di-interesse--l-effetto-a-catena--tassi-di-interesse-e-variazione-del-valore.html>

<https://fastercapital.com/it/contenuto/Tasso-di-rendimento-interno--come-valutare-e-confrontare-la-redditivita-di-diversi-investimenti.html>

<https://fundspeople.com/it/aifi-lassenza-di-mega-deal-fa-crollare-gli-investimenti-nel-i-semester-71/>

<https://hbr.org/2007/09/the-strategic-secret-of-private-equity>

<https://it.andersen.com/en/ma-and-pe-2024-q2-in-europe-results-and-forecasts/>

<https://it.kamiltaylan.blog/how-interest-rates-affect-private-equity/>. In che modo i tassi di interesse influenzano il private equity,

<https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/TELECOM-ITALIA-S-P-A-102978/attualita/Cosa-succedera-a-Telecom-Italia-dopo-la-vendita-della-rete-a-KKR-47028682/>.

[https://it.marketscreener.com/services/solutions/?utmzb\\_campaign=cmp++popin\\_cmp\\_refuser-s-abonner+refuser-s-abonner+&utmzb\\_content=++++&utmzb\\_source=popin&utmzb\\_medium=url\\_declenchement](https://it.marketscreener.com/services/solutions/?utmzb_campaign=cmp++popin_cmp_refuser-s-abonner+refuser-s-abonner+&utmzb_content=++++&utmzb_source=popin&utmzb_medium=url_declenchement)

<https://kpmg.com/it/it/home/insights/2022/09/rapporto-kpmg-aifi-2021--the-quiet-after-the-storm-.html>

<https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2022/10/il-mercato-tiene-grazie-a-private-equity-e-investitori-esteri0.html>

<https://mail.sevenpillarsinstitute.org/case-studies/private-equity-funds-christian-ethics-and-leveraged-buyout-funding/>

<https://online.hbs.edu/blog/post/private-equity-performance>

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/9781118656761.app1>

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2720479](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2720479)

<https://pitchbook.com/blog/what-is-the-difference-between-irr-and-pme>

<https://pitchbook.com/news/reports/2023-annual-european-pe-breakdown>. European PE Breakdown. 2023 Annual. PitchBook

<https://pws.blackstone.com/emea/wp-content/uploads/sites/20/blackstone-secure/Life-Cycle-of-Private-Equity-EMEA.pdf?v=1638976450>

<https://rsmus.com/insights/industries/private-equity/economic-slowdown-private-equity.html>

[https://www.academia.edu/17460624/private\\_equity\\_backed\\_companies\\_crescita\\_o\\_incesso\\_analisi\\_comparata\\_delle\\_performance](https://www.academia.edu/17460624/private_equity_backed_companies_crescita_o_incesso_analisi_comparata_delle_performance)

[https://www.academia.edu/95533649/Limpatto\\_del\\_Private\\_Equity\\_sulle\\_performance\\_delle\\_imprese\\_Italiane](https://www.academia.edu/95533649/Limpatto_del_Private_Equity_sulle_performance_delle_imprese_Italiane)

<https://agicap.com/it/articolo/leveraged-buyout/>. Cos'è il leveraged buyout: come funziona, esempi pratici.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>. 2022 Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=Xe2nx9D3F7C18218N6r674iM033PrS>

<https://www.aon.com/en/insights/articles/these-five-factors-are-shaking-up-the-private-equity-industry>

<https://www.bain.com/insights/macroeconomic-outlook-implications-for-private-equity-webinar/>

<https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2024/01/esg-and-employment-are-key-disputes-risks-in-2024>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>. Intermediari - Banca d'Italia,

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accesso-mercato/societa-fiduciarie/index.html>. Banca d'Italia - Società fiduciarie,

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

<https://www.brocardi.it/testo-unico-bancario/titolo-v/art107.html>. Art. 107 testo unico bancario - Autorizzazione - Brocardi.it,

<https://www.cliffwater.com/ResourceArticle?docId=22375>

<https://www.crystalfunds.com/insights/public-market-equivalent-comprehensive-dive-into-modern-investment-metrics#>

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/cs-pe-survey-2s-2023-deloitte-private.html>. Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il 2° semestre del 2023.

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/PrivateBrochure/deloitte-pe-survey-2024-I-semester.html>. Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il 1° semestre del 2024.

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/PrivateBrochure/deloitte-pe-survey-2024-2-semester.html>. Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il secondo semestre del 2024.

<https://www.dirittobancario.it/art/aifmd-il-pre-marketing-puo-essere-svolto-da-gefia-non-ue/>

[https://www.economiareale.club/glossario-economia-reale#:~:text=Il Multiple on Invested Capital, rispetto al suo costo iniziale.](https://www.economiareale.club/glossario-economia-reale#:~:text=Il%20Multiple%20on%20Invested%20Capital,%20rispetto%20al%20suo%20costo%20iniziale.)

<https://www.economiareale.club/blog/la-curva-a-j>. Tutto quello che devi sapere sulla J-curve (Curva a J).

<https://www.economymagazine.it/private-equity-cala-del-32-la-raccolta-di-capitali-sul-mercato/>. Private equity, cala del 32% la raccolta di capitali sul mercato.

<https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/societa-di-gestione-del-risparmio>

<https://www.focusrisparmio.com/news/private-equity-investimenti-record-quali-sono-i-settori-in-crescita>

<https://www.fondofsi.it/investimenti-fsi/cedacri/#:~:text=Cedacri è il principale fornitore,per le istituzioni finanziarie italiane.>

[https://www.hamiltonlane.com\(knowledge-center-intro-to-jcurve.pdf](https://www.hamiltonlane.com(knowledge-center-intro-to-jcurve.pdf)  
(hamiltonlane.com)

<https://www.ilgiornaleditalia.it/news/mondo-imprese/527568/private-equity-e-venture-capital-nel-i-semester-2023-investimenti-a-3-mld-71-sul-mercato-italiano.html>. Private equity e venture capital, nel I- Il Giornale d'Italia,

[https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/Measuring\\_PE\\_Fund-Performance-2019.pdf](https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/Measuring_PE_Fund-Performance-2019.pdf)

<https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/your-money-and-your-life-private-equity-blasts-ethical-boundaries-of-american-medicine>

<https://www.investopedia.com/articles/investing/070715/how-interest-rates-affect-private-equity.asp>

<https://www.linkedin.com/advice/0/what-metrics-used-evaluate-private-equity-investments-xzyae#:~:text=One of the most common,the investment equal to zero.>

<https://www.meliusform.it/le-operazioni-di-private-equity-e-venture-capital-qual-e-strumento-di-creazione-di-valore.html>

<https://www.milanofinanza.it/news/private-equity-una-storia-da-141-miliardi-ma-la-strada-da-fare-in-europa-e-ancora-lunghissima-202404171932227886#:~:text=Più di 141 miliardi di,venture capital e private debt.>

<https://www.moonfare.com/blog/measuring-pe-fund-performance>

<https://www.moonfare.com/glossary/distributed-to-paid-in-capital-dpi>

<https://www.mnaport.com/en-CZ/media/fundraising-in-private-equity#>

<https://www.nortonrosefulbright.com/en-it/knowledge/publications/836f73f9/what-forces-will-shape-european-private-equity-in-2024>

<https://www.nytimes.com/2023/04/28/opinion/private-equity.html>

<https://www.pwc.com/it/it/industries/private-equity.html>

<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-economic-impact-pe-vc-italy.pdf>. The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy. 2022

[https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc\\_economic\\_impact.pdf](https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc_economic_impact.pdf). The

economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy. 2023

<https://www.pwc.de/en/private-equity/private-equity-trend-report.html>

[http://www.researchgate.net/publication/228429022\\_Private\\_Equity\\_Target\\_Selection\\_Performance\\_and\\_Risk\\_Measurement\\_based\\_on\\_Propensity\\_Score\\_Matching](http://www.researchgate.net/publication/228429022_Private_Equity_Target_Selection_Performance_and_Risk_Measurement_based_on_Propensity_Score_Matching)

<https://www.seic.com/institutional-investors/our-insights/private-equity-performance-metrics>

<https://www.startup-news.it/venture-capital-e-private-equity-le-differenze/>

<https://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-investment-criteria/>

<https://www.wallstreetoasis.com/company/ardian>

<https://www.wealthmanagement.com/alternative-investments/long-term-performance-private-equity>

<https://www.wellington.com/en/insights/understanding-private-equity-performance>

<https://www.we-wealth.com/news/private-equity-performance>. Private equity,  
l'inflazione allarga l'extra rendimento sulle azioni,

