



Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

Il ruolo del Private Debt nel finanziamento e nelle performance d'impresa

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Rosella Santella

CORRELATORE

Antonio Buonaiuto - 780231

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

SOMMARIO

Il progetto di ricerca analizza il ruolo del *private debt* nel finanziamento delle imprese italiane, con l'obiettivo di valutarne l'impatto sulle performance economico-finanziarie e di riflettere sulla sostenibilità della struttura patrimoniale che ne deriva. A tal fine, il lavoro si articola in tre capitoli principali.

Nel primo capitolo si inquadra il *private capital* all'interno dei mercati privati alternativi, illustrando le principali asset class coinvolte, l'evoluzione storica del settore, il profilo di rischio e le logiche di due diligence. Il secondo capitolo si concentra sull'operatività dei fondi di *private debt*, analizzando i fondamenti teorici del debito, il suo ruolo nell'equilibrio della struttura finanziaria, le caratteristiche dei fondi, le strategie di investimento e la situazione del mercato italiano.

Il terzo capitolo presenta un'analisi empirica condotta su un campione di imprese osservate in due fasi (pre e post intervento). Attraverso l'elaborazione di 23 indicatori finanziari, vengono esaminati gli effetti del *private debt* sulla redditività operativa e sulla solidità patrimoniale, utilizzando un campione di 40 imprese. I risultati evidenziano miglioramenti significativi in termini di EBITDA, marginalità operativa ed efficienza, supportati da un aumento dell'indebitamento.

L'analisi si estende alla valutazione dell'efficienza dell'uso della leva finanziaria, interrogandosi sulla necessità di un riequilibrio tra debito ed equity. I risultati sono infine letti alla luce della teoria di Modigliani e Miller, ponendo l'accento sul trade-off tra rendimento e rischio patrimoniale in ottica di sostenibilità a lungo termine. In questo contesto, viene anche messa in discussione una convinzione ancora diffusa nella cultura imprenditoriale italiana, secondo cui l'autofinanziamento rappresenterebbe di per sé un indicatore di virtù gestionale. Affermazioni come «Fortunatamente, non abbiamo mai dovuto ricorrere a finanziamenti» riflettono una visione radicata ma semplificata, che ignora il potenziale strategico di un uso efficiente e consapevole del capitale di terzi come leva per la crescita sostenibile.

SOMMARIO.....	3
INDICE.....	4

CAPITOLO PRIMO

Analisi generale del Private Capital

1.1 Le opportunità d'investimento nei Private Markets.....	7
1.2 Principali asset class coinvolte.....	15
1.3 Evoluzione storica e prospettive di mercato	18
1.4 Il profilo di rischio	27
1.5 Il processo di due diligence.....	29

CAPITOLO SECONDO

Operatività di un fondo di Private Debt

2.1 Fondamenti teorici e definitori del debito	38
2.2 Il debito nell'equilibrio della struttura finanziaria	43
2.3 Obiettivi e caratteristiche di un fondo di private debt.....	48
2.4 Strategie d'investimento e strumenti operativi	56
2.5 I minibond	64
2.6 Strutturazione di un finanziamento privato.....	71
2.7 Analisi del panorama nazionale	76

CAPITOLO TERZO

Correlazione tra Private Debt e performance aziendali

3.1 Disamina della metodologia e degli obiettivi dell'analisi	86
3.2 Caratteristiche del campione selezionato	89
3.3 Indicatori finanziari e tecniche statistiche.....	102
3.4 Valutazione quantitativa delle performance aziendali	110
3.5 Analisi critica dei risultati empirici.....	135

CONCLUSIONI	140
--------------------------	------------

BIBLIOGRAFIA	143
---------------------------	------------

SITOGRAFIA.....	145
------------------------	------------

RINGRAZIAMENTI	148
-----------------------------	------------

CAPITOLO PRIMO

Analisi generale del Private Capital

1.1 Le opportunità di investimento nei Private Markets

Di fronte alla necessità di valorizzare la propria struttura finanziaria, le attività imprenditoriali scelgono fra due principali fonti di finanziamento, quali capitale proprio e capitale di debito. L'emissione di capitale proprio comporta il frazionamento della concentrazione proprietaria in cambio di liquidità, offrendo risorse essenziali per la crescita aziendale ma diluendo il grado di controllo. In contrapposizione, il ricorso al capitale di debito consente di preservare la struttura di controllo esistente, ma limita la flessibilità finanziaria.

In questo contesto, il *Private Debt* rappresenta una soluzione intermedia che consente di ottenere capitale senza diluire il controllo della proprietà.

A ragione di ciò, occorre descrivere e differenziare il costo del capitale proprio, cioè la remunerazione richiesta dagli azionisti per compensare il rischio assunto, dal costo del capitale di debito, ovvero il costo del capitale che un'azienda deve pagare sul proprio debito. Quest'ultimo è generalmente caratterizzato da un tasso di interesse che include un premio per il rischio inferiore rispetto a quello richiesto per il capitale proprio. Questa differenza deriva dal minor rischio assunto dai creditori rispetto agli azionisti.

Inoltre, gli interessi passivi del debito possono essere dedotti dal reddito imponibile, diminuendo in tal modo l'ammontare di tasse da pagare. Viene così ridotto il costo complessivo del finanziamento per le aziende, incoraggiando l'assunzione del debito.

La scelta della struttura finanziaria è un processo complesso e volto alla massimizzazione del valore dell'impresa. Oltre alle fonti di finanziamento tradizionali, negli ultimi anni si è registrata una crescente attenzione verso i *private markets*, che consentono alle imprese di accedere a capitali attraverso strumenti flessibili e su misura, riducendo la dipendenza dal finanziamento bancario e da quotazioni in borsa. Questa crescente rilevanza è dovuta a tre caratteristiche distintive che differenziano i *private markets* dai *public markets*¹:

- Si tratta di mercati caratterizzati da una minore liquidità e da un ristretto numero di scambi, in quanto gli investitori allocano capitali con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Ciò consente alle attività imprenditoriali di gestire le fluttuazioni degli utili senza subire le pressioni di breve periodo tipiche dei mercati pubblici.
- La platea degli investitori è prevalentemente composta da istituzioni di rilevanti dimensioni, dotate di avanzate competenze finanziarie e di un accesso diretto alle informazioni (HNWI)².
- La regolamentazione degli strumenti di investimento nei mercati privati risulta meno stringente. Ciò è dovuto alla minore esposizione al pubblico retail, che nei mercati pubblici richiede maggiori tutele.

Queste caratteristiche hanno agito da catalizzatori per l'evoluzione dei *private markets*, offrendo agli investitori opportunità di diversificare le fonti di finanziamento e di sviluppare un profilo rischio/rendimento meno correlato agli asset tradizionali.

Questi canali sono ancor più rilevanti in contesti di mercato sempre più complessi e imprevedibili, dove competenze, disponibilità di capitali e processi decisionali strutturati sono fondamentali per supportare strategie di successo.

¹ **Fonte:** BIS Quarterly Review, December 2021, (Sirio Aramonte, Fernando Avalos)

² *High Net Worth Individuals*.

Il ruolo svolto da questi mercati può essere cruciale nell'attuale situazione economica, in cui è necessario sostenere la ripresa e favorire gli investimenti delle imprese necessari alla transizione ecologica e digitale.³

In questo contesto di definizione della struttura finanziaria, dove le imprese si trovano a confrontarsi tra modelli tradizionali e soluzioni alternative, è fondamentale analizzare le caratteristiche del panorama attuale e i potenziali benefici derivanti dalla scelta di orientarsi verso i private markets. Il seguente grafico illustra l'andamento dei tassi d'interesse chiave stabiliti dalle banche centrali dal 2010 al 2025:

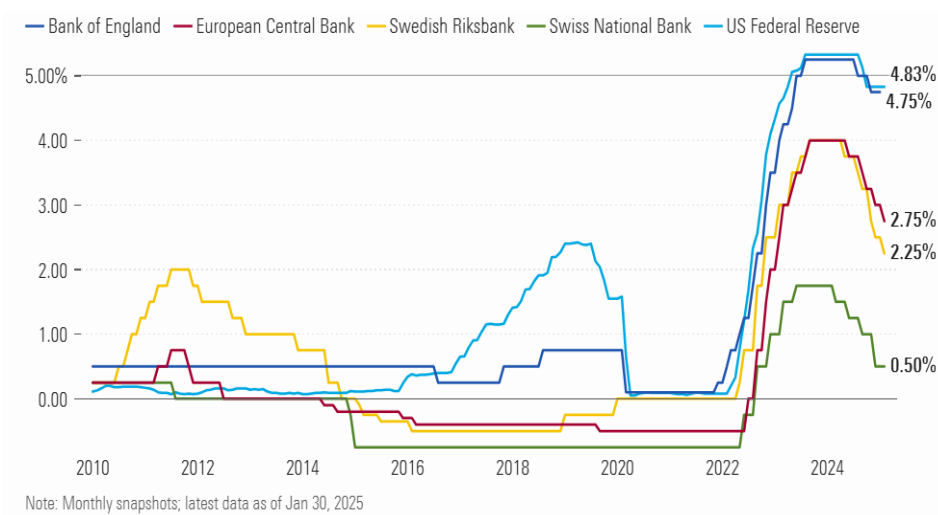


Figura 1.1: Andamento dei tassi d'interesse ⁴

Durante la pandemia, le strategie finanziarie attuate da governi e banche centrali hanno determinato un tasso d'inflazione notevolmente superiore a quello ottimale, attestato intorno al 2% e indice di stabilità nel medio termine e di una situazione economica in crescita.

³ **Fonte:** "Il private capital nel mondo. Il contesto normativo e istituzionale" (Alessandra Perrazzelli Vicedirettrice Generale della Banca d'Italia), AIFI, 20 marzo 2023.

⁴ **Fonte:** La BCE taglia i tassi di interesse come previsto mentre l'economia dell'eurozona ristagna, (Antje Schiffler), gennaio 2025, <https://www.morningstar.it/it/news/260015/la-bce-taglia-i-tassi-di-interesse-come-previsto-mentre-leconomia-delleurozona-ristagna.aspx>

Ciò è stato contrastato attraverso un'inversione della politica monetaria espansiva adottata durante la crisi sanitaria, con un progressivo aumento dei tassi d'interesse volto a rallentare la crescita economica e ridurre la spesa. A partire da giugno 2024, l'inizio di un ciclo di riduzione dei tassi ha segnato un cambiamento nelle dinamiche di mercato. Con il progressivo rallentamento dell'inflazione, ci si attende che questo trend continui, favorendo la ripresa economica.⁵

La riduzione dei tassi di interesse nei mercati obbligazionari facilita per imprese e Stati l'emissione di nuovo debito a condizioni più favorevoli, poiché il minor costo del debito rende più conveniente per loro accedere ai finanziamenti. Anche i mercati azionari ne traggono beneficio, poiché i tassi bassi riducono il costo del capitale, incentivando le imprese a investire ed espandere le loro attività. Questo processo aumenta la liquidità nel sistema economico, migliorando l'accesso ai finanziamenti e stimolando gli investimenti produttivi.

Tuttavia, nonostante molte banche centrali stiano avviando un processo di normalizzazione della politica monetaria, i tassi di interesse restano ancora elevati rispetto ai livelli pre-pandemici. Di conseguenza, le aziende continueranno a operare in un contesto caratterizzato da un costo del capitale più alto.

Nel marzo 2025, il Presidente Donald Trump ha imposto nuovi dazi, aggravando le tensioni con l'UE. La Commissione Europea ha definito la misura ingiustificata e dannosa per il commercio transatlantico e per le imprese, poiché potrebbe portare a un aumento dei prezzi e a un peggioramento delle condizioni di mercato per diversi settori strategici.⁶ Una simile dinamica rischia di sfociare in una guerra commerciale, con una conseguente riduzione dell'impegno nelle alleanze internazionali e una prolungata correzione dei mercati USA, capace di innescare un effetto domino sulle borse europee.

⁵ **Fonte:** How Many Times Will the ECB Cut Interest Rates in 2025?, (Antje Schiffler), 20 January 2025, <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259440/how-many-times-will-the-ecb-cut-interest-rates-in-2025.aspx>

⁶ **Fonte:** Trump annuncia ritorsioni ai contro-dazi europei: "Vinceremo noi la battaglia" (Rai News), 12 marzo 2025, <https://www.rainews.it/articoli/2025/03/trump-dazi-del-50-per-centosu-acciaio-e-alluminio-dal-canada-e-minaccia-faro-chiudere-il-settore-auto-c4c253e9-beac-4537-b12c-5d32fe23d157.html>

Questo scenario, segnato dall'incertezza legata all'inflazione, all'instabilità economica globale e alla volatilità dei mercati pubblici, spinge sempre più investitori a esplorare soluzioni alternative. Così, *private equity* e *private debt* emergono come strumenti strategici, in quanto offrono alle imprese fonti di finanziamento meno soggette alle fluttuazioni di breve termine e più adatte a sostenere strategie di crescita nel medio-lungo periodo.

A supporto di queste osservazioni, il seguente studio confronta l'*Asset Under Management* (AUM)⁷ dei public markets e dei private markets prendendo in considerazione i dati dal 2012 al 2023, per valutare crescita e resilienza:



Figura 1.2: Crescita di capitalizzazione dei public markets e dei private markets⁸

In risposta alle politiche monetarie stabilite dalle banche centrali, i mercati pubblici subiscono forti contrazioni, registrando talvolta perdite significative, mentre i mercati privati hanno dimostrato una maggiore resilienza, limitando la flessione al 3,5%.

⁷ *Asset Under Management*: è una locuzione finanziaria che denota il valore di mercato di tutti i fondi gestiti da un'istituzione finanziaria per conto dei propri clienti o degli investitori.

⁸ **Fonte:** Are you harnessing the growth and resilience of private capital?, (Ryan Burke, EY), https://www.ey.com/en_gl/insights/private-business/are-you-harnessing-the-growth-and-resilience-of-private-capital#:~:text=For%20more%20than%20a%20decade,by%20the%20end%20of%202023.

Questo dato conferma che, nei periodi di turbolenza economica, i mercati pubblici risultano più vulnerabili alle oscillazioni, mentre quelli privati, grazie a un approccio meno speculativo e a un focus su investimenti di lungo termine, offrono una maggiore stabilità. La loro minore esposizione alle dinamiche di breve periodo consente infatti di ridurre l’impatto delle fluttuazioni e dell’incertezza del mercato globale.

Inoltre, uno dei principali vantaggi dei mercati privati è il premio di illiquidità, che garantisce rendimenti superiori ai mercati pubblici, generalmente tra il 3% e il 5% a seconda dell’asset class⁹. Ricerche evidenziano che, grazie a tale incentivo, gli investimenti in attivi illiquidi hanno storicamente registrato performance superiori rispetto alle corrispondenti asset class liquide:

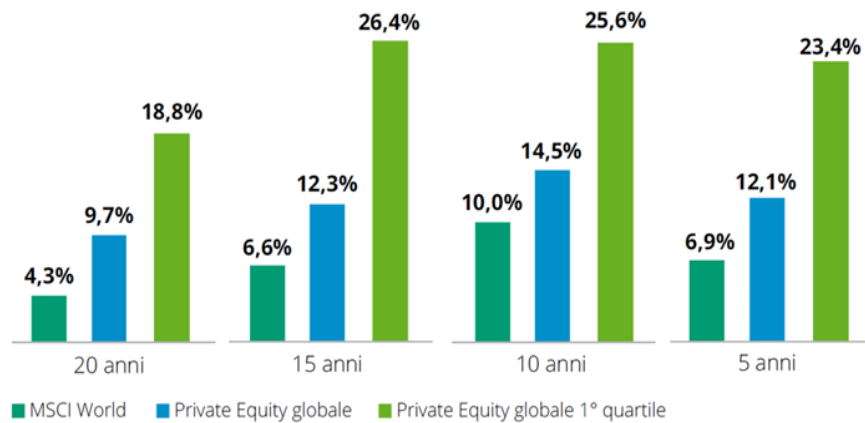


Figura 1.3: Private Market: Tassi interni di rendimento (Cambridge Associates)

Si evidenzia che questo premio, destinato a compensare l’incertezza associata agli investimenti a lungo termine, varia in funzione di fattori macroeconomici, come le crisi finanziarie, l’inflazione e i tassi d’interesse, che influenzano il rischio e il rendimento atteso.

⁹ **Fonte:** Investing in Private Markets – Why and How, (Private Markets Group), Marzo 2022, https://www.ubp.com/files/live/sites/ubp/files/content/Newsroom/Insight/Private_Markets_Whitepaper_2022_EN.pdf

Investire nei mercati privati consente di evitare l'emissione di azioni e i rigidi obblighi di trasparenza tipici dei mercati pubblici, permettendo alle imprese di mantenere un maggiore controllo gestorio e di ottenere capitali a condizioni più favorevoli. Oltre a un supporto finanziario, tali strumenti forniscono anche un contributo strategico, consentendo ai fondi specializzati di partecipare attivamente alla gestione e di ottimizzare il valore aziendale nel tempo.

Tali opportunità hanno determinato un coinvolgimento crescente degli agenti economici verso i private capital, che fungono oggi da supporto al cambiamento e allo sviluppo dell'economia reale, in cui è necessario sostenere la ripresa e favorire gli investimenti delle imprese necessari alla transizione ecologica e digitale¹⁰.

Infine, a conferma di quanto discusso finora, si presentano di seguito i risultati di una recente indagine condotta su un ampio campione di investitori istituzionali a livello internazionale. La seguente figura evidenzia che l'investimento nei mercati privati è guidato da alcuni fattori chiave, spesso comuni alle diverse asset class considerate:

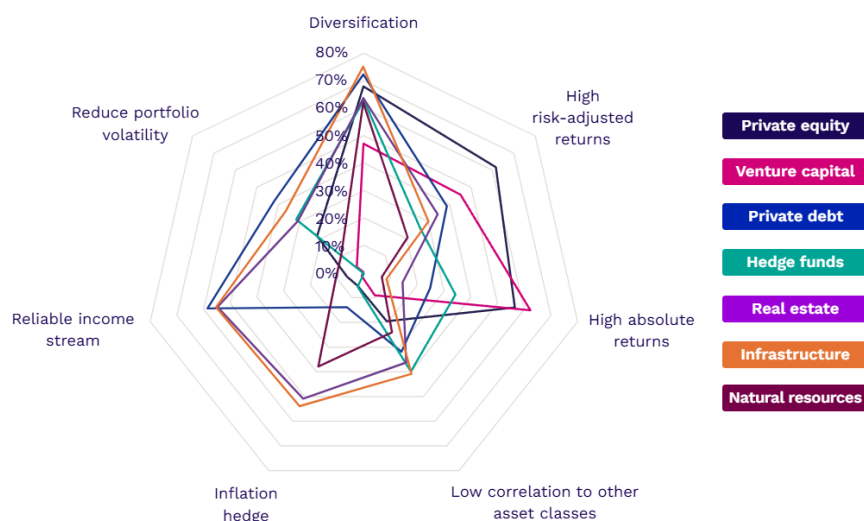


Figura 1.4: Razionale degli investitori istituzionali negli investimenti alternativi¹¹

¹⁰ **Fonte:** Il private capital nel mondo. Il contesto normativo e istituzionale, (Alessandra Perrazzelli), marzo 2023

¹¹ **Fonte:** Debito privato (Preqin), <https://www.preqin.com/academy/lesson-4-asset-class-101s/private-debt>

1.2 Principali asset class coinvolte

Pur condividendo alcune caratteristiche comuni, come la diversificazione e la bassa correlazione con i mercati tradizionali, l'universo dei private market comprende una gamma di strumenti finanziari eterogenei, distinti per profilo di rischio, natura del sottostante e modalità di gestione. In letteratura e nella prassi di mercato, vengono individuate specifiche asset class di riferimento.

Alcune di queste asset class riguardano la fornitura di capitale di rischio, ossia una parte del capitale proprio apportata da investitori che si assumono il rischio d'impresa con l'obiettivo di ottenere un ritorno economico, sia attraverso la rivalutazione della partecipazione (*capital gain*), sia tramite la distribuzione di dividendi. Le principali forme di investimento in capitale di rischio sono il *Private Equity* e il *Venture Capital*.

Il *Private Equity* (PE), si tratta di interventi in imprese mature, operanti in mercati consolidati, che intendono intraprendere un nuovo percorso di crescita o di ristrutturazione aziendale¹². Il supporto dell'investitore di private equity va oltre la mera fornitura di capitale di rischio. Il vero vantaggio risiede nella disponibilità di *know-how* manageriale, che l'investitore mette a disposizione dell'impresa privata per guidarla nel raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo. Inoltre, l'investitore contribuisce a rafforzare ulteriormente la posizione dell'azienda nel mercato, migliorando il suo capitale relazionale e reputazionale. Questo può spiegare l'evidenza empirica per cui le imprese partecipate da investitori istituzionali ottengono performance economiche superiori rispetto a realtà imprenditoriali comparabili, cosicché al private equity può essere considerato a beneficio a del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso.¹³ Vi sono diverse tipologie di intervento che un fondo di private equity può realizzare per investire in un'impresa, quali: *buyout*, *carve-out*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*.

¹² **Fonte:** Private Equity e Venture Capital, (Amedeo Giurazza, Amministratore Delegato – Vertis SGR SpA), 18 marzo 2024

¹³ **Fonte:** Equity Private Placement. (Cattedra di Finanza aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli) 2024

Il *Venture Capital* (VC), si caratterizza per interventi in imprese di nuova o recente costituzione, a elevato contenuto tecnologico e innovativo e con forti potenzialità di crescita¹⁴. Il rischio legato a queste operazioni finanziarie è significativo, poiché l'obiettivo primario è investire in iniziative imprenditoriali con il potenziale di crescere considerevolmente, in termini di fatturato e flussi di cassa positivi, nel periodo di 5-7 anni. Per comprendere la rilevanza strategica di tale asset class, si specifica che 7 aziende tra le prime 10 quotate in borsa negli USA¹⁵ hanno ricevuto investimenti da fondi di venture capital durante le loro fasi iniziali, e grazie a questi investimenti sono riuscite a svilupparsi e quotarsi con successo nei mercati azionari.

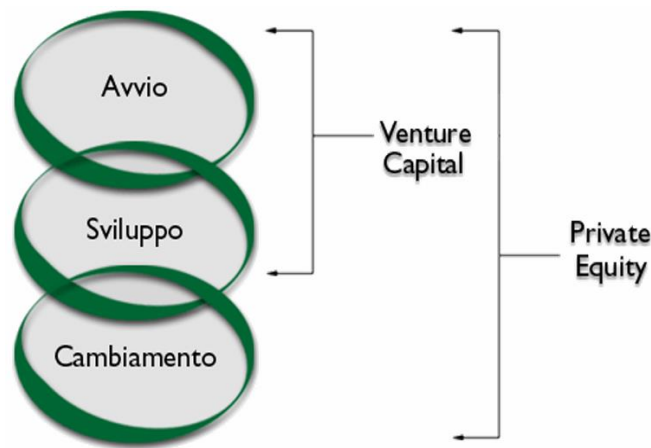


Figura 1.5: Equity Private Placement¹⁵

Il *Private Debt* (PD), è la fornitura di finanziamenti tramite debito alle aziende da parte di fondi, piuttosto che da banche, sindacati guidati da banche o mercati pubblici. Nei mercati consolidati, come gli Stati Uniti e l'Europa, il debito privato è spesso utilizzato come capitale di espansione o per finanziare acquisizioni aziendali¹⁶. Tale asset comprende un'ampia gamma di strumenti finanziari che permettono alle imprese di accedere a soluzioni di debito flessibili e personalizzate in base alle specifiche esigenze.

¹⁴ **Fonte:** Private Equity e Venture Capital, (Amedeo Giurazza, Amministratore Delegato – Vertis SGR SpA), 18 marzo 2024

¹⁵ **Fonte:** Equity Private Placement. (Cattedra di Finanza aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli) 2024

¹⁶ **Fonte:** Debito privato (Preqin)

Inoltre, consente di sfruttare le competenze gestionali dei manager dei fondi e di migliorare l'equilibrio finanziario tra capitale proprio e capitale di debito. La durata del rapporto con un fondo di private debt è coincidente con la durata dello strumento di debito sottoscritto, variando base alla tipologia di finanziamento offerto. Questi fondi di debito privato differiscono in base alla strategia:

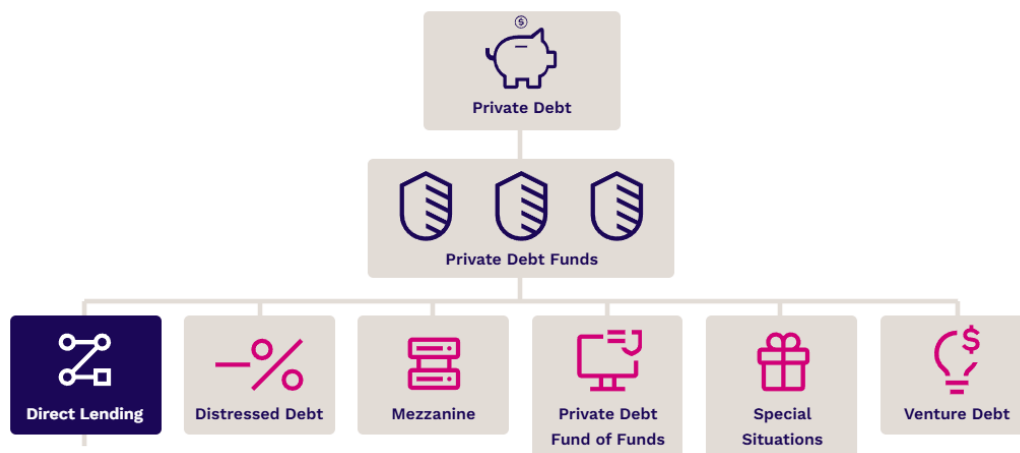


Figura 1.6: Gli strumenti finanziari del private debt (Preqin)

Come evidenziato in precedenza, i prodotti in cui investono i fondi di private debt costituiscono capitale di debito per la società, mentre quelli dei fondi di private equity rappresentano capitale proprio. La diversa natura degli strumenti finanziari coinvolti determina una netta distinzione tra i due mercati, che non risultano pertanto in competizione diretta, ma potrebbero anche operare in modo complementare.

Il termine *Infrastructure* si riferisce agli investimenti in beni fisici e strutture di interesse pubblico o strategico, come reti di trasporto, sistemi energetici, infrastrutture digitali e servizi essenziali. Questo tipo di asset class si realizza principalmente attraverso operazioni di *greenfield*, che riguardano la costruzione di nuove infrastrutture, e di *brownfield*, relative al miglioramento o all'espansione di infrastrutture già esistenti.

Il termine *Real Estate* si riferisce agli investimenti mirati all'acquisizione, sviluppo, gestione e cessione di beni immobili, come edifici residenziali e commerciali, con l'obiettivo di generare ritorni economici attraverso entrate da affitti o plusvalenze derivanti dalla vendita. Questa asset class si distingue dall'infrastruttura per la natura dei beni, che sono principalmente immobili, e per l'uso a cui sono destinati, focalizzandosi su attività private o commerciali piuttosto che su servizi pubblici essenziali.

Le *Natural Resources* consistono in operazioni finalizzate alla produzione, estrazione e commercializzazione di risorse naturali che vengono utilizzate per soddisfare le necessità industriali, energetiche e di consumo. Ineriscono principalmente a investimenti in materie prime, agricoltura, terreni, metalli ed estrazione mineraria.

Per concludere quanto esposto in questo paragrafo, si riporta di seguito uno studio condotto da McKinsey riguardante l'asset allocation globale dei private markets nel 2021:

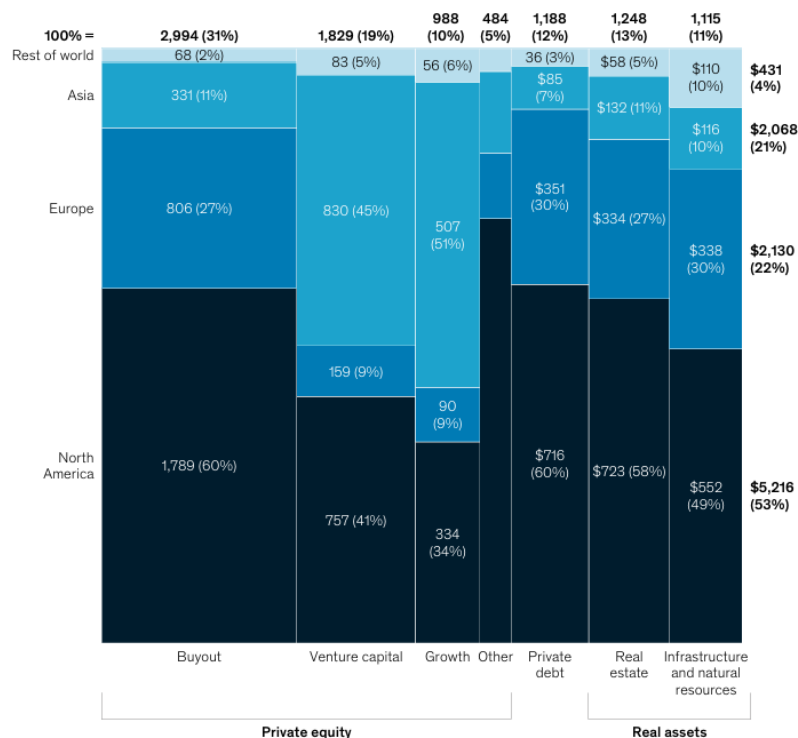


Figura 1.7: Private markets rally to new heights, (McKinsey)

1.3 Evoluzione storica e prospettive di mercato

Gli investimenti in *alternative asset* sono un fenomeno relativamente giovane che ha progressivamente acquisito un ruolo centrale nei portafogli degli investitori. Le loro origini risalgono al 1946¹⁷, quando, nel contesto della ricostruzione economica del dopoguerra, emersero i primi operatori specializzati in private equity e venture capital, segnando l'inizio di un settore destinato a trasformare il panorama finanziario globale. All'*American Research and Development Corporation* (ARDC), fondata da Georges Doriot, è attribuito il primo grande successo nel settore del Venture Capital. L'operazione, finalizzata a raccogliere finanziamenti da investitori esterni e dalle tradizionali reti familiari, generò un ritorno superiore a 500 volte l'investimento iniziale.

Successivamente, con la crisi finanziaria del 1974, seguirono cambiamenti normativi come l'*Employee Retirement Income Security Act*¹⁸ e l'*Economic Recovery Tax Act*¹⁹ che incentivarono notevolmente l'afflusso di capitali nei mercati privati a supporto dell'economia reale. Seguirono gli anni '80, caratterizzati da un crescente numero di acquisizioni con ricorso sistematico alla leva finanziaria²⁰. Dopo la crisi finanziaria globale (CFG) del 2008 e gli accordi di *Basilea*²¹, le banche hanno ridotto le dimensioni del proprio attivo, concentrandosi sui clienti *large corporate* e creando una lacuna nel mercato, colmata dalle fonti di finanziamento alternativo.

Grazie alla crescita esponenziale avvenuta nell'ultimo decennio l'AUM dei private market è passato da 9,7 trilioni di dollari al valore di 24,4 trilioni alla fine del 2023. La Figura 1.8²² avvalora tali dati, con riferimento all'economia globale:

¹⁷ **Fonte:** Early history of private equity, (Wikipedia),

¹⁸ *Employee Retirement Income Security Act*: impose nel 1974 restrizioni sui fondi pensione aziendali, limitando gli investimenti ad alto rischio, come quelli in società private.

¹⁹ *Economic Recovery Tax Act*: abbassò l'aliquota dell'imposta sulle plusvalenze dal 28% al 20%.

²⁰ *Leva finanziaria*: rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto.

²¹ *Basilea*: quadro normativo volto a mitigare il rischio di fallimenti bancari.

²² **Fonte:** Are you harnessing the growth and resilience of private capital?, (Ryan Burke, EY), https://www.ey.com/en_gl/insights/private-business/are-you-harnessing-the-growth-and-resilience-of-private-capital#:~:text=For%20more%20than%20a%20decade,by%20the%20end%20of%202023.

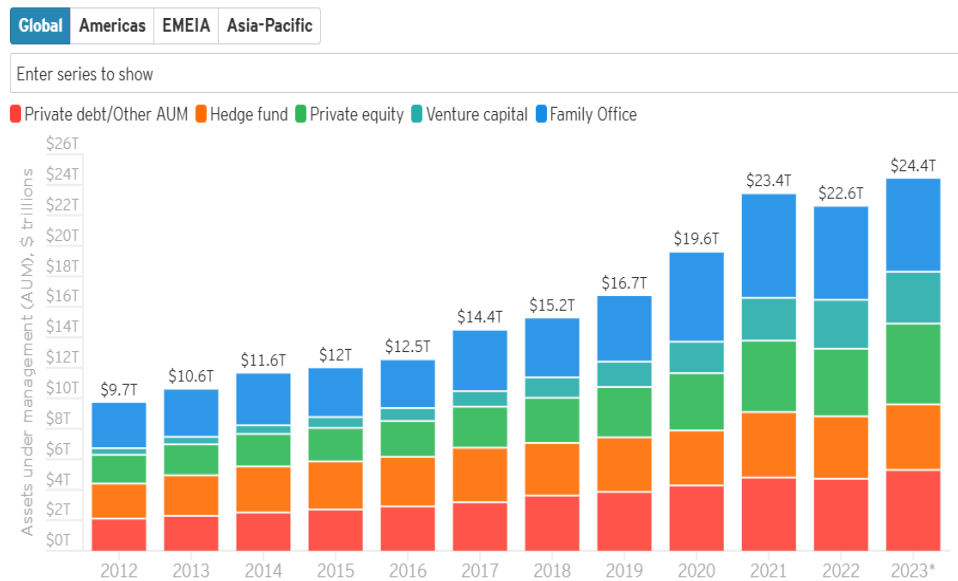


Figura 1.8: AUM dei private markets dal 2012 al 2023

Specularmente, la figura sottostante mostra l'andamento del numero totale di titoli quotati sul mercato azionario statunitense, includendo le nuove quotazioni e le cancellazioni registrate ogni anno dal 1976 al 2019:

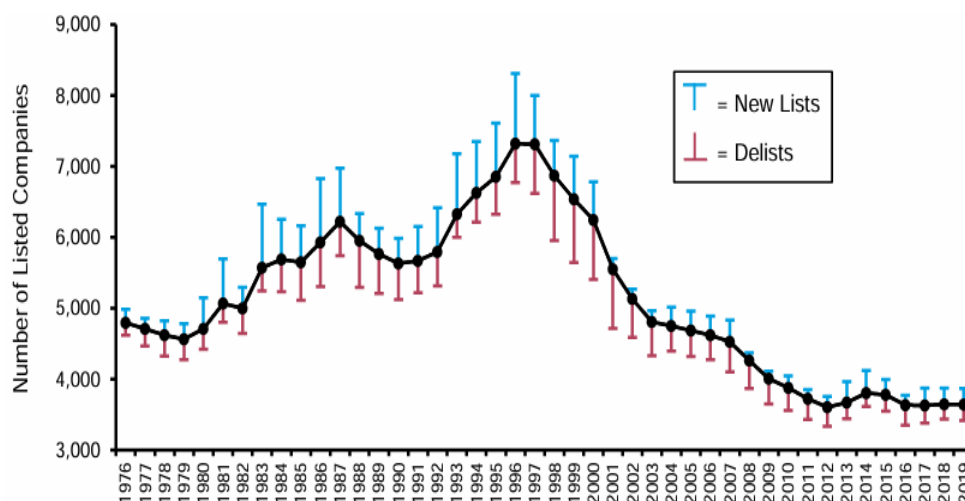


Figura 1.9: New Lists e delists nei public markets americani²³

²³ **Fonte:** Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look, (Mauboussin & Callahan,

Il numero di società quotate è diminuito della metà rispetto al 1996 e di tre quarti rispetto al 1976. Il *Wilshire 5000 Total Market Index*, creato nel 1974 per rappresentare l'intero mercato azionario statunitense, contava 3.473 titoli al 31 dicembre 2019.

L'andamento del numero di titoli quotati nei public markets dipende dalla differenza tra nuove quotazioni e delisting. Le nuove quotazioni possono derivare da *IPO*²⁴, quotazioni dirette o scorpori. Al contrario, i delisting sono spesso il risultato di fusioni, cancellazioni volontarie o rimozioni da parte della borsa per motivi specifici.

La propensione ai public markets può essere analizzata attraverso una comparazione dei costi e dei benefici associati. I costi di una quotazione comprendono le commissioni per l'iscrizione in borsa, l'adeguamento ai requisiti normativi, le spese per la divulgazione obbligatoria delle informazioni finanziarie, nonché il rischio competitivo derivante dalla possibilità di rivelare dati sensibili alla concorrenza. Inoltre, i dirigenti delle aziende possono percepire il peso di dover raggiungere risultati a breve termine, l'aumento della visibilità mediatica e il rischio di essere oggetto di pressioni da parte di investitori attivisti.

Per quanto riguarda i benefici, la quotazione offre opportunità significative, tra cui la possibilità di raccogliere capitale per scopi interni o acquisizioni, una maggiore liquidità e una corretta determinazione del prezzo delle azioni. Sottraendo i costi ai benefici, gli economisti *Doidge, Karolyi e Stulz* stimano che la propensione alla quotazione sia circa la metà di quella osservata a metà degli anni '90²⁵.

Questa tendenza evidenzia il progressivo orientamento verso i mercati secondari, dove le imprese, attratte da opportunità di crescita più diversificate e flessibili, considerano con crescente attenzione l'opzione di mantenere la propria struttura privata nella scelta delle fonti di finanziamento.

Morgan Stanley), 4 agosto 2020.

²⁴ *Initial Public Offering*: processo attraverso cui una società privata offre per la prima volta le proprie azioni al pubblico, diventando una società quotata in borsa.

²⁵ **Fonte:** *Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look*, (Mauboussin & Callahan, Morgan Stanley), 4 agosto 2020.

A conferma di quanto sopra descritto, la Figura 1.8 immagine mostra l'evoluzione delle allocazioni di portafoglio degli investitori istituzionali dal 2008 al 2019, evidenziando una tendenza chiara verso un aumento degli investimenti in alternative asset:

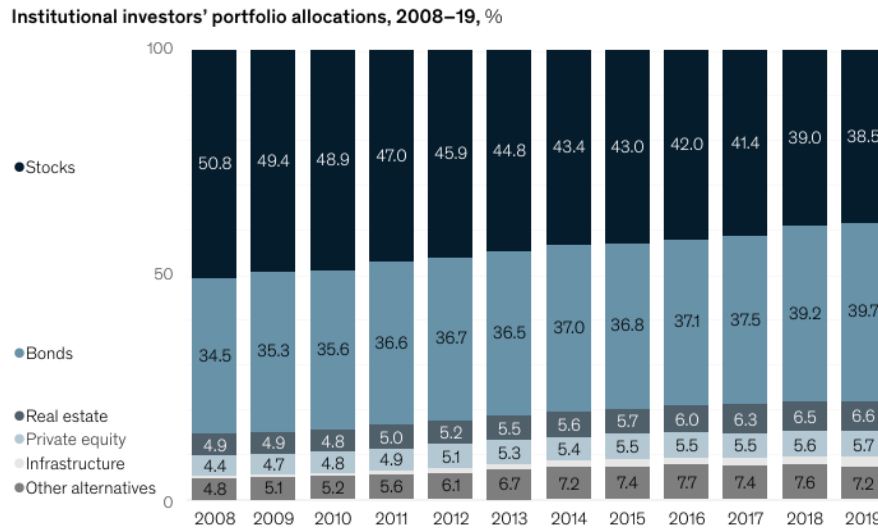


Figura 1.9: Asset allocation degli investitori istituzionali nei mercati finanziari²⁶

La percentuale di allocazione in azioni è diminuita dal 50,8% nel 2008 al 38,5% nel 2019, evidenziando una chiara strategia di diversificazione volta a ridurre la dipendenza dal mercato azionario.

Un'altra osservazione significativa emersa dall'analisi dei dati riguarda il crescente ruolo degli asset alternativi. Sebbene il loro peso sia ancora inferiore rispetto agli investimenti tradizionali, essi stanno registrando una crescita costante, indicando ampi margini di espansione. In questo contesto, e alla luce delle previsioni formulate da *BlackRock*²⁷, i mercati privati saranno condizionati da quattro di fattori determinanti, che potrebbero esercitare un'influenza significativa nel plasmare le future tendenze evolutive:

²⁶ **Fonte:** A year of disruption in the private markets, (McKinsey Global Private Markets Review 2021), aprile 2021.

²⁷ **Fonte:** Private Markets Outlook 2025, A new era of growth, (Mark Wiedman, BlackRock)

- Nonostante il crescente interesse, gli investimenti nei mercati privati sono ancora in una fase iniziale, soprattutto tra gli investitori privati e i sistemi pensionistici, con esposizioni rispettivamente all'1-2% e vicine allo zero. Tuttavia, la risposta a queste prospettive di crescita è già visibile, con grandi società di investimento, come BlackRock, che stanno ampliando l'accesso ai mercati privati. Si prevede che questa offerta si estenda globalmente, coprendo Europa, Asia e America.
- I tassi di interesse bassi favoriscono un aumento degli investimenti nell'economia reale, stimolano una maggiore frequenza di operazioni di *IPO* e *M&A*²⁸, riducono i costi di finanziamento e accrescono la domanda di capitale a lungo termine. Questo scenario favorirà una trasformazione dei mercati, con implicazioni rilevanti per i mercati privati. In questo contesto, lo sviluppo dell'economia reale emerge come un settore chiave di crescita, offrendo numerose opportunità in tutte le classi di asset privati.
- Tradizionalmente, i mercati privati sono stati caratterizzati da una minore trasparenza rispetto ai mercati pubblici. Tuttavia, la crescente partecipazione degli investitori sta portando a una domanda crescente di dati accurati e dettagliati, al fine di ottimizzare le strategie di investimento e migliorare la gestione del rischio.
- Le dinamiche geopolitiche continuano a rappresentare un rischio significativo, con eventi che potrebbero influire sulle catene di approvvigionamento, sulla sicurezza energetica e sulle dinamiche di mercato nel breve e medio termine. Tuttavia, i mercati privati rimangono ben posizionati grazie a una strategia di investimento orientata al lungo termine.

Sulla base di tali elementi, le previsioni illustrate dalla Figura 1.10 evidenziano la crescita attesa del private capital nel prossimo decennio, articolata per tipologia di investimento:

²⁸ *Mergers and Acquisitions*: operazioni aziendali in cui due o più aziende si fondono (merger) o una acquisisce l'altra (acquisition) per crescere, espandersi o migliorare la competitività.

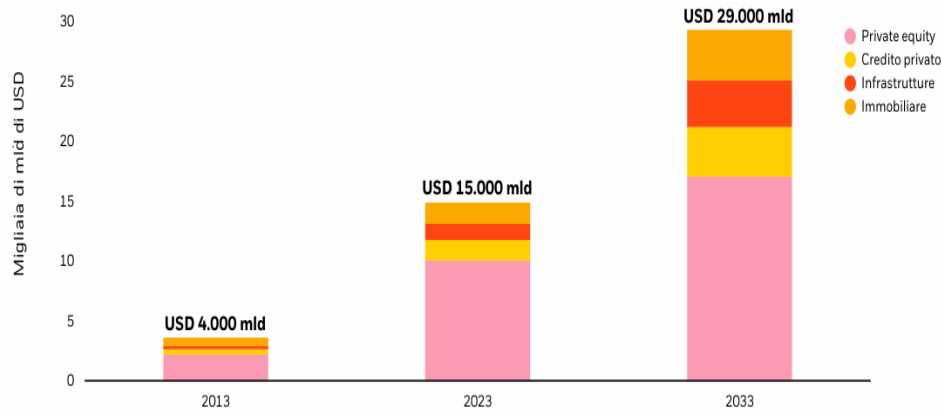


Figura 1.10: Previsioni sull'evoluzione dei private markets (BlackRock)

Questa tendenza indica un crescente interesse verso strumenti di investimento alternativi, segnalando una possibile trasformazione strutturale nei mercati finanziari globali.

Inoltre, si precisa che, nel contesto attuale, è necessaria una notevole spesa in conto capitale per data center, transizione energetica e rilocalizzazione industriale sui mercati nazionali. Tali investimenti, caratterizzati da complessità e orizzonti temporali lunghi, richiedono soluzioni di finanziamento innovative che non sempre trovano un adeguato allineamento con i mercati bancari o del debito tradizionali. Il private debt si potrebbe quindi configurare come una delle principali modalità di finanziamento per sostenere acquisizioni aziendali ed esigenze gestionali, sottraendo quote di mercato e commissioni redditizie alle banche di Wall Street²⁹.

Per rispondere al potenziale di crescita del settore, i gestori patrimoniali tradizionali e le società di private equity stanno acquisendo fornitori di prestiti non bancari. Tra i casi più recenti, si segnala l'acquisizione di *HPS* da parte di *BlackRock* per 12 miliardi di dollari³⁰, seguita da *JPMorgan Chase* che ha dichiarato di aver stanziato 50 miliardi di dollari di capitale proprio e di aver ricevuto impegni per 15 miliardi di dollari da altri

²⁹ **Fonte:** The big new role for private credit, (Huw van Steenis, Financial Times), 10 gennaio 2025, <https://www.ft.com/content/43c7b43e-0b69-4865-be4a-8cac8de84f84>

³⁰ **Fonte:** Private credit's wave of consolidation points to a toppy market, (Camilla Palladino, Financial Times), 6 dicembre 2024, <https://www.ft.com/content/5b75b718-b96c-47bd-a4d7-3f9fced22f14>

investitori per erogare prestiti direttamente alle aziende, bypassando i mercati del debito tradizionali³¹.

Attualmente, con 1.600 miliardi di dollari di AUM globale, il private debt rappresenta il 10% dei 16.400 miliardi di dollari dell'universo degli investimenti alternativi³².

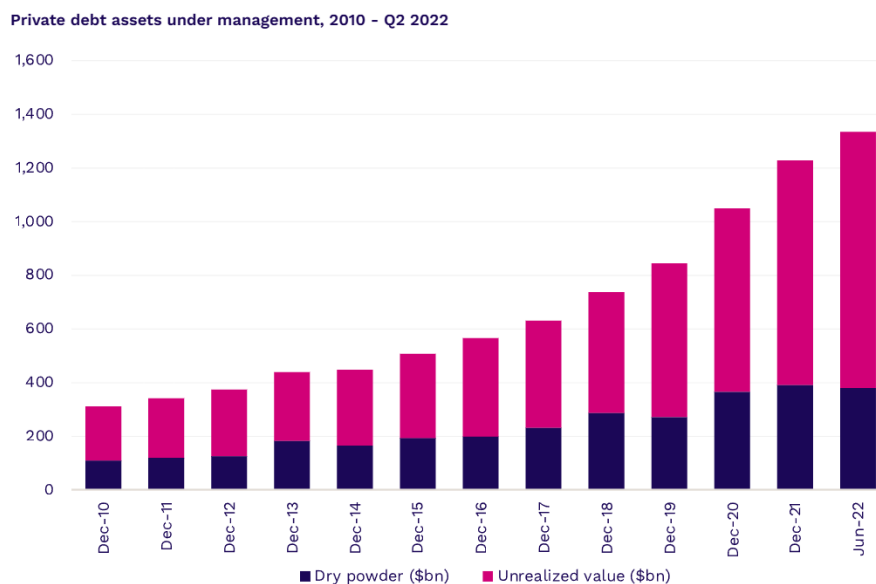


Figura 1.11: Evoluzione storica dell'AUM nel debito privato (Preqin)

In contrapposizione, la figura 1.12 illustra l'evoluzione della disintermediazione bancaria, il processo attraverso cui imprese e individui bypassano le banche, che nel tempo ha trasformato il panorama finanziario negli Stati Uniti.

³¹ **Fonte:** JPMorgan Chase sets aside \$50bn for direct lending in private credit push, (Eric Platt, Joshua Franklin Financial Times), 24 febbraio 2025, <https://www.ft.com/content/4b8b1863-9def-4673-a3c5-9b41fe885ef2>

³² **Fonte:** Private Markets Outlook 2025, a new era of growth, (Mark Wiedman, BlackRock).

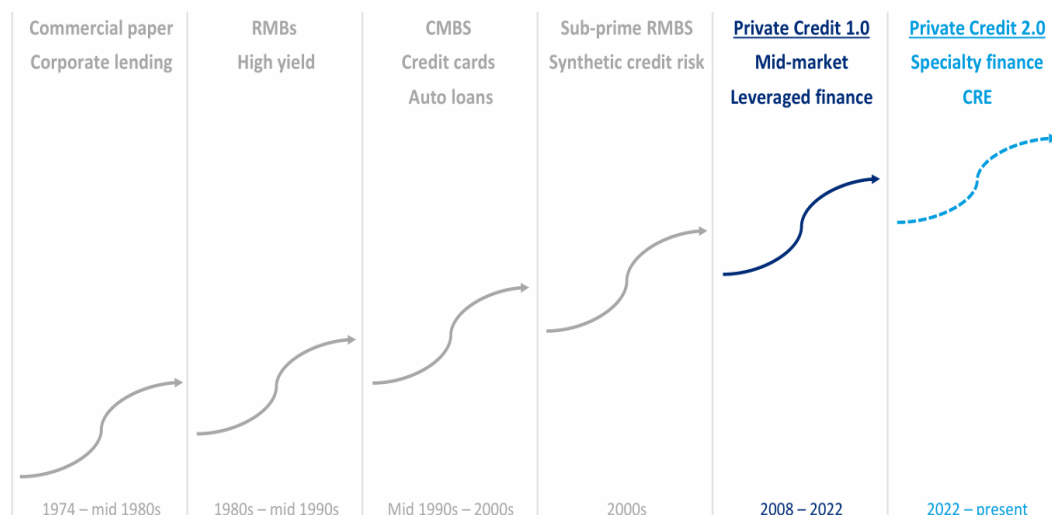


Figura 1.12: Disintermediazione bancaria (OlyverWyman) ³³

A partire dal 2008, si è manifestata una crescente necessità per le banche di ridurre il volume degli impieghi più rischiosi. Parallelamente, le imprese hanno dovuto affrontare un aumento delle esigenze di investimento e ristrutturazione aziendale, con l'obiettivo di mantenere un elevato livello di competitività all'interno del mercato di riferimento. Questo fenomeno ha avuto un impatto significativo su tutte le aziende che tradizionalmente si finanziavano tramite l'indebitamento bancario, spingendo sia le istituzioni finanziarie sia le imprese a prestare maggiore attenzione a fonti di finanziamento alternative.

Tuttavia, nonostante questa evoluzione, il mercato della finanza specialistica negli Stati Uniti è attualmente valutato circa 5,5 trilioni di dollari, di cui circa un terzo è detenuto nei bilanci di istituzioni non bancarie, mentre solo il 5% proviene dal credito privato³⁴.

Sulla base delle dinamiche finora descritte, Blackrock prevede che questa tendenza accelererà nei prossimi anni, assumendo una quota maggiore di transazioni che prima appartenevano alle banche e ai mercati pubblici. A livello globale, il Nord America

³³ **Fonte:** Private Credit's next act and why the barbell tolls for fixed income investing, (Huw van Steenis, OlyverWyman), ottobre 2024

³⁴ **Fonte:** Private Credit's next act and why the barbell tolls for fixed income investing, (Huw van Steenis, OlyverWyman), ottobre 2024

rappresenta oltre il 60% dell'AUM totale del private debt, ma l'Europa e l'Asia-Pacifico sono in crescita³⁵. Attualmente, queste regioni dipendono maggiormente dai finanziamenti bancari, il che evidenzia una significativa opportunità di espansione del private debt, analoga alla diversificazione dei canali di finanziamento osservata negli Stati Uniti.

Preqin prevede che l'AUM del debito privato crescerà fino a 2,64 trilioni di dollari entro il 2029, rispetto agli 1,50 trilioni di dollari registrati nel 2023. Inoltre, si prevede un ulteriore incremento dei rendimenti, con l'IRR medio per il periodo 2017-2023, pari all'8,1%, destinato a salire al 12,0% nel periodo 2023-2029 per questa classe di attività. Parallelamente, stima che gli asset alternativi globali in gestione raggiungeranno un totale di 29.220 miliardi di dollari entro la fine del 2029, segnando un incremento del 74,1% rispetto ai 16.780 miliardi di dollari previsti per la fine del 2023³⁶.

I private markets, e in particolare il private debt, si confermano quindi leve fondamentali per il futuro sviluppo economico, rispondendo in modo efficace alla crescente domanda di finanziamenti in linea con le esigenze del mercato contemporaneo.

³⁵ **Fonte:** Private Markets Outlook 2025, a new era of growth, (Mark Wiedman, BlackRock).

³⁶ **Fonte:** Preqin forecasts global alternatives AUM to rise to \$29.22tn by 2029, (Laura Messchendorp, Preqin), 18 settembre 2024, <https://www.preqin.com/insights/research/blogs/preqin-forecasts-global-alternatives-aum-to-rise-to-usd29-22tn-by-2029>

1.4 Il profilo di rischio

I mercati pubblici e privati sono generalmente accessibili attraverso fondi comuni di investimento. Secondo la definizione di Borsa Italiana (società che gestisce il mercato finanziario italiano) fondi comuni sono strumenti di gestione collettiva che raccolgono le risorse finanziarie di più investitori, per poi impiegarle congiuntamente sui mercati. Una distinzione fondamentale tra questi strumenti è quella tra fondi aperti e fondi chiusi, ciascuno con profili di rischio e strategie di investimento distinti.

I fondi aperti, tipici dei mercati pubblici, investono principalmente in strumenti finanziari quotati e facilmente negoziabili. Tali fondi offrono agli investitori la possibilità di sottoscrivere nuove quote o richiedere il rimborso, totale o parziale, in qualsiasi momento. Per garantire questa flessibilità, senza compromettere la stabilità del fondo, essi mantengono abitualmente una quota del patrimonio in disponibilità liquide.

I fondi chiusi, invece, sono tipici dei mercati privati e dispongono di un patrimonio definito al momento della loro costituzione. La sottoscrizione di questi strumenti è possibile solo entro un periodo di tempo prestabilito, mentre il rimborso del capitale investito è generalmente consentito solo alla scadenza del fondo o dopo un determinato numero di anni.

Pertanto, i mercati privati presentano un profilo di rischio più elevato, dovuto alla natura intrinsecamente illiquida degli investimenti sottostanti. Questa scarsa liquidità limita la capacità degli investitori di convertire rapidamente le proprie partecipazioni in liquidità senza incorrere in perdite significative. Di conseguenza, il rischio di perdite sul capitale investito è più elevato, poiché il rendimento atteso si materializza solo al momento della liquidazione dell'investimento. Tale dinamica introduce un'incertezza significativa nella realizzazione dei profitti, in quanto il valore finale dipende sia dalla performance operativa e strategica dell'asset, sia dalle condizioni di mercato.

Tuttavia, questa caratteristica consente ai gestori di fondi di adottare una strategia di lungo termine, mirata alla creazione di valore, grazie alla minore pressione per garantire la liquidità. Inoltre, investire in fondi chiusi offre un premio per l'illiquidità, tema approfondito nel Paragrafo 1.1.

Per di più, i mercati privati sono generalmente soggetti a una regolamentazione meno rigorosa rispetto ai mercati pubblici, con conseguente minore trasparenza sugli andamenti degli investimenti e una supervisione normativa più debole. Questo rischio deriva dalla natura degli investimenti privati, che riguardano asset non quotati, con minori obblighi di trasparenza e valutazione più complessa.

Alla luce di quanto sopra, la direttiva AIFMD 2011/61/UE³⁷ rafforza la disciplina dei fondi di investimento alternativi con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e la protezione degli investitori. Essa definisce un quadro normativo chiaro per l'autorizzazione, la supervisione e il controllo dei gestori di fondi di investimento in capitale privato, assicurando una vigilanza strutturata e rigorosa a tutela degli investitori.

Infine, il rischio operativo legato ai gestori dei fondi rappresenta un aspetto cruciale negli investimenti nei private markets, poiché può avere un impatto diretto sulla performance del fondo e, di riflesso, sull'investimento complessivo. Questo rischio riguarda eventuali fallimenti o inefficienze nelle operazioni quotidiane del fondo, spesso causati da carenze nelle competenze manageriali o da un'insufficiente struttura di controlli interni.

Alla luce dei rischi associati, è fondamentale che i gestori dei fondi adottino misure per attenuare il rischio di credito, facendo ricorso a specifici fondi di garanzia, e implementino un processo di *due diligence* approfondito. Quest'ultimo deve mirare alla raccolta di informazioni dettagliate e a una valutazione accurata di ogni opportunità di investimento, con l'obiettivo di analizzare i rischi e le potenzialità ad essi legati.

³⁷ **Fonte:** Direttiva 2011/61/UE del parlamento europeo e del consiglio (European Union), giugno 2011, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

1.5 Il processo di due diligence

Il processo di due diligence consiste nell'acquisizione e nell'analisi approfondita di informazioni relative a una società in vista di operazioni straordinarie, come acquisizioni, finanziamenti e IPO³⁸. L'obiettivo è valutare rischi, opportunità e condizioni dell'operazione per supportare decisioni consapevoli e strategiche. L'esito di questa analisi incide direttamente sulla scelta dei fondi di erogare finanziamenti a medio-lungo termine alle aziende target.

La due diligence si divide in due fasi principali: *contabile-finanziaria* e di *business*. Questo paragrafo esamina tali aspetti, evidenziando le motivazioni finanziarie e gestionali che guidano i fondi nell'avvio di operazioni straordinarie.

La *due diligence contabile e finanziaria* inizia con l'esame del sistema contabile adottato dall'azienda e del giudizio espresso dalla società di revisione. Questa analisi preliminare consente di valutare l'affidabilità dei dati finanziari e identificare eventuali criticità. Successivamente, si procede allo studio della qualità degli utili, per accertare la corretta rilevazione a conto economico delle aree più esposte a possibili manipolazioni.

In particolare, politiche contabili come la riduzione degli accantonamenti³⁹ per perdite su crediti o l'adozione del metodo FIFO⁴⁰ per la valutazione del magazzino possono influenzare l'utile, distorcendone la rappresentazione della reale situazione economica dell'azienda target.

Una volta esclusa la presenza di distorsioni nei risultati contabili, si procede alla strutturazione degli indici economico-finanziari per confrontare le performance aziendali nel tempo e rispetto al settore. A tal fine, verranno presentati i principali ratio utilizzati nell'analisi di bilancio.

³⁸ **Fonte:** Glossario finanziario - Due Diligence, (Borsa Italiana),

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

³⁹ *Accantonamenti*: utilizzati quando si prevede che il valore di un bene possa ridursi

⁴⁰ *Metodo FIFO*: metodo di valutazione il cui effetto può comportare una riduzione del costo del venduto

Gli indici di redditività, derivati dal conto economico riclassificato, misurano la capacità dell'azienda di generare profitto. Questi indicatori servono a valutare l'efficienza con cui l'impresa trasforma gli investimenti in reddito netto:

- *Return on equity* (ROE):

Misura la redditività del patrimonio netto, ossia il rendimento del capitale investito nell'azienda dagli azionisti⁴¹. Pertanto, consente di valutare l'efficacia con cui il management ha impiegato i mezzi propri per ottimizzare gli utili aziendali.

$$\text{ROE: } \frac{\text{Utile netto}}{\text{Capitale proprio}} \times 100$$

Un ROE elevato indica una gestione efficiente del capitale e una solida redditività. Questo valore acquisisce particolare rilevanza quando si confrontano aziende di dimensioni simili e operanti nello stesso settore.

- *EBITDA margin*:

Misura la redditività operativa prima degli interessi, delle imposte, degli ammortamenti e delle svalutazioni rispetto ai ricavi.

$$\text{EBITDA margin: } \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ricavi}} \times 100$$

È necessario evidenziare che, se da un lato un EBITDA negativo indica che un'azienda ha evidenti problemi di generazione di cassa, dall'altro un EBITDA positivo non è necessariamente sinonimo di una redditività positiva visto che tale voce contabile ignora le variazioni di capitale circolante, le imposte e gli oneri finanziari.⁴²

⁴¹ **Fonte:** Glossario finanziario - Redditività del Capitale Proprio, (Borsa Italiana), <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-proprio.html>

⁴² **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

Gli indici di liquidità valutano la capacità di un'azienda di far fronte agli impegni finanziari a breve termine utilizzando le proprie attività correnti. Questi indicatori misurano la stabilità finanziaria nel breve periodo e la capacità di gestire eventuali crisi di liquidità. I principali sono:

- *Current ratio:*

Tale indicatore è utilizzato per valutare la capacità di un'impresa di finanziare il proprio fabbisogno a breve termine, ovvero entro 12 mesi, attraverso gli incassi generati dalla gestione operativa.

$$\text{Current ratio: } \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Un current ratio maggiore di uno, significa che l'impresa ha più attività correnti rispetto alle sue passività correnti. In altre parole, l'impresa dovrebbe essere in grado di coprire tutti i suoi debiti a breve termine con le risorse liquide o facilmente liquidabili che possiede.

- *Quick ratio:*

Misura la capacità di un'impresa di far fronte ai propri obblighi a breve termine utilizzando esclusivamente le risorse liquide o facilmente liquidabili derivanti dalla gestione operativa. A differenza del current ratio, esclude le rimanenze, in quanto queste non possono essere prontamente convertite in liquidità.

$$\text{Quick ratio: } \frac{\text{Attività correnti} - \text{Rimanenze}}{\text{Passività correnti}}$$

Un quick ratio maggiore di uno, indica una buona capacità dell'impresa di coprire le passività correnti mediante le attività più liquide.

Gli indici di solvibilità, invece, analizzano la struttura del capitale e la sostenibilità del debito nel tempo, evidenziando eventuali criticità legate alla continuità aziendale. Questi indicatori misurano la capacità di un'impresa di far fronte alle passività di medio-lungo termine con le proprie risorse:

- *Debt to equity ratio:*

Misura il grado di indebitamento dell'azienda rispetto al capitale proprio, evidenziando la solidità della struttura finanziaria della società.

$$\text{Debt to equity: } \frac{\text{Totale debiti}}{\text{Capitale proprio}}$$

Un valore elevato di questo rapporto segnala una forte dipendenza dal debito, indicando una fragilità finanziaria e un alto rischio di insolvenza nel lungo periodo.

- *Interest Coverage Ratio:*

Misura la capacità dell'azienda di coprire gli interessi finanziari sul debito attraverso il reddito operativo. Di conseguenza, questo indice viene utilizzato dai creditori come parametro di riferimento prima di concedere un finanziamento.

$$\text{Interest Coverage : } \frac{\text{EBIT}}{\text{Oneri finanziari}}$$

Per evidenziare una buona solvibilità finanziaria, tale indice dovrebbe assumere valori compresi tra 2,5 e 3.

Completata l'analisi dei principali indicatori economico-finanziari, si procede con il *monitoraggio dei flussi di cassa*. Di fatto, la presenza di voci non ricorrenti all'interno dei flussi di cassa operativi comporta un problema di asimmetria informativa per gli operatori finanziari che investono a titolo di equity e di debito nel capitale delle

imprese⁴³. Pertanto, è opportuno identificare tali voci non ricorrenti nel conto economico e, se riscontrate nella sezione delle attività operative del rendiconto finanziario, escluderle.

Per valutare la convenienza nell'erogazione di fondi a sostegno della crescita aziendale, è fondamentale esaminare preliminarmente le opportunità di sviluppo dell'impresa in cui si intende investire. Occorre, infatti, considerare sia la capacità dell'azienda di svilupparsi e di onorare i debiti contratti, sia la solidità dell'idea imprenditoriale.

Per ottenere una visione completa delle dinamiche che influenzano la performance dell'impresa e la sua posizione competitiva nel mercato, è essenziale svolgere la *business due diligence*, che comprende un'analisi approfondita dei fattori macroeconomici, settoriali e aziendali.

L'analisi macroeconomica consente di comprendere l'impatto delle politiche economiche nei territori in cui opera l'impresa target. Tra i principali fattori di rischio nei mercati internazionali dei capitali vi sono: la contrazione del PIL, che comporta una riduzione prolungata della domanda; il deprezzamento della valuta locale; l'introduzione di normative governative che aumentano le tasse o limitano le importazioni e le esportazioni; e la presenza di un sistema economico che favorisca lo sviluppo dell'economia reale.

L'analisi del settore include una valutazione della situazione attuale, delle prospettive di sviluppo futuro e delle tendenze in atto. Permette di esprimere un giudizio complessivo sul livello di attrattività di un mercato e sui fattori che influenzano direttamente la capacità di generare profitti, mantenere la competitività e adattarsi ai cambiamenti del mercato.

Per valutare l'attrattività di un settore, la letteratura di riferimento ricorre comunemente al modello delle cinque forze di Porter:

⁴³ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

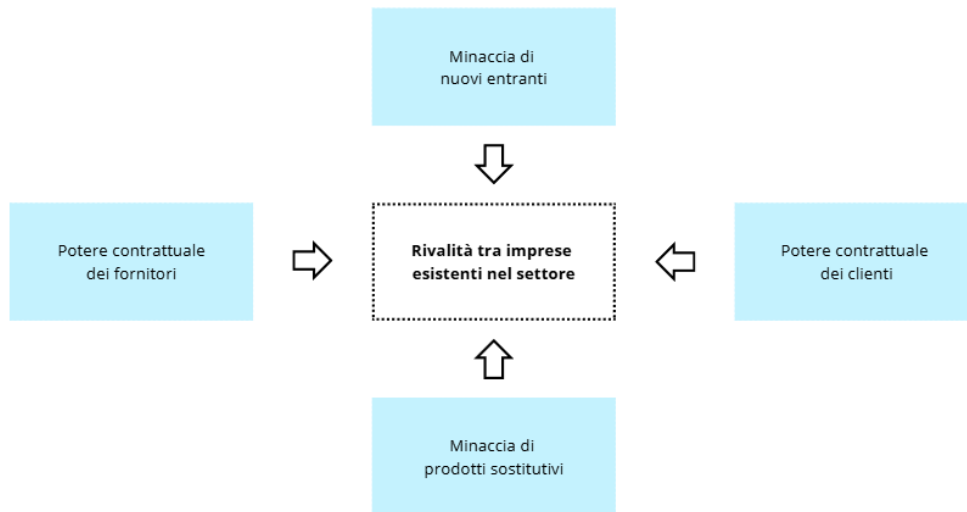


Figura 1.13: Il modello delle 5 forze di Porter (elaborazione personale)

Secondo tale modello, un settore è attrattivo quando le barriere all'ingresso sono elevate, il potere contrattuale di clienti e fornitori è limitato, la minaccia di prodotti sostitutivi è ridotta e la rivalità tra concorrenti è contenuta. Queste condizioni sono influenzate da fattori come le economie di scala, la differenziazione dei prodotti, la fedeltà al marchio, i costi di switching elevati e una bassa concentrazione di clienti e fornitori.

Per condurre una valutazione creditizia ed economica accurata, è opportuno individuare i rischi specifici del settore in cui opera l'azienda. Il rischio settoriale si riferisce alla possibilità che un'impresa subisca una riduzione della propria quota di mercato, dei ricavi o della redditività a causa di fattori esterni. Tra questi, uno degli indicatori più significativi è rappresentato dal tasso di crescita, se positivo segnala un'espansione del settore e la presenza di opportunità di investimento e sviluppo.

Un ulteriore elemento di rischio è l'alta intensità di capitale, che vincola le imprese a operare dovendo sostenere ingenti investimenti in capacità produttiva e quindi ricorrere a finanziamenti a lungo termine.

L'elevata ciclicità costituisce un altro rischio determinante, in quanto non garantisce una stabilità del settore nel tempo, ampliando l'esposizione alle fluttuazioni economiche e alle crisi congiunturali.

L'assenza di barriere all'ingresso rappresenta un rilevante svantaggio competitivo, in quanto stimola l'accesso di nuovi operatori e contribuisce a mantenere una pressione competitiva elevata all'interno del settore. Questo aspetto può ridurre la redditività delle imprese già operanti, vincolandole a investire ingenti risorse per mantenere la propria posizione sul mercato.

Infine, l'analisi del modello di business di un'azienda implica la valutazione della sua posizione competitiva, della capacità di mantenerla o migliorarla e della sostenibilità aziendale, con particolare riferimento alle fonti di vantaggio competitivo. Quest'ultimo rappresenta un elemento cruciale per le imprese, in quanto consente loro di superare i concorrenti e ottenere una posizione di rilievo nel mercato. A tal proposito, Michael Porter identifica due principali strategie di vantaggio competitivo: la leadership di costo e la differenziazione.

La leadership di costo riguarda la struttura dei costi aziendali e si fonda su fattori quali le economie di scala, una gestione efficiente della catena del valore, il controllo dei costi diretti e il possesso di asset strategici. Questi elementi consentono all'impresa di ottimizzare i propri margini e di posizionarsi nel mercato con una maggiore efficienza finanziaria. La strategia di differenziazione, invece, si basa sulla creazione di un valore percepito dal consumatore, rendendo il brand sinonimo di prestigio, qualità superiore in termini di prestazioni e caratteristiche distintive, nonché di innovazione tecnologica.

Un altro strumento ampiamente utilizzato dagli investitori di private capital nella loro fase decisionale è la matrice del *Boston Consulting Group* (BCG). Questa metodologia consente di valutare l'efficacia di un modello di business aziendale e le caratteristiche intrinseche del portafoglio prodotti. Essa si basa su due dimensioni fondamentali: la quota di mercato relativa e il tasso di crescita del mercato.

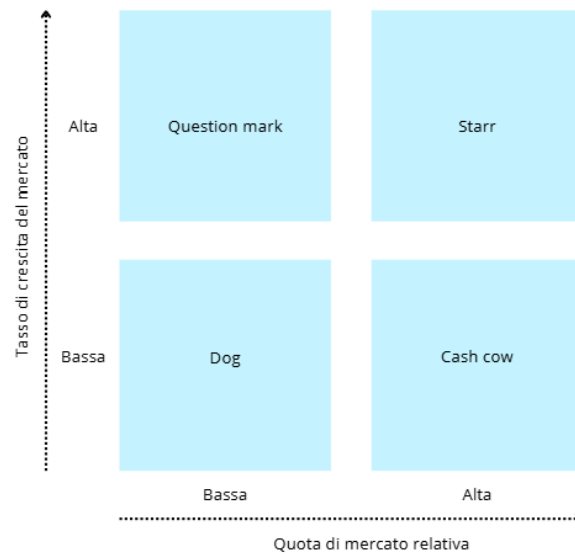


Figura 1.14: La matrice BCG (elaborazione personale)

Questa metodologia si rivela particolarmente utile nel processo di due diligence, in quanto consente agli investitori di private capital di valutare la sostenibilità delle diverse business unit, individuando quelle in grado di garantire flussi di cassa stabili e quelle che, invece, potrebbero richiedere investimenti significativi per mantenere la competitività. Tali informazioni risultano fondamentali nell'analisi del merito creditizio delle aziende target, poiché la capacità di un'impresa di generare redditività nel medio-lungo termine influisce direttamente sulla sua solidità finanziaria e sulla gestione del debito.

Di conseguenza, la matrice BCG non solo aiuta a delineare strategie di crescita o disinvestimento, ma permettendo una valutazione più accurata del rischio finanziario e della solidità complessiva dell'investimento.

In conclusione, l'integrazione tra due diligence finanziaria e di business permette una valutazione completa della solidità economica dell'azienda target e della sostenibilità del suo modello di business. Questo orienta le decisioni di investimento degli operatori finanziari, che da un lato forniscono risorse economiche e, dall'altro, offrono supporto strategico e gestionale.

CAPITOLO SECONDO

Operatività di un fondo di Private Debt

2.1 Fondamenti teorici e definitori del debito

Il ricorso al debito è una pratica consolidata non solo tra le imprese, ma anche tra governi e amministrazioni locali, che utilizzano il mercato del debito per proseguire gli obiettivi di sviluppo. Questa ampia partecipazione evidenzia la rilevanza e la vastità del tema, che tocca numerosi operatori e incide sullo sviluppo economico.

Per definizione, il debito rappresenta un'obbligazione di pagamento gravante su un'azienda, da saldare attraverso il rimborso dei prestiti ottenuti, comprensivo degli interessi, e secondo un piano di rimborso ben definito.

A livello giuridico, il debito è regolato dall'art. 2740 del Codice civile italiano⁴⁴ che definisce il criterio della responsabilità patrimoniale. In base al quale, il patrimonio del debitore è posto a garanzia del credito e risponde delle obbligazioni contratte con tutti i suoi beni, presenti e futuri. Inoltre, l'art. 2741⁴⁵ afferma che i creditori godono di eguale diritto di essere soddisfatti e, in taluni casi, sono assistiti da garanzie reali, come pegni su attività aziendali o dai flussi di cassa generati.

Alla base del ricorso a tale strumento finanziario si collocano una molteplicità di

⁴⁴ **Fonte:** Responsabilità patrimoniale, (Broccardi), 6 febbraio 2025,

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-sesto/titolo-iii/capo-i/art2740.htm>

⁴⁵ **Fonte:** Concorso dei creditori e cause di prelazione, (Broccardi),

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-sesto/titolo-iii/capo-i/art2741.html>

esigenze, riconducibili sia alla sfera operativa che a quella strategica. Sul piano operativo, l'indebitamento consente alle imprese di far fronte a esigenze di liquidità connesse alla gestione del capitale circolante, come il finanziamento delle scorte, dei crediti commerciali e delle spese correnti. In contesti con cicli produttivi lunghi o ritardi negli incassi, il debito consente di garantire la continuità aziendale e la regolarità dei flussi finanziari.

Dal punto di vista strategico, esso assume una funzione abilitante rispetto a progetti d'investimento, iniziative di crescita organica e operazioni straordinarie. L'azienda può infatti utilizzare la leva finanziaria per l'acquisto di nuovi impianti, l'ampliamento della capacità produttiva o l'ingresso in nuovi mercati. Inoltre, nelle operazioni di M&A, il debito viene spesso impiegato per cogliere tempestivamente opportunità di espansione, preservando al contempo la struttura del capitale.

In taluni casi, invece, le imprese ricorrono all'indebitamento anche per scopi di ingegneria finanziaria, come il riacquisto di azioni proprie o l'erogazione di dividendi straordinari, con l'obiettivo di ottimizzare il valore per gli azionisti e migliorare determinati indicatori di performance.

In questo contesto, è opportuno esaminare le principali tipologie di strumenti di debito utilizzati, che si differenziano in base a vari criteri, tra cui la durata contrattuale, la presenza di garanzie, la struttura delle controparti coinvolte e la modalità di determinazione degli interessi.

In primo luogo, il *debito emesso sui mercati dei capitali* richiede la predisposizione di un prospetto informativo – o di un *offering memorandum* – contenente i dettagli dell'offerta. Tale strumento prevede generalmente il pagamento di interessi con cadenza semestrale e presentano una durata che raramente supera i 30 anni⁴⁶. Tra i principali vantaggi si annoverano l'accesso a una platea di investitori più ampia, una maggiore liquidità e una superiore visibilità sul mercato. Di contro, tali emissioni comportano l'obbligatorietà di ottenere un rating, costi di emissione più elevati e l'adempimento di requisiti di reporting continuo.

⁴⁶ **Fonte:** Finanza aziendale 2. Teoria e pratica della finanza moderna, (J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi), Pearson, 11 maggio 2018.

In alternativa, come anticipato all'interno del precedente capitolo, si ricorre al debito privato, che non viene offerto pubblicamente sul mercato degli investitori e consente di evitare i costi e le tempistiche legate ai processi di registrazione richiesti per l'emissione pubblica.

Proseguendo con l'analisi, in relazione alla, durata contrattuale, si differenziano gli strumenti a breve termine e a medio-lungo termine, a seconda che la loro scadenza sia rispettivamente inferiore o superiore a un periodo compreso tra 12 e 18 mesi.

Un'ulteriore categorizzazione si fonda sulla presenza di garanzie: si definiscono di strumenti *garantiti* quando il rimborso del debito è supportato da specifici asset della società emittente, e di strumenti *non garantiti* quando tale protezione patrimoniale non è prevista.

Dal punto di vista delle controparti coinvolte, si distinguono i *prestiti bilaterali*, che vedono l'interazione tra un'unica istituzione finanziaria e il debitore, e i *prestiti sindacati*, in cui un consorzio di istituti di credito partecipa congiuntamente al finanziamento di un singolo soggetto richiedente.

In relazione alla modalità di determinazione degli interessi, gli strumenti di debito si suddividono in titoli a *tasso fisso* e titoli a *tasso variabile*. Nei primi, il tasso d'interesse è definito al momento dell'emissione e rimane invariato per tutta la durata del prestito. Nei secondi, invece, il tasso è soggetto a variazioni periodiche ed è determinato dalla somma di uno spread e di un parametro di riferimento, come l'Euribor o il LIBOR.

Si distinguono inoltre i prestiti *asset-based*, garantiti da determinati beni aziendali e regolati da formule che determinano l'ammontare erogabile sulla base del valore degli attivi sottostanti, e i prestiti basati sul *cash flow*, che si fondano sulla capacità futura dell'impresa di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del debito contratto.

Si differenziano anche i *prestiti a termine*, ossia finanziamenti erogati in un'unica soluzione e rimborsati secondo un piano prestabilito di ammortamento, e i *prestiti revolving*, che consistono in linee di credito flessibili, nelle quali il debitore può attingere fondi fino a un limite massimo, rimborsare e riutilizzare le somme secondo le proprie esigenze entro la durata del contratto.

Infine, è opportuno menzionare la distinzione tra prestiti *investment-grade* e prestiti *non investment-grade*, in base al rating assegnato alle obbligazioni. Tale classificazione riflette la capacità del debitore di onorare gli impegni di rimborso. Nei prestiti *investment-grade*, il *rating* indica una bassa probabilità di default, mentre nei prestiti *non investment-grade* vi è una maggior rischio di inadempimento.

Le agenzie di rating valutano questo rischio assegnando un giudizio standardizzato, che tiene conto sia dell'affidabilità del soggetto emittente, sia delle specifiche caratteristiche del titolo.

Tra le principali agenzie internazionali figura *Standard & Poor's*, che utilizza una scala alfanumerica per esprimere il merito creditizio. Questa scala riflette il grado di solidità finanziaria e la capacità di adempiere regolarmente agli impegni assunti. Nella figura seguente è riportato lo spettro dei rating definito da questa società:

INVESTMENT GRADE	'AAA'	Extremely strong capacity to meet financial commitments. Highest rating
	'AA'	Very strong capacity to meet financial commitments
	'A'	Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances
	'BBB'	Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions
	'BBB-'	Considered lowest investment grade by market participants
SPECULATIVE GRADE	'BB+'	Considered highest speculative grade by market participants
	'BB'	Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions
	'B'	More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments
	'CCC'	Currently vulnerable and dependent on favorable business, financial and economic conditions to meet financial commitments
	'CC'	Currently highly vulnerable
	'C'	A bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments of financial commitments are continued
	'D'	Payments default on financial commitments
Ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories.		

Figura 2.2: Definizioni dei Livelli di Rating di S&P's⁴⁷

⁴⁷ Fonte: Il finanziamento con il debito. (Cattedra di Finanza aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli) 202

Come indicato nella legenda, i giudizi vanno da ‘AAA’, che rappresenta il livello massimo di affidabilità, fino a ‘D’, che segnala il fallimento nel rispetto degli obblighi finanziari. I simboli ‘+’ e ‘-’ permettono di distinguere in modo più dettagliato il livello di rischio all’interno di una stessa categoria.

In sintesi, il ricorso al debito può fungere da leva per la crescita e delle imprese e degli enti pubblici, contribuendo al finanziamento di progetti strategici, operazioni straordinarie e operative quotidiane. Tuttavia, il suo l'utilizzo impone un'attenta gestione, sia sotto il profilo della strutturazione delle operazioni che nella valutazione dei rischi ad esse connessi, come dimostrato dalla varietà degli strumenti disponibili e dalle analisi di rating.

2.2 Il debito nell'equilibrio della struttura finanziaria

«Fortunatamente, non abbiamo mai dovuto ricorrere a finanziamenti, riuscendo sempre a crescere con le nostre risorse.» Sebbene priva di un fondamento tecnico, questa affermazione riflette una convinzione diffusa, secondo cui l'autofinanziamento rappresenterebbe un indicatore di solidità e indipendenza economica.

Tale percezione, tuttavia, tende a sottovalutare il ruolo strategico della leva finanziaria nello sviluppo aziendale. Le passività, spesso viste in un'accezione negativa, vengono generalmente interpretate come un segnale di debolezza o di instabilità, anziché come un'opportunità per accelerare la crescita e migliorare la competitività. Questa visione conservativa può limitare l'accesso a capitali che, se impiegati correttamente, potrebbero favorire investimenti in innovazione, espansione e miglioramento dei processi produttivi.

A questo proposito, il teorema di Franco Modigliani e Merton Miller (M&M), formulato nel 1961 e articolato in due proposizioni, rappresenta il fondamento della moderna teoria della struttura del capitale.

La prima proposizione enuncia la *legge di conservazione del valore*, secondo cui la struttura finanziaria di un'impresa non influisce sul suo valore. In sostanza, la decisione di un'impresa di sostituire capitale con debito non dovrebbe portare a una variazione della redditività del capitale investito. Quest'ultimo dipende unicamente dagli investimenti e dalle attività riportate nel bilancio, e non dalla combinazione delle fonti di finanziamento⁴⁸.

Semplificando, il valore dell'impresa indebitata (*levered*) è esattamente eguale al valore dell'impresa finanziata solo con capitale proprio (*unlevered*). Ciò è verificato in un mondo ideale, caratterizzato da mercati finanziari efficienti, assenza di imposte e dalla possibilità per gli operatori di prendere e concedere prestiti allo stesso tasso di interesse di mercato.

⁴⁸ **Fonte:** Quanto e quale debito? Le regole del passivo e la gestione della leva finanziaria, (Ivan Fogliata, Gessica Valsecchi, inFinance), Mind 2020

In seguito, eliminando l'ipotesi di assenza di tassazione societaria, M&M aggiungono che, poiché gli interessi passivi sono deducibili fiscalmente, il ricorso al debito comporta un risparmio d'imposta. Questo effetto, già anticipato nel Paragrafo 1.1 e noto come *tax shield*, contribuisce ad aumentare la redditività complessiva dell'impresa.

$$\text{Tax Shield: } \frac{\text{Debito} * i * T_c}{\text{Equity}}$$

In cui:

- T_c : aliquota fiscal per le imprese;
- i : interesse passivo corrisposto a fronte dell'indebitamento.

Con la revisione della loro teoria, Modigliani e Miller riconoscono che l'indebitamento possa incrementare il valore dell'impresa riducendo il costo medio ponderato del capitale, grazie al risparmio fiscale sugli interessi.

Tuttavia, questo principio porta al cosiddetto paradosso dell'indebitamento illimitato, secondo cui l'ottimizzazione della struttura finanziaria implicherebbe il ricorso esclusivo al capitale di debito. Un approccio simile, però, comprometterebbe la flessibilità aziendale e accrescerebbe il rischio di dissesto finanziario, rendendo quindi irrealistico un indebitamento senza limiti.

La seconda proposizione di Modigliani e Miller afferma che, in un mercato perfettamente efficiente e privo di frizioni, l'aumento dell'esposizione al debito non dovrebbe influenzare il costo medio ponderato del capitale. Sebbene un incremento della leva finanziaria consenta di beneficiare del risparmio fiscale, esso aumenta il rischio finanziario, inducendo gli azionisti a esigere un rendimento superiore per compensare la possibilità di perdita dei dividendi, distribuiti solo dopo il servizio del debito.

A partire da queste considerazioni, nel 1984 Myers e Majluf hanno elaborato la teoria dell'ordine di scelta, delineando una gerarchia preferenziale nella selezione delle fonti di finanziamento.

Secondo questa teoria, le imprese privilegiano l'autofinanziamento, in quanto consente di evitare costi di transazione e il rischio di trasmettere segnali negativi al mercato. Qualora le risorse interne risultino insufficienti, il debito rappresenta la seconda opzione, offrendo vantaggi fiscali sugli interessi e riducendo il rischio di sottovalutazione da parte degli investitori. L'emissione di nuove azioni, invece, costituisce l'ultima alternativa, poiché potrebbe essere interpretata come un segnale di sopravvalutazione dell'azienda, con un conseguente possibile calo del valore azionario.

Questa teoria ridimensiona l'importanza dei benefici fiscali dell'indebitamento, evidenziando come la scelta della struttura finanziaria dipenda non solo dal fabbisogno di capitale per investimenti, ma anche dalla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa interni e dalle asimmetrie informative presenti nel mercato.

Ricapitolando, poiché l'obiettivo primario di un'impresa è investire per crescere e massimizzare le proprie performance, la selezione delle fonti di finanziamento deve basarsi su un equilibrio tra costi, rischi e benefici. La scelta ottimale dipende dagli attivi patrimoniali, dalla strategia di crescita e dalle condizioni di mercato⁴⁹.

Il ricorso al debito diventa una scelta vantaggiosa quando l'autofinanziamento non è sufficiente a coprire il fabbisogno di capitale per progetti di grandi dimensioni e l'emissione di azioni potrebbe comportare una diluizione indesiderata del controllo. Inoltre, il debito offre l'opportunità di amplificare i profitti, soprattutto se le condizioni di mercato permettono di ottenere finanziamenti a tassi favorevoli e il ritorno sugli investimenti supera il costo del debito. In tal modo, il debito risulta più conveniente rispetto all'utilizzo di mezzi propri, che potrebbe limitare la capacità di reinvestire nell'attività o ridurre la liquidità operativa.

⁴⁹ **Fonte:** Quanto e quale debito? Le regole del passivo e la gestione della leva finanziaria, (Ivan Fogliata, Gessica Valsecchi, inFinance), Mind 2020

Allo stesso modo, l'autofinanziamento è una scelta preferibile quando l'impresa dispone di sufficienti risorse interne e desidera mantenere un alto grado di controllo.

Tra gli svantaggi legati all'emissione del debito va invece annoverata la limitazione della flessibilità operativa del management e la deviazione della liquidità dalle attività del business e dalla crescita, a causa dell'obbligo di rimborsare capitale e interessi⁵⁰. Ciò potrebbe indurre l'impresa a preferire l'emissione di capitale proprio.

In definitiva, la ponderazione del debito nella scelta della struttura finanziaria dipende da un equilibrio tra motivazioni strategiche e fattori interni ed esterni.

Esaminati i presupposti teorici alla base della scelta delle fonti di finanziamento, risulta utile, seppur in maniera sintetica, analizzare la realtà attuale e l'evoluzione della struttura delle imprese. In questa sezione del lavoro, ci concentreremo sull'analisi del panorama internazionale al fine di delineare un quadro complessivo delle tendenze e delle dinamiche in atto.

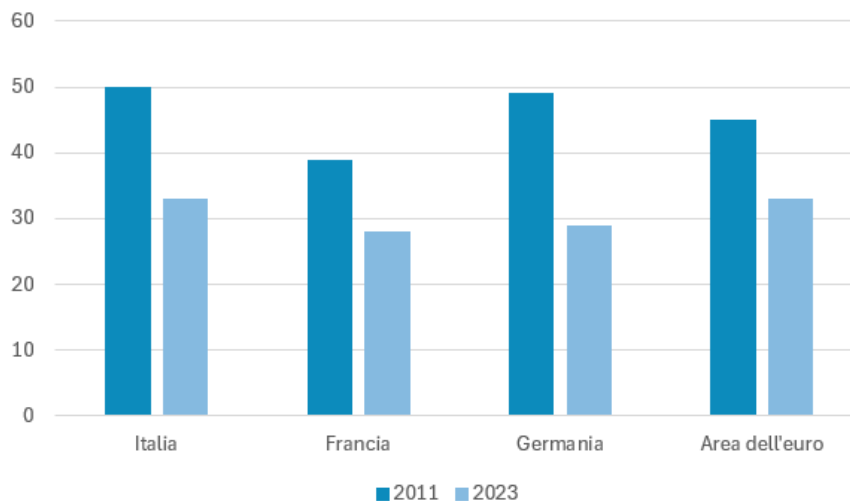


Figura 2.1: Evoluzione comparativa della leva finanziaria (elaborazione personale sulla base dei dati di Banca d'Italia)

⁵⁰ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

Il confronto sull'indebitamento delle imprese tra il 2011 e il 2023 mostra che, sebbene permanga un'elevata dipendenza dalla leva finanziaria, la quota complessiva di debito a livello internazionale ha subito una contrazione rilevante nel periodo considerato. Inoltre, i dati rivelano che, rispetto ai principali partner europei, le aziende italiane si caratterizzano per un'incidenza più bassa di capitale di rischio e per un ricorso più marcato a strumenti di debito.

Sulla base di tali premesse, il Paragrafo 2.6 analizzerà l'evoluzione del mercato italiano del private debt, approfondendo e il ruolo delle piccole e medie imprese nel contesto di una crescente diversificazione delle fonti di finanziamento. Il Capitolo 3 sarà invece dedicato a un'analisi sistematica dell'impatto del private debt sulle performance aziendali, con l'obiettivo di valutare l'effettiva efficienza dell'utilizzo della leva finanziaria e di indagare se, e in quale misura, sia opportuno riequilibrare la composizione del capitale — privilegiando il ricorso all'equity rispetto al debito — al fine di rafforzare la solidità patrimoniale e la resilienza delle imprese.

2.3 Ruolo e caratteristiche di un fondo di Private Debt

La finalità di questo paragrafo è analizzare in modo dettagliato il ruolo e le caratteristiche di un fondo di Private Debt, con l'obiettivo di comprenderne l'utilità all'interno del sistema finanziario e il valore aggiunto per gli attori coinvolti. In particolare, l'analisi si focalizzerà sulle motivazioni che portano sia le imprese beneficiarie che gli investitori istituzionali a scegliere questo strumento finanziario. Verranno inoltre evidenziate le principali differenze rispetto alle forme di finanziamento tradizionalmente erogate dagli istituti di credito, nonché gli elementi strutturali che contraddistinguono i fondi privati.

Per definizione, i fondi di private debt costituiscono veicoli di investimento che raccolgono finanza da investitori istituzionali per concedere finanziamenti a società di capitali, prevalentemente di piccole e medie dimensioni, che necessitano di risorse per sostenere progetti di crescita, ristrutturazione o internazionalizzazione.

L'obiettivo principale è la massimizzazione del tasso interno di rendimento (IRR), ottenuta attraverso il rimborso del capitale investito e il pagamento degli interessi, la cui entità varia in funzione della tipologia di strumento finanziario utilizzato. Tale rendimento, pur essendo generalmente stabile e prevedibile, risulta inferiore rispetto a quello tipicamente associato ai fondi di private equity, in quanto il private debt non comporta l'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio dell'impresa, ma si configura esclusivamente come un apporto di capitale di debito.

In precedenza, attraverso la Figura 1.4, sono state analizzate le motivazioni che inducono le imprese a rivolgersi ai mercati privati. Si riprende ora il medesimo quadro di riferimento, focalizzando l'attenzione sulle ragioni specifiche che spingono gli operatori istituzionali a investire in fondi di debito privato:

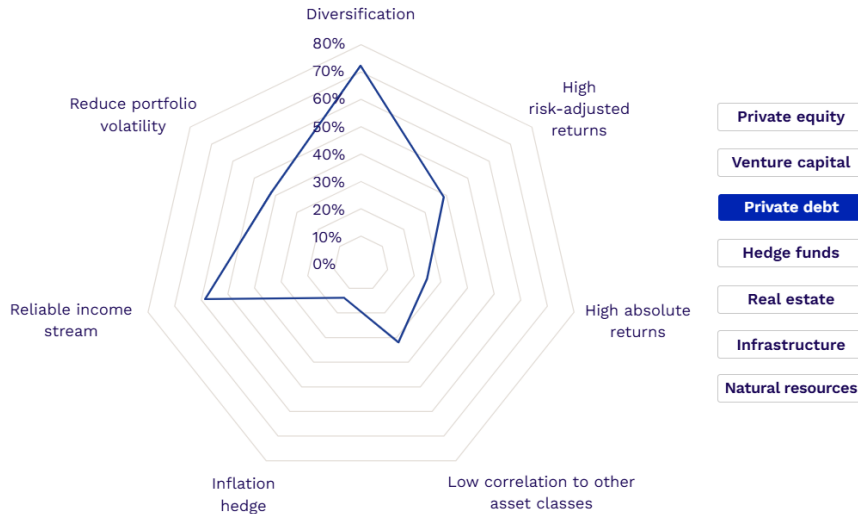


Figura 2.2: Razionale degli investitori istituzionali nel debito privato

Dal punto di vista delle imprese, il ricorso a tale operazione rappresenta un'opportunità strategica per accedere a strumenti capaci di ottimizzare la struttura finanziaria aziendale e diversificare le fonti di approvvigionamento di capitale. Inoltre, le imprese possono beneficiare delle competenze industriali e manageriali del top management dei fondi, che contribuiscono a strutturare soluzioni finanziarie su misura, adattando l'intervento del fondo alle specifiche esigenze dell'azienda, della sua proprietà e ai flussi economico-finanziari previsti dal piano industriale.

Un ulteriore vantaggio è rappresentato dalla possibilità di individuare un partner finanziario stabile e orientato al lungo periodo, con cui condividere progetti strategici di crescita. Questo è reso possibile dall'approccio *"buy-and-hold"* tipico di molti fondi, che assicura una relazione continuativa e la presenza di un unico interlocutore qualificato durante tutto il percorso di investimento⁵¹.

Inoltre, la struttura del passivo delle imprese è spesso sbilanciata verso forme di indebitamento bancario a breve termine, il che può generare disallineamenti con i flussi

⁵¹ **Fonte:** Guida pratica ai fondi di Private Debt (AIFI), 2016

di cassa derivanti dalle attività operative o, più in generale, con le esigenze di sviluppo aziendale.

In questo contesto, l'intervento di un fondo può costituire una leva strategica per riequilibrare la struttura finanziaria, attraverso la sostituzione del debito a breve con strumenti di finanziamento a medio-lungo termine – come obbligazioni o debito convertibile – meglio allineati all'orizzonte temporale degli investimenti e alla traiettoria di crescita dell'impresa.

Partendo da queste premesse, è opportuno approfondire le principali differenze che caratterizzano questa modalità innovativa di erogazione del capitale rispetto ai canali creditizi convenzionali.

Una prima distinzione si manifesta nella struttura operativa, in quanto gli istituti bancari dispiegano la propria attività attraverso un'ampia rete di filiali e un consistente organico, mentre i fondi di debito privato si caratterizzano per una struttura più snella, spesso concentrata in un'unica sede con un numero limitato di professionisti.

Un'ulteriore differenziazione concerne la natura dei soggetti erogatori. Il credito bancario è tipicamente fornito da istituzioni finanziarie regolamentate, soggette a vincoli di vigilanza prudenziale e all'adozione di criteri standardizzati per la valutazione del merito creditizio. Inoltre, l'operatività del sistema bancario è influenzata dalle politiche monetarie, dalle normative europee e dai requisiti patrimoniali, elementi che possono circoscrivere la capacità di erogazione creditizia, specialmente in contesti di incertezza e instabilità sistemica.

Diversamente, il private debt è erogato da investitori istituzionali – quali fondi di investimento, compagnie assicurative o enti previdenziali – che godono di una maggiore autonomia nella strutturazione delle operazioni, adottando approcci più flessibili e orientati alla creazione di valore nel lungo termine. In tal senso, esso si configura come una fonte di capitale alternativa, in grado di soddisfare una domanda finanziaria non soddisfatta dai canali bancari, specialmente in contesti caratterizzati da una marcata disintermediazione.

Anche l'approccio analitico differisce in modo significativo. L'analisi condotta dai fondi si focalizza sul *business plan* dell'impresa target e sulla valutazione delle proiezioni economico-finanziarie dei flussi di cassa. Le banche, diversamente, pongono la propria attenzione sull'analisi storica dei risultati economici e sulle valutazioni di *rating* elaborate internamente o da enti terzi indipendenti.

Un ulteriore elemento di distinzione risiede nella configurazione degli strumenti finanziari impiegati. Mentre gli istituti bancari tendono a prediligere prestiti a breve o medio termine con tassi di interesse prevalentemente fissi o indicizzati e clausole contrattuali standardizzate, gli operatori di private debt possono offrire soluzioni finanziarie personalizzate, adattati alla strategia di sviluppo dell'impresa target. Ciò consente di calibrare in modo più efficace la struttura del debito rispetto ai flussi di cassa attesi, alla leva finanziaria desiderata e alla fase del ciclo di vita aziendale.

Infine, un ultimo elemento distintivo riguarda la gestione dei crediti deteriorati (*non performing loans*). Le banche dispongono di strutture interne dedicate al monitoraggio e alla gestione degli NPL, con l'obiettivo di contenere le perdite e, se necessario, cedere i crediti problematici. Al contrario, i fondi di private debt, non potendo attendere un eventuale recupero della qualità creditizia, adottano un approccio gestionale più dinamico, intervenendo attraverso la revisione delle clausole contrattuali (*covenants*), la cessione dei crediti a soggetti terzi oppure, in alcuni casi, la conversione del credito in capitale di rischio.

Per una visione d'insieme più immediata, la seguente tabella evidenzia in modo sistematico le caratteristiche distintive finora descritte:

Aspetto	Istituzioni finanziarie	Private Debt
Struttura del passivo	Prevalenza di debito a breve-medio termine, con possibili disallineamenti con flussi di cassa e strategie di crescita.	Offerta di strumenti a medio-lungo termine, con maggiore coerenza con l'orizzonte degli investimenti.

Struttura operativa	Ampia rete di filiali e numeroso organico.	Struttura snella e team ridotti.
Natura dei soggetti erogatori	Istituzioni finanziarie soggette a vigilanza prudenziale, politiche monetarie e normative europee.	Investitori istituzionali con maggiore autonomia operativa e approccio flessibile.
Finalità del finanziamento	Concessione di credito secondo criteri standard, spesso influenzati da vincoli sistemici	Creazione di valore nel lungo termine.
Approccio analitico	Basato sull'analisi storica dei risultati economico-finanziari e sui sistemi di rating.	Focus sul business plan, proiezioni future e flussi di cassa prospettici.
Strumenti finanziari impiegati	Prestiti con tassi fissi o indicizzati e clausole standard.	Soluzioni personalizzate, adattabili alle esigenze aziendali.
Gestione dei crediti deteriorati	Strutture interne dedicate agli NPL per il monitoraggio, contenimento perdite e cessione dei crediti.	Gestione dinamica: revisione dei covenants, cessione a terzi, o conversione del credito in equity.

Figura 2.4: Differenze tra debito bancario tradizionale e private debt
(elaborazione personale)

Per completezza espositiva, è opportuno sottolineare come sia prassi consolidata che le società ricorrano al supporto di fondi di private debt anche in presenza di debiti bancari. I bond e gli altri strumenti di finanziamento a medio-lungo termine, tipicamente utilizzati da tali fondi, si configurano infatti come strumenti complementari al credito

bancario. Essi contribuiscono a una più equilibrata diversificazione delle fonti di finanziamento e favoriscono l'ottimizzazione della struttura del capitale aziendale⁵².

Attraverso quanto descritto, emergono vantaggi e criticità che influenzano la scelta di imprese e investitori istituzionali nel ricorrere al mercato del debito privato. Richiamando quanto esposto all'interno del Paragrafo 1.4, si procederà ora ad approfondire gli svantaggi associati a tale finanziamento alternativo.

In primo luogo, i contratti sono spesso strutturati in modo da rispondere alle specifiche esigenze dell'impresa e del fondo finanziatore. Questa personalizzazione si traduce inevitabilmente in documentazioni più articolate, con la conseguente presenza di costi legali e contrattuali superiori rispetto a forme di finanziamento standardizzate.

A differenza del credito bancario, i fondi tendono a essere meno flessibili nel rivedere le condizioni contrattuali o ad adattare la struttura del debito durante periodi di difficoltà economica. Questa rigidità si manifesta nella minor propensione a concedere moratorie o modifiche ai piani di ammortamento.

Inoltre, è prassi comune includere nei contratti covenants che stabiliscono soglie minime di determinati indicatori finanziari, la cui violazione può innescare conseguenze rilevanti, rendendo la gestione del debito più delicata in periodi di stress finanziario.

Proseguendo nell'analisi delle caratteristiche distintive dei fondi di private debt, si osserva che questi presentano una durata predefinita, solitamente compresa tra i 10 e i 12 anni. Inoltre, in un'ottica di diversificazione e mitigazione del rischio, è prassi che ciascun investimento individuale rappresenti non più del 10-15% del valore complessivo del fondo⁵³.

Nel corso del suo ciclo di vita, si distinguono principalmente due fasi: *l'investment period*, che di solito si estende fino a un massimo di 4 anni, durante il quale vengono condotte analisi sull'ambiente competitivo e selezionate le aziende target a cui destinare le risorse finanziarie, e il *disinvestment period*, generalmente della durata di

⁵² **Fonte:** Guida pratica ai fondi di Private Debt (AIFI), 2016

⁵³ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

5 anni, in cui non sono previsti ulteriori finanziamenti. In questa fase, l'attenzione si concentra sul monitoraggio delle performance delle aziende finanziate, sulla gestione di eventuali problematiche emerse e sul conseguente rimborso del capitale e degli interessi.

Il fondo, dotato di *autonomia patrimoniale perfetta*⁵⁴, è solitamente gestito da una società di gestione del risparmio (SGR), di proprietà degli sponsor del fondo stesso. La SGR percepisce una commissione annuale di gestione, generalmente pari all'1%, e una commissione di performance, che varia in base alle plusvalenze generate⁵⁵.

In relazione agli elementi contrattuali caratteristici di un'operazione di finanziamento privato, tra i più rilevanti si annoverano: il mandato, mediante il quale il debitore conferisce al creditore l'incarico di organizzare e strutturare la transazione; il *term sheet*, che riassume in forma sintetica i principali termini e condizioni dell'operazione; e, infine, il contratto di finanziamento, documento centrale che disciplina in dettaglio le modalità di erogazione del capitale, di rimborso e le clausole accessorie.

Tale contratto, che verrà approfondito all'interno del Paragrafo 2.5, include informazioni relative al beneficiario del finanziamento, alla struttura del piano di rimborso, nonché a un insieme di clausole di controllo finalizzate a tutelare il creditore lungo l'intero arco temporale dell'operazione. Tra queste si distinguono:

- I covenant affermativi, che impongono al debitore determinati obblighi di comportamento, come l'utilizzo del finanziamento per finalità specifiche o la trasmissione periodica di documentazione informativa;
- I covenant negativi, che limitano alcune attività del debitore, quali l'assunzione di nuovo indebitamento, la distribuzione di utili o l'avvio di iniziative imprenditoriali non autorizzate;

⁵⁴ *Autonomia patrimoniale perfetta*: il patrimonio dei singoli soci non può essere chiamato in causa dai creditori per poter rispondere dei debiti contratti dalla società.

⁵⁵ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

- I covenant finanziari che impongono il rispetto di specifici indicatori economico-finanziari (come il rapporto *debt/EBITDA* o *l'interesse coverage ratio*). Tali parametri possono essere statici o variabili nel tempo, e la loro violazione può costituire un evento di default, conferendo al creditore il diritto di richiedere l'immediato rimborso del prestito.

Tuttavia, al fine di evitare l'attivazione automatica di tali clausole, è prassi includere periodi di tolleranza, soglie di materialità e margini di manovra che consentano una certa flessibilità gestionale.

Infine, il contratto di finanziamento disciplina il cosiddetto pacchetto di garanzie, volto a tutelare il creditore rispetto all'eventuale inadempimento del debitore. Questo insieme di tutele può articolarsi in due principali categorie: garanzie reali e garanzie personali.

Le garanzie reali che al creditore un diritto di prelazione su tali beni, permettendogli di rivalersi prioritariamente sul ricavato della loro eventuale liquidazione in caso di insolvenza, rispetto ad altri creditori chirografari.

Le garanzie personali, invece, si concretizzano nell'intervento di un soggetto terzo che si impegna ad adempiere all'obbligazione contrattuale qualora il debitore non sia in grado di onorarla.

Alla luce di quanto esposto, il private debt si configura come una valida alternativa al credito bancario, capace di offrire flessibilità strutturale, soluzioni su misura e supporto strategico alle imprese. Tuttavia, la maggiore complessità contrattuale e la rigidità di alcune clausole impongono una gestione consapevole del rapporto con il fondo, al fine di massimizzarne i benefici e limitarne i rischi.

2.4 Strategie d'investimento e strumenti operativi

L'analisi condotta finora ha introdotto il debito privato all'interno del contesto della finanza corporativa. A questo punto dell'indagine, si rende necessario esaminare le strategie di investimento adottate dagli operatori e le logiche allocative sottese alla costruzione dei portafogli.

L'inserimento di tale tematica in questa specifica fase del lavoro risponde a una precisa esigenza logico-analitica: solo una volta chiarito il ruolo del debito nel sistema finanziario e delineate le peculiarità del private debt rispetto alle forme di finanziamento tradizionali, è possibile approfondire con coerenza le decisioni operative che ne determinano l'efficacia in quanto asset class alternativa. In particolare, l'analisi si concentrerà sulla natura dei principali strumenti finanziari impiegati dai fondi di private debt, evidenziandone le caratteristiche essenziali in termini di grado di subordinazione, profilo di rendimento atteso e rischio associato.

A supporto dell'analisi, si propone una rappresentazione schematica della gerarchia del capitale all'interno dell'impresa, volta a illustrare l'ordine di priorità nel rimborso degli strumenti finanziari in caso di liquidazione dell'emittente.

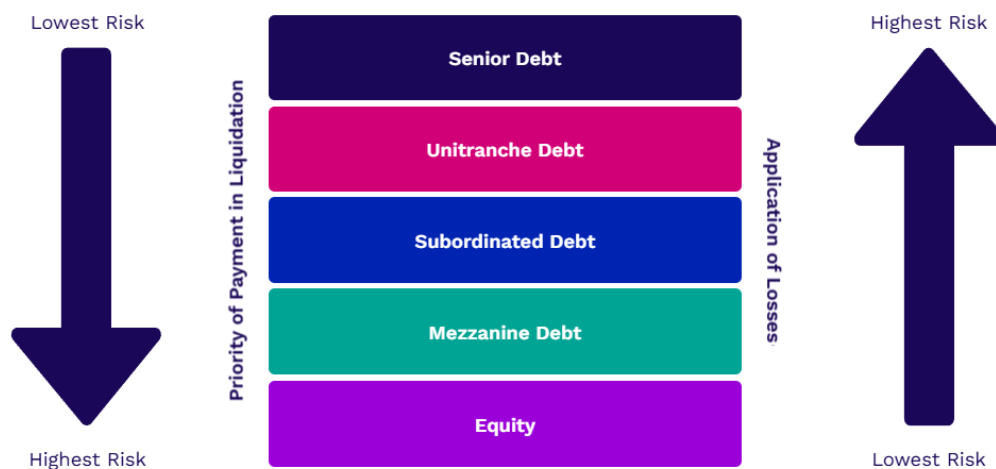


Figura 2.3: Struttura del capitale (Prequin)

La freccia posizionata a sinistra dell'immagine offre una rappresentazione sintetica ed efficace delle dinamiche di rischio e rendimento associate ai diversi strumenti finanziari, evidenziando la correlazione tra il grado di *seniority* e la priorità nella distribuzione dell'attivo in sede concorsuale. Essa mostra come, al crescere della *seniority*, diminuisca il rischio per l'investitore, in quanto tali strumenti godono di maggiore priorità nei rimborsi in caso di liquidazione.

Parallelamente, la freccia situata a destra sottolinea la logica di assorbimento delle perdite, che vengono imputate in primo luogo alle categorie più junior, caratterizzate da un più elevato profilo di rischio, per poi propagarsi progressivamente verso le classi più senior. Tale struttura riflette il principio secondo cui una maggiore esposizione al rischio è, in condizioni normali di operatività aziendale, compensata da un potenziale rendimento più elevato.

Nel dettaglio, le principali categorie di strumenti finanziari individuate sono descritte come segue:

- *Senior Debt*: rappresenta la forma di finanziamento con la massima priorità di rimborso. Tale categoria comprende, tipicamente, obbligazioni e prestiti bancari che, in caso di liquidazione, vengono soddisfatti prima di tutte le altre forme di debito e del capitale proprio. Il debito senior può essere garantito da specifici attivi aziendali (*secured debt*), attraverso la costituzione di garanzie reali, spesso con diritto di prelazione di primo grado (*first lien*), che ne rafforzano il profilo creditizio.
- *Unitranche Debt*: si configura come uno strumento finanziario ibrido che combina elementi del debito senior e subordinato. Consente di semplificare la struttura del passivo aziendale, in quanto consente a un unico finanziatore (o sindacato ristretto) di soddisfare l'intero fabbisogno di capitale dell'impresa. Questo tipo di finanziamento si caratterizza per l'elevata flessibilità contrattuale e per la rapidità di esecuzione
- *Subordinated or Junior Debt*: si colloca in posizione gerarchica inferiore rispetto al debito *senior*, venendo soddisfatto solo successivamente a quest'ultimo in caso di

procedura concorsuale. Nella maggior parte dei casi, tale debito non è assistito da garanzie reali o personali, circostanza che ne accresce il profilo di rischio e giustifica, di conseguenza, un rendimento atteso più elevato. Tra i principali strumenti di debito subordinato si annoverano le obbligazioni *high yield*, ovvero titoli quotati su mercati secondari e caratterizzati da un elevato livello di rischio, generalmente attestato da un rating pari o inferiore a BB+ secondo la classificazione di S&P⁵⁶.

- *Mezzanine Deb*: classificabile anch'esso come *junior debt*, rappresenta una forma intermedia tra debito subordinato ed equity, ed è frequentemente utilizzato in operazioni di *leveraged buyout* o di espansione aziendale. È solitamente strutturata attraverso una componente di debito subordinato con scadenza di medio-lungo termine (tipicamente intorno ai sette anni) e una componente *equity-linked*, come *warrant* o diritti di conversione in capitale, che conferisce al finanziatore la possibilità di partecipare agli utili futuri dell'impresa.
- *Equity*: costituisce la componente residuale della struttura del capitale. Le azioni rappresentano un diritto di proprietà sull'impresa e, in quanto tali, sono le ultime a essere rimborsate in caso di liquidazione, riflettendo il livello di rischio massimo per l'investitore. Tuttavia, proprio in virtù di tale subordinazione, il capitale proprio è anche la componente che, in condizioni di crescita e solidità aziendale, può beneficiare dei ritorni economici più elevati. È possibile distinguere, all'interno dell'*equity*, tra azioni ordinarie e azioni privilegiate, le quali, in alcuni ordinamenti, possono godere di una priorità nel pagamento dei dividendi o in sede di liquidazione, pur mantenendo una natura residuale rispetto al debito.

Sulla base delle caratteristiche illustrate, risulta evidente come i fondi di private debt adottino una gamma diversificata di strumenti operativi, accomunati dalla natura privata e non quotata dei finanziamenti, ma differenziati in funzione del profilo di rischio-rendimento e della struttura del capitale target.

• ⁵⁶ **Fonte:** Finanza aziendale 2. Teoria e pratica della finanza moderna, (J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi), Pearson, 11 maggio 2018.

Chiarite le principali modalità di finanziamento e alla luce della rappresentazione sintetica fornita nella Figura 1.6, l'analisi proseguirà con la classificazione delle principali strategie di intervento adottate dai fondi di private debt, articolate secondo le condizioni economico-finanziarie delle imprese beneficiarie, il contesto operativo e gli obiettivi di investimento perseguiti.

Il *Direct Lending* rappresenta una delle strategie più diffuse e consolidate all'interno del mercato del private debt. Si configura come un'attività di erogazione veloce e diretta di prestiti a imprese, principalmente di piccole e medie dimensioni, da parte di fondi specializzati.

I prestiti erogati attraverso operazioni di direct lending sono generalmente strutturati come debito senior o subordinato, a seconda della strategia perseguita dal fondo. Tali strumenti si distinguono per un'elevata personalizzazione contrattuale, la presenza di covenant meno stringenti rispetto a quelli tipici dagli istituti bancari, e una scadenza di medio-lungo termine, solitamente compresa tra i 3 e i 7 anni.

Il *Distressed Debt* è una strategia di investimento mirata sull'acquisizione di debito di aziende in difficoltà finanziaria, prossime all'avvio di procedure concorsuali o di ristrutturazione. Le società target presentano solitamente elevati livelli di indebitamento, carenze di liquidità e segnali di deterioramento operativo, tali da compromettere la continuità aziendale.

Il debito emesso si colloca prevalentemente in posizioni senior all'interno della struttura del capitale. Tale scelta riflette un approccio volto a massimizzare le probabilità di recupero del capitale investito, beneficiando della priorità di rimborso rispetto a strumenti subordinati. Tuttavia, il profilo di rischio percepito resta elevato, e si riflette in una profonda svalutazione sul mercato secondario, consentendo agli investitori di acquistare tali titoli a prezzi fortemente scontati rispetto al valore nominale.

Inoltre, i fondi specializzati in distressed debt possono assumere un ruolo attivo nel processo di ristrutturazione aziendale. Ciò può avvenire attraverso l'acquisizione di partecipazioni azionarie derivanti dalla conversione del debito in capitale o tramite un coinvolgimento diretto nella governance e nelle strategie di rilancio aziendale.

Il *Mezzanine Debt* come anticipato, costituisce una forma di finanziamento ibrida che si colloca, in termini di priorità nella struttura del capitale, tra il debito senior e il capitale proprio. I fondi specializzati in questa strategia erogano esclusivamente strumenti mezzanini, indirizzati in particolare a imprese che, pur non disponendo di garanzie sufficienti per accedere al credito senior, presentano solidi fondamentali economici e prospettive di crescita sostenibile. Dunque, rispetto ad altre forme di debito, il mezzanino presenta una minore protezione in termini di garanzie, comportando un profilo di rischio più elevato che si traduce, coerentemente, in un rendimento atteso superiore.

Dal punto di vista strutturale, tale strumento è composto da una componente di debito subordinato e da un cosiddetto *equity kicker*, ovvero una componente accessoria che consente agli investitori di beneficiare attuare meccanismi di conversione del credito in capitale azionario. Questa configurazione permette agli investitori di partecipare agli eventuali *upside* dell'azienda, pur mantenendo formalmente una posizione creditoria. Pertanto, offre all'impresa un'alternativa di finanziamento meno diluitiva rispetto all'*equity* puro, rivelandosi particolarmente efficace in contesti di *buyout* o di espansione.

Con riferimento al pagamento degli interessi, questi possono essere corrisposti sotto forma di *cash interest* — ossia versati periodicamente per cassa a scadenze infra-annuali — oppure tramite modalità *pay in kind* (PIK), mediante la quale gli interessi maturati vengono contabilizzati a conto economico incrementando il valore nominale del debito e corrisposti unitamente alla quota capitale alla scadenza. Tra gli strumenti riconducibili alla categoria del *mezzanine debt* si annoverano le *obbligazioni convertibili* e le *obbligazioni cum warrant*, che saranno oggetto di approfondimento nei paragrafi successivi.

Infine, i finanziamenti riconducibili alle *special situations* si distinguono per il fatto di non essere necessariamente legati ai fondamentali economico-finanziari dell'impresa target, bensì a circostanze straordinarie che possono alterarne significativamente il valore. I fondi specializzati in *special situations* si concentrano su aziende coinvolte in eventi specifici, quali fusioni, acquisizioni, scissioni o offerte pubbliche di acquisto, che possono generare opportunità di rivalutazione.

Tali operazioni possono prevedere l'impiego sia di strumenti di debito che di partecipazioni azionarie, a seconda della struttura dell'operazione e degli obiettivi strategici perseguiti dal fondo.

A completamento dell'analisi, si propone di seguito una rappresentazione grafica volta a illustrare il profilo rischio/rendimento associato alle descritte strategie di investimento nel private debt.

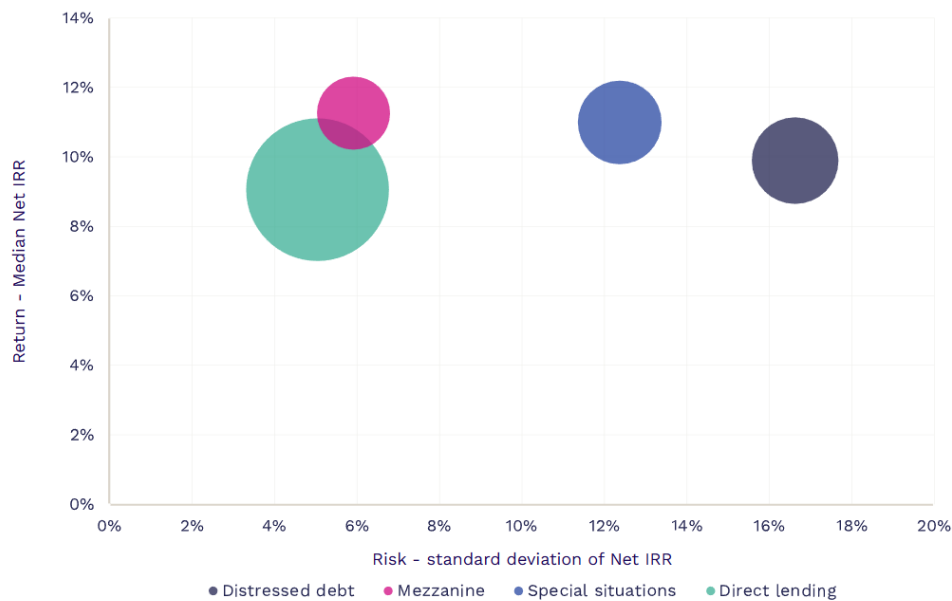


Figura 2.4: Rischio/Rendimento per tipologia di Fondo (Preqin)

Il grafico consente di visualizzare come ciascuna strategia di private debt si posizioni lungo un continuum rischio/rendimento, in coerenza con le specificità operative e strutturali che la contraddistinguono. Le strategie a maggiore componente speculativa, come il distressed debt, si caratterizzano per un profilo di rischio elevato, compensato da un potenziale di rendimento altrettanto significativo. Tali approcci richiedono una gestione attiva e competenze specialistiche, soprattutto in ambito di ristrutturazione aziendale e recupero del valore.

Di contro, strategie più consolidate come il direct lending si contraddistinguono per una volatilità contenuta e una maggiore prevedibilità dei flussi di cassa, a fronte di rendimenti tendenzialmente inferiori. Ciò le rende particolarmente idonee per investitori con un profilo di rischio più conservativo, interessati a una esposizione al private debt più stabile e orientata alla preservazione del capitale.

Alla luce delle differenti strategie di investimento analizzate, risulta ora opportuno approfondire la natura degli strumenti operativi attraverso cui i fondi di private debt realizzano concretamente le proprie allocazioni. Tali strumenti, che possono assumere forma sia cartolare (obbligazioni) sia non cartolare (finanziamenti), rappresentano il veicolo tecnico attraverso cui si declinano le scelte di rischio/rendimento tipiche di ciascun approccio, riflettendo al contempo le esigenze contrattuali e strutturali delle imprese target:

- *Finanziamenti/obbligazioni ordinarie:* Rappresentano la modalità più tradizionale di intervento dei fondi di private debt, mediante la concessione di capitale alle imprese attraverso contratti di finanziamento privato o l'emissione di titoli di debito non quotati. Le obbligazioni possono essere emesse, ai sensi dell'art. 2412 del Codice civile, per un ammontare non superiore al doppio della somma del capitale sociale, della riserva legale e delle altre riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite non trova applicazione qualora le obbligazioni siano destinate alla quotazione su mercati regolamentati o, per la parte eccedente, nel caso in cui siano sottoscritte esclusivamente da investitori professionali⁵⁷.
- *Finanziamenti/obbligazioni subordinate:* impiegati nell'ambito di strategie mezzanine o distressed, questi strumenti si collocano in una posizione subordinata all'interno della gerarchia dei rimborsi aziendali. La subordinazione può riguardare tanto il rimborso del capitale quanto il pagamento degli interessi, a seconda della struttura contrattuale specifica.

⁵⁷ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

- *Finanziamenti/obbligazioni convertibili*: disciplinate dall'art. 2420-bis del Codice civile, conferiscono al sottoscrittore il diritto di convertire, a determinate condizioni e secondo modalità predefinite, il proprio credito in partecipazioni azionarie della società emittente. L'emissione di tali obbligazioni è subordinata a una delibera dell'assemblea straordinaria, la quale stabilisce il rapporto di conversione, il periodo temporale entro cui l'opzione può essere esercitata e le relative modalità operative.
- *Obbligazioni cum warrant*: si tratta di titoli obbligazionari ai quali è abbinato un warrant, ovvero uno strumento finanziario che attribuisce al sottoscrittore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare azioni della società emittente a un prezzo predeterminato ed entro una data specifica.
- *Obbligazioni high yield*: pur configurandosi formalmente come strumenti cartolari, si caratterizzano per un'elevata percezione di rischio da parte del mercato. Tali titoli presentano un maggiore rischio di default rispetto alle obbligazioni tradizionali, ma offrono in compenso rendimenti più elevati, al fine di remunerare adeguatamente il rischio assunto dall'investitore. Sono frequentemente impiegati nell'ambito di strategie di private debt focalizzate su imprese con elevato potenziale di crescita, ma caratterizzate da fondamentali finanziari deboli o instabili.

In conclusione, il private debt si configura come un insieme articolato di strumenti operativi, influenzati dalla posizione nella gerarchia del capitale e dalle strategie d'investimento. Questa varietà sottolinea la complessità di questa asset class, che richiede un'analisi approfondita per coglierne appieno le potenzialità e i rischi.

2.5 I minibond

A seguito della disamina dei diversi strumenti operativi adottati dai fondi di private debt, condotta nel paragrafo precedente, si ritiene opportuno approfondire una specifica tipologia di strumento finanziario che ha acquisito crescente rilevanza nel panorama italiano: i minibond.

Pertanto, il presente paragrafo si propone di esaminare in modo approfondito le caratteristiche distintive, il relativo quadro normativo e il ruolo che essi ricoprono nelle strategie di finanziamento aziendale, in continuità con le tipologie di strumenti di private debt già analizzate.

Introdotti con l'obiettivo di agevolare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali, i minibond rappresentano una declinazione significativa del private debt. Per definizione, si tratta di obbligazioni – o, nel caso delle società a responsabilità limitata, titoli di debito – che le imprese non quotate possono emettere per raccogliere capitale sul mercato. Tali strumenti consentono di beneficiare di vantaggi amministrativi e fiscali analoghi a quelli riservati alle società quotate, configurandosi come un'opportunità strategica per la diversificazione delle fonti di finanziamento⁵⁸.

I minibond si inseriscono in un contesto caratterizzato dal protrarsi della crisi finanziaria e della stretta creditizia, che ha determinato una significativa carenza di liquidità nel mercato italiano, con ripercussioni negative per le imprese⁵⁹. Tali condizioni hanno contribuito al peggioramento dei rating aziendali, generando a loro volta una contrazione dell'offerta di credito da parte delle banche e un conseguente irrigidimento delle condizioni di accesso al finanziamento tradizionale⁶⁰.

⁵⁸ I minibond. Camera di commercio di Mantova.

<https://www.mn.camcom.gov.it/files/PromozioneFinanziamenti/1.minibond.pdf>

⁵⁹ I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds. Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale. Gennaio 2014.

⁶⁰ I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio. Giancarlo Forestieri, Università Bocconi

Alla luce di questi presupposti, le recenti riforme in materia di emissione dei minibond hanno perseguito l'obiettivo di agevolare il ricorso a strumenti di debito alternativi da parte delle PMI. Gli interventi normativi, che hanno interessato sia l'ambito civilistico sia quello fiscale, sono rappresentati principalmente da⁶¹:

- articolo 32 del Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 (in seguito, il “*Decreto Sviluppo*”), come successivamente modificato in sede di conversione (Legge 7 agosto 2012, n. 134);
- articolo 36, comma 3, del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (in seguito, il “*Decreto Sviluppo Bis*” e assieme al Decreto Sviluppo i “*Decreti Sviluppo*”⁶²), come successivamente modificato in sede di conversione (Legge 17 dicembre 2012, n. 221), che ha apportato alcune modifiche all'articolo 32 del Decreto Sviluppo;
- articolo 12 del Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 (in seguito, il “*Decreto Destinazione Italia*”), che ha modificato, inter alia, la Legge 30 aprile 1999, n. 130, l'articolo 46 del Testo Unico Bancario (T.U.B.) e l'articolo 32 del Decreto Sviluppo Bis.

In primo luogo, è stata modificata e integrata la disciplina relativa alle cambiali finanziarie, con l'intento di rendere questo strumento maggiormente attrattivo per le imprese, specialmente in un'ottica di finanziamento a breve e medio termine. Parallelamente, è stata introdotta una disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni e titoli simili da parte di società non quotate, incluse le PMI.

Un ulteriore intervento ha riguardato la modifica del quinto comma dell'art. 2412 del Codice Civile, che regola i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni, con l'obiettivo di rendere la normativa più flessibile e funzionale alle esigenze delle imprese di dimensioni minori.

⁶¹ I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds. Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale. Gennaio 2014.

⁶² Si specifica che rimangono escluse dalla portata dei due Decreti Sviluppo le banche e le microimprese.

In particolare, nella formulazione precedente le emissioni erano consentite solo per una somma complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato. Tali limiti erano derogati per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati e non potevano emettere prestiti obbligazionari in misura eccedente i limiti legali tutte le società "private"⁶³.

I Decreti Sviluppo sono intervenuti in merito estendendo la possibilità di derogare a tali limiti anche alle società non quotate, a condizione che le obbligazioni siano destinate alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione⁶⁴.

La deroga si applica inoltre alle obbligazioni che conferiscono ai sottoscrittori il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni, come nel caso dei titoli convertibili.

Un ulteriore elemento di rilievo riguarda la piena deducibilità degli interessi passivi corrisposti sui minibond da parte delle società non quotate. Tale beneficio fiscale è riconosciuto a condizione che i titoli siano quotati e detenuti da investitori qualificati che non possiedano, né direttamente né indirettamente, oltre il 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente.

Definita sinteticamente la normativa di riferimento, si procederà di seguito con l'elencare i vantaggi associati all'emissione di tali minibond⁶⁵:

- diversificazione delle fonti di raccolta del capitale, che permette di frazionare il rischio e di ridurre la dipendenza dal canale bancario;
- stabilità del prestito, in quanto durata e rimborsi sono preventivamente concordati prima del collocamento e non sono modificabili a discrezione dell'investitore.

⁶³ I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds. Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale. Gennaio 2014.

⁶⁴ Tale processo di quotazione è disciplinato dal *Regolamento ExtraMOT*, il quale impone di rendere disponibile un documento di ammissione.

⁶⁵ I minibond. Camera di commercio di Mantova.

- assenza di segnalazioni in *Centrale Rischi* (CR), dove sono registrate tutte le esposizioni contratte da privati o imprese verso le banche e gli altri intermediari finanziari. Di fatto, la valutazione del merito di credito delle imprese si basa, in parte, anche sulle evidenze estrapolabili dalla C.R.;
- quotazione semplificata nell'apposito segmento di mercato creato da Borsa Italiana (*ExtraMOT Pro³*) riservato alla negoziazione dei minibond a cui possono accedere solo investitori qualificati.

Per quanto attiene al processo di emissione dei minibond, il percorso ha inizio con l'intervento di un *advisor*, che supporta l'impresa emittente nel coordinamento delle attività propedeutiche. Compito cruciale dell'*advisor* è la verifica preliminare della sussistenza dei requisiti normativi minimi per l'emissione e, parallelamente, la valutazione della capacità prospettica dell'azienda di generare flussi di cassa sufficienti a onorare il debito contratto (due diligence finanziaria). L'*advisor* assiste inoltre nella strutturazione iniziale dell'operazione, collaborando spesso con consulenti legali e fiscali per la definizione del regolamento del prestito e la certificazione del bilancio, ove richiesta.

Una volta predisposta la documentazione essenziale e il business plan dell'operazione, subentra la figura dell'*arranger* (tipicamente una banca d'affari o un intermediario finanziario specializzato). L'*arranger*, interfacciandosi con l'*advisor* e l'emittente, riesamina la sostenibilità finanziaria del piano e procede con la strutturazione tecnica del prestito obbligazionario, definendone gli elementi cardine quali l'ammontare, la durata, il tasso d'interesse e il piano di rimborso.

Può seguire l'intervento di un'*agenzia di rating*, il cui ruolo è quello di quantificare il profilo di rischio dell'emittente e di fornire ai potenziali investitori informazioni sull'impresa, sulle sue esigenze finanziarie, sull'evoluzione del suo business.

La fase successiva è la ricerca degli *investitori* (collocamento). Questa può essere condotta autonomamente dall'emittente oppure, più comunemente, affidata all'*arranger*, che può contare su una consolidata rete di investitori qualificati. Si specifica che, con la

recente revisione del Regolamento sul *crowdfunding*, la Consob ha esteso la possibilità di collocare i minibond anche sui portali di equity crowdfunding⁶⁶.

Infine, per favorire la negoziabilità e la liquidità dei titoli, le società emittenti possono optare per la loro quotazione sul segmento *ExtraMOT PRO*³ di Borsa Italiana. Questo mercato è specificatamente dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito emessi dalle società di capitale e si caratterizza per costi limitati e procedure semplificate agevolando l'accesso al mercato dei capitali anche ad aziende tradizionalmente meno propense all'utilizzo di questo canale di finanziamento.

A tal proposito, si specifica che i minibond si suddividono in una pluralità di tipologie⁶⁷:

- *Basket bond*: consistono in operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l'acquisto di obbligazioni o titoli simili da parte di una società veicolo di cartolarizzazione (SPV). In tal modo, gli investitori finali acquistano titoli cartolarizzati da un 'paniere' diversificato, che riesce a raggiungere una massa critica consistente⁶⁸;
- *Infrastructure bond*: obbligazioni emesse per finanziare infrastrutture e opere di pubblica utilità, come reti di trasporto, energia e servizi idrici;
- *Social bond*: titoli obbligazionari destinati a sostenere iniziative a carattere sociale, in particolare progetti promossi da enti no profit o finalizzati all'inclusione sociale;
- *Green bond*: strumenti finanziari finalizzati al finanziamento di progetti con impatti ambientali positivi, come energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione sostenibile delle risorse naturali e tutela dell'ambiente.

⁶⁶ I minibond. Camera di commercio di Mantova.

⁶⁷ Che cosa sono i minibond? Finlombarda, finanziamento e sviluppo. 08/05/2025.

<https://www.finlombarda.it/news/news/13/che-cosa-sono-i-minibond#:~:text=Si%20tratta%20di%20strumenti%20obbligazionari,senza%20ricorrere%20al%20credito%20bancario.>

⁶⁸ 7° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia. Politecnico di Milano, Camera di Commercio di Milano, Unioncamere, Innexa. Novembre 2024.

A completamento dell'analisi sinora condotta, il grafico seguente illustra i dati relativi alle emissioni di minibond da parte delle PMI in Italia:

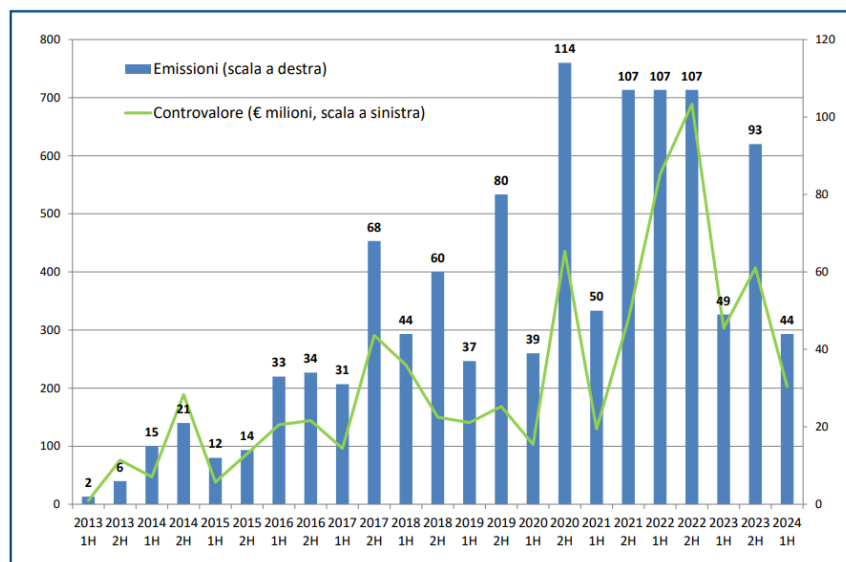


Figura 2.5: I minibond emessi da PMI in Italia (Politecnico di Milano)

Secondo i dati rilevati dall'*Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano*, al 30 giugno 2024 risultano censite 1.834 emissioni di minibond da parte di società non finanziarie, ciascuna di importo inferiore ai € 50 mln, per un controvalore complessivo pari a € 11,44 mld.

Concentrando l'analisi sulle piccole e medie imprese, si contano 1.167 operazioni, per un totale di €4,97 mld raccolti, con un valore medio per singola emissione di circa €4,26 mln. Questo dato riflette il ruolo crescente del mercato dei minibond come canale di finanziamento per imprese che, storicamente, hanno avuto un accesso più limitato al mercato dei capitali⁶⁹.

⁶⁹ 7° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia. Politecnico di Milano, Camera di Commercio di Milano, Unioncamere, Innexa. Novembre 2024.

L'evoluzione dei tassi d'interesse, in particolare l'incremento osservato a partire dal 2022, ha avuto un impatto significativo sull'andamento delle emissioni. Nel 2023 si è registrata una contrazione del mercato, con 142 nuove emissioni e una raccolta complessiva di €710,04 mln, in calo del 43% rispetto al 2022. Va evidenziato che 93 di queste emissioni, pari a €406,95 mln, sono avvenute nel secondo semestre, segnalando una parziale ripresa nella seconda metà dell'anno⁷⁰.

Nel complesso, tali evidenze confermano la crescente importanza dei minibond come strumento di finanza alternativa nel contesto italiano, in particolare per le PMI, che trovano in questo strumento un canale complementare al credito bancario tradizionale, utile per sostenere investimenti, crescita e processi di internazionalizzazione, pur in un contesto macroeconomico caratterizzato da maggiore incertezza e onerosità del capitale.

⁷⁰ 7° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia. Politecnico di Milano, Camera di Commercio di Milano, Unioncamere, Innexa. Novembre 2024.

2.6 Strutturazione di un finanziamento privato

Un'operazione di private debt implica l'erogazione di capitale di debito da parte di investitori istituzionali o soggetti privati, con la gestione affidata a fondi specializzati. L'obiettivo primario è il finanziamento di piani di crescita aziendale, ristrutturazioni o operazioni di finanza straordinaria. In tale contesto, risulta fondamentale individuare un punto di equilibrio tra la protezione degli interessi del creditore e la preservazione della flessibilità gestionale del debitore.

Questo bilanciamento viene perseguito attraverso una strutturazione puntuale e personalizzata delle condizioni contrattuali e finanziarie, che comprende l'analisi della capacità di indebitamento sostenibile dell'impresa, la valutazione prospettica dei flussi di cassa futuri e l'introduzione di covenant finanziari, volti a monitorare e regolare il comportamento del debitore lungo l'intero orizzonte temporale del finanziamento.

La fase preliminare del processo di strutturazione di un'operazione di private debt prevede la definizione delle caratteristiche tecniche del finanziamento, tra cui riveste un'importanza cruciale la determinazione dell'ammontare del prestito. Tale importo viene stabilito attraverso un confronto tra le esigenze prospettiche di liquidità del debitore e la disponibilità massima del creditore, quest'ultima definita in funzione della capacità dell'impresa di sostenere il debito contratto.

In particolare, la capacità di indebitamento viene generalmente stimata sulla base della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito entro un orizzonte temporale prefissato. Questo approccio si fonda su una proiezione prudentiale della redditività futura e consente di valutare la sostenibilità finanziaria del piano di rimborso. Una metodologia alternativa o complementare consiste nella determinazione della *debt capacity* su base patrimoniale, attraverso il calcolo del valore netto di realizzo di un portafoglio di asset, considerati eleggibili in funzione di criteri predefiniti. Si procede con un monitoraggio continuo al fine di assicurarsi che il finanziamento resti allineato al valore effettivamente disponibile a garanzia.

Altri fattori rilevanti nella strutturazione del finanziamento sono la valuta e la durata del prestito. La valuta del finanziamento dipende generalmente dalla natura del fabbisogno finanziario dell'impresa, tuttavia, in molti casi, il debitore decide di raccogliere risorse in diverse valute. Tale scelta può perseguire l'obiettivo di ampliare la gamma delle fonti di finanziamento disponibili o di ottenere un vantaggio economico, derivante da differenze nei tassi di interesse applicati nelle diverse giurisdizioni.

La durata del finanziamento, invece, è solitamente il risultato di un'interazione tra diversi fattori, quali la proiezione dei flussi di cassa futuri dell'impresa, le preferenze del finanziatore, le esigenze specifiche del debitore e il profilo di debito esistente. Tuttavia, si fa spesso riferimento al principio del "*tenor matching*", secondo il quale i fabbisogni a lungo termine dovrebbero essere finanziati con fonti di debito a lungo termine, mentre i fabbisogni a breve termine devono essere coperti con finanziamenti a breve termine⁷¹. Questo approccio assicura una coerenza tra la scadenza delle obbligazioni e la durata dei flussi di cassa generati dall'impresa, minimizzando il rischio di *mismatch* tra le scadenze e le risorse disponibili.

Il piano di rimborso costituisce il programma attraverso il quale il debito viene progressivamente estinto secondo modalità predefinite. Esso può prevedere il rimborso in un'unica soluzione alla scadenza (c.d. *bullet repayment*) oppure seguire un piano di ammortamento (*amortizing*), con restituzioni periodiche del capitale secondo una cadenza stabilita contrattualmente.

Per aumentare la flessibilità dello strumento finanziario e adattarlo alle esigenze del debitore, è possibile ricorrere a diverse clausole accessorie. Tra queste, si segnala la possibilità di inserire un *grace period*, ovvero un periodo iniziale durante il quale è previsto il pagamento dei soli interessi, posticipando l'avvio del rimborso del capitale. Tale meccanismo consente all'impresa di alleggerire il carico finanziario nella fase iniziale dell'investimento o della ristrutturazione. Un'ulteriore opzione frequentemente adottata è il *cash sweep*, un meccanismo secondo cui le eccedenze di cassa disponibili o devono essere obbligatoriamente destinate al rimborso anticipato del capitale residuo. Questo strumento è volto a garantire una più rapida riduzione dell'esposizione debitoria,

⁷¹ **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

soprattutto nei casi in cui i risultati economici dell'impresa superino le previsioni iniziali.

Le *warranties and representations* costituiscono un insieme di dichiarazioni formali, fornite dal debitore, che rivestono un ruolo fondamentale nella valutazione del merito creditizio e della solidità complessiva del business. Queste dichiarazioni, incluse nella documentazione contrattuale, hanno la funzione di attestare la veridicità e la correttezza di una serie di informazioni rilevanti ai fini della concessione del finanziamento.

Tra i contenuti figurano l'indicazione della forma giuridica della società e la sua regolare costituzione, l'assenza di procedure concorsuali o situazioni pregiudizievoli in corso, la veridicità dei bilanci presentati, nonché l'inesistenza di vincoli o contenziosi relativi alle garanzie offerte. Inoltre, viene attestata la validità del business plan, l'eventuale presenza di piani pensionistici e il possesso effettivo dei diritti di proprietà intellettuale dichiarati.

Un ulteriore aspetto cruciale nella strutturazione di un'operazione di private debt riguarda la definizione delle garanzie a supporto del finanziamento, frequentemente costituite da ipoteche o altri diritti reali di garanzia. Tali garanzie assumono un ruolo fondamentale nel mitigare il rischio di credito e nel rafforzare la posizione del finanziatore, rappresentando una possibile fonte di rimborso alternativa nel caso in cui il debitore non sia in grado di adempiere alle proprie obbligazioni.

Affinché la garanzia possa effettivamente assolvere a questa funzione, è necessario che il bene sottostante sia agevolmente liquidabile e che ne sia possibile una valutazione attendibile del valore di realizzo in caso di escussione. La scelta dell'attività da vincolare in garanzia dipende da una serie di variabili, tra cui il valore attuale del bene, la stima del suo valore futuro in caso di liquidazione, l'affidabilità di tale previsione e il grado di liquidità associato al bene stesso.

Le garanzie possono essere classificate in base alla natura dell'asset sottostante: si distinguono, infatti, garanzie su beni materiali (come magazzino, impianti, attrezzature o immobili), su beni immateriali (inclusi diritti di proprietà intellettuale, concessioni, contratti, titoli non quotati o altri attivi intangibili) e su attività finanziarie (come

disponibilità liquide, conti correnti, crediti commerciali). Mentre i primi due gruppi comprendono elementi generalmente caratterizzati da bassa liquidabilità, le attività finanziarie risultano invece più facilmente valorizzabili e monetizzabili, offrendo un grado di protezione maggiore per il creditore in caso di default del debitore.

I covenant, anticipati all'interno dell'Paragrafo 2.3, stabiliscono un insieme di obblighi e standard minimi di condotta per il debitore, con l'obiettivo di ridurre il rischio di inadempimento del rimborso del prestito. Inoltre, sono progettati per monitorare costantemente le performance aziendali, permettendo di identificare tempestivamente eventuali segnali di deterioramento e facilitando interventi correttivi prima che il rischio diventi critico.

Tali clausole permettono al finanziatore di richiedere la restituzione immediata delle somme non ancora saldate qualora i limiti concordati vengano violati dall'impresa. Sebbene il creditore tenda a fissare vincoli rigorosi e a ottenere informazioni dettagliate per garantire il recupero del credito, il debitore necessita di un grado di autonomia gestionale per affrontare le sfide aziendali. L'obiettivo è quindi raggiungere un equilibrio tra vincoli sufficientemente stringenti per il creditore e la flessibilità necessaria per il debitore, tenendo conto della solidità della controparte, del livello di leva finanziaria, delle garanzie offerte e del profilo di rischio del business.

In linea generale, quando il rimborso del debito si basa prevalentemente sui flussi di cassa generati dall'impresa, i covenant sono strutturati per limitarne l'utilizzo e prevenire l'assunzione di nuovo debito, così da garantire che le risorse disponibili siano prioritariamente destinate al servizio del finanziamento in essere. Al contrario, qualora la restituzione del prestito sia fondata sul valore degli asset aziendali, le garanzie contrattuali impongono vincoli sul mantenimento degli stessi, richiedendo che l'impresa ne detenga il titolo legale, li mantenga in buono stato, li assicuri e non li alieni senza autorizzazione del creditore⁷².

Il *mandatory prepayment* rappresenta un elemento contrattuale che obbliga il debitore al rimborso anticipato del finanziamento al verificarsi di specifici eventi prestabiliti. Tali

⁷² **Fonte:** Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea

circostanze comprendono, tra le principali, operazioni straordinarie come un'offerta pubblica di acquisto, la quotazione in borsa, la vendita di asset rilevanti, oppure un cambiamento significativo nella proprietà o nel controllo societario.

Parallelamente, vengono disciplinati gli *eventi di default*, ovvero le condizioni che, una volta verificate, attribuiscono al creditore il diritto di interrompere immediatamente l'erogazione e di richiedere la restituzione integrale del capitale residuo. Rientrano tra questi il mancato pagamento di interessi o capitale, l'inesattezza delle dichiarazioni e garanzie fornite, la violazione dei covenant, l'avvio di una procedura di liquidazione, la perdita o deterioramento dei beni posti a garanzia.

È pertanto fondamentale che l'impresa beneficiaria valuti con attenzione tali condizioni in sede di negoziazione contrattuale, poiché il rispetto di questi obblighi è determinante per la validità e sostenibilità dell'intera operazione di finanziamento privato.

A completamento del paragrafo, si propone di seguito una mappa concettuale riepilogativa che sintetizza i principali elementi della strutturazione di un'operazione di private debt:

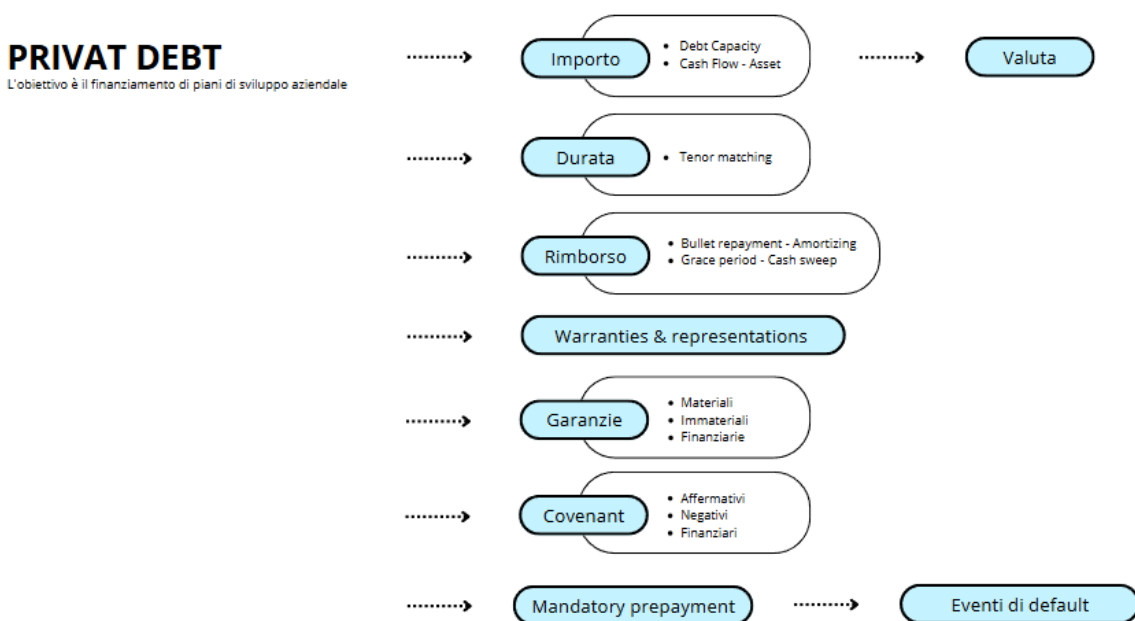


Figura 2.6: Strutturazione di un deal (elaborazione personale)

2.7 Analisi del panorama nazionale

Nel contesto di uno scenario finanziario globale sempre più orientato verso la ricerca di fonti di capitale alternative, il private debt si configura in Italia come una leva strategica in rapida espansione, sia per le imprese sia per gli investitori. Superando la tradizionale dipendenza dal credito bancario, il mercato del debito privato ha registrato una crescita significativa, favorita non solo dai risultati concreti conseguiti, ma anche dall'affermazione di operatori specializzati, che hanno contribuito a trasformare questo segmento da realtà marginale a soluzione finanziaria riconosciuta.

Il presente paragrafo si propone di offrire un'analisi approfondita del panorama italiano del private debt, concentrandosi sul profilo delle imprese beneficiarie dei finanziamenti, nonché sugli aspetti geografici, settoriali e tecnici che ne delineano le principali dinamiche operative. Attraverso l'impiego di dati aggiornati e confronti comparativi, si intende approfondire temi precedentemente trattati, evidenziando i principali fattori che influenzano lo sviluppo del mercato.

Particolare attenzione sarà riservata al ruolo delle piccole e medie imprese, autentico motore del tessuto produttivo nazionale, e al contributo potenziale del private debt nel colmare il gap di finanziamento che ancora caratterizza questa componente fondamentale dell'economia italiana.

Negli ultimi anni, il crescente apporto di mezzi propri ha modificato la struttura economica delle imprese italiane e nel 2023 la leva finanziaria è diminuita al 34 per cento. Ciò è dovuto anche all'introduzione, nel 2011, dell'Aiuto alla Crescita Economica (ACE), un incentivo fiscale che consentiva la deducibilità dal reddito imponibile del rendimento figurativo degli apporti di nuovo capitale proprio e degli utili reinvestiti. L'utilizzo dell'ACE, pur eterogeneo tra settori e classi dimensionali, ha generato un risparmio fiscale particolarmente significativo per le imprese operanti nella manifattura e nei servizi, risultando relativamente più rilevante per le piccole imprese⁷³.

⁷³ **Fonte:** Relazione annuale, (Banca d'Italia), Roma, 31 maggio 2024

L’abolizione dell’ACE con il decreto legislativo 216/2023, senza la contestuale introduzione di nuove misure a sostegno della patrimonializzazione, ha tuttavia accentuato il vantaggio fiscale del debito rispetto al capitale di rischio.

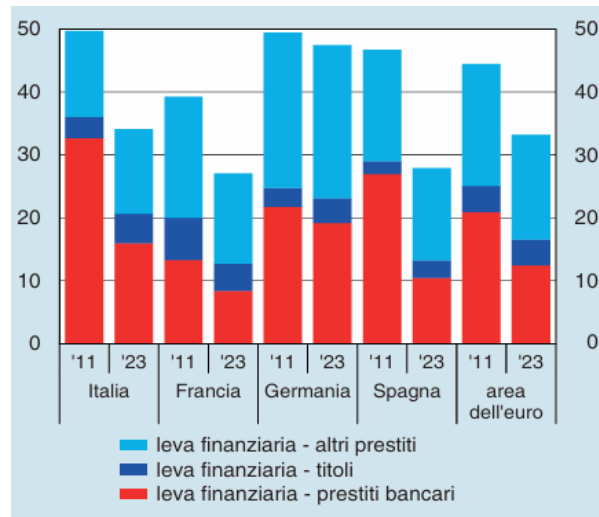


Figura 2.7: Evoluzione congiunta della leva e della composizione dei debiti finanziari (Banca d'Italia)

La rappresentazione grafica sopra riportata evidenzia, per il periodo 2011-2023, una progressiva riduzione dell'impiego della leva finanziaria. Contestualmente, i preponderanti finanziamenti erogati da banche e società finanziarie alle imprese hanno registrato una contrazione del 3,8 %, indicando una crescente selettività da parte degli intermediari nelle politiche di concessione del credito. L'inasprimento delle condizioni di accesso ai finanziamenti ha inciso in misura particolarmente rilevante sulle imprese di minori dimensioni, come rilevato dall'indagine della Banca Centrale Europea sull'accesso al credito da parte delle imprese. Quest'ultima evidenza infatti come, in tutti i principali paesi dell'area dell'euro, sia aumentata la quota di aziende con meno di 50 addetti che hanno dichiarato di non aver ottenuto i prestiti richiesti⁷⁴.

⁷⁴ **Fonte:** Relazione annuale, (Banca d'Italia), Roma, 31 maggio 2024

Parallelamente, gli schemi di garanzia pubblica continuano a svolgere un ruolo cruciale nel facilitare l'erogazione del credito. In particolare, la legge di bilancio per il 2024 ha istituito il programma “Garanzia Archimede” — attivo fino al 31 dicembre 2029 — con l'obiettivo di supportare la transizione energetica e digitale delle grandi imprese.

Gestito da SACE e offerto a condizioni di mercato, tale intervento si inserisce nelle strategie di potenziamento del sistema produttivo attraverso meccanismi di supporto indiretto al finanziamento, contribuendo a mitigare il rischio percepito dagli intermediari e a stimolare gli investimenti in settori strategici.

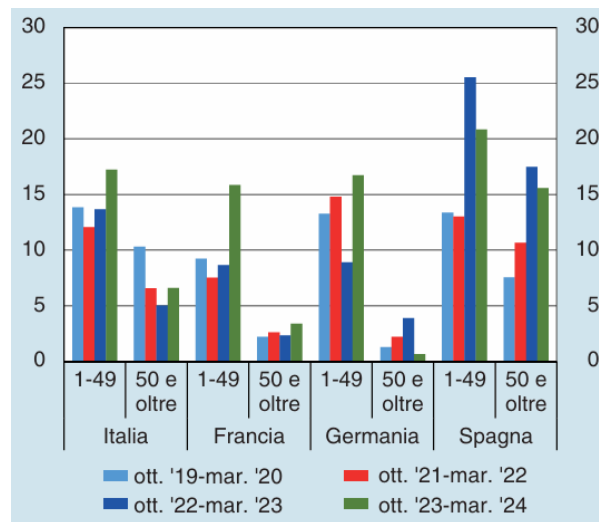


Figura 2.8: Difficoltà di accesso al credito per classe dimensionale d'impresa
(Banca d'Italia)

Pertanto, il contesto attuale, segnato dall'assenza di nuove misure a sostegno della patrimonializzazione, dalla persistenza delle garanzie pubbliche a supporto dell'erogazione del credito e dal consolidamento di canali alternativi di finanziamento, crea le condizioni per un crescente ricorso alla leva finanziaria.

Si osserva una significativa intensificazione della raccolta obbligazionaria da parte delle imprese italiane: nel 2023, infatti, le emissioni lorde hanno raggiunto i 76 miliardi di

euro, registrando un incremento di 25 miliardi rispetto all'anno precedente. Tale andamento evidenzia la progressiva diversificazione delle fonti di finanziamento, con un ricorso sempre più rilevante agli strumenti di debito privato⁷⁵.

Dunque, risulta rilevante analizzare l'andamento del *core* private debt in Italia, ovvero le sottoscrizioni di obbligazioni corporate e convertibili e i finanziamenti. I dati che seguono, raccolti ed elaborati da AIFI in collaborazione con Cassa Depositi e Prestiti (CDP), si riferiscono esclusivamente a questa componente, escludendo quindi le attività di digital lending, turnaround e distressed debt, nonché gli investimenti indiretti realizzati tramite fondi di fondi⁷⁶.

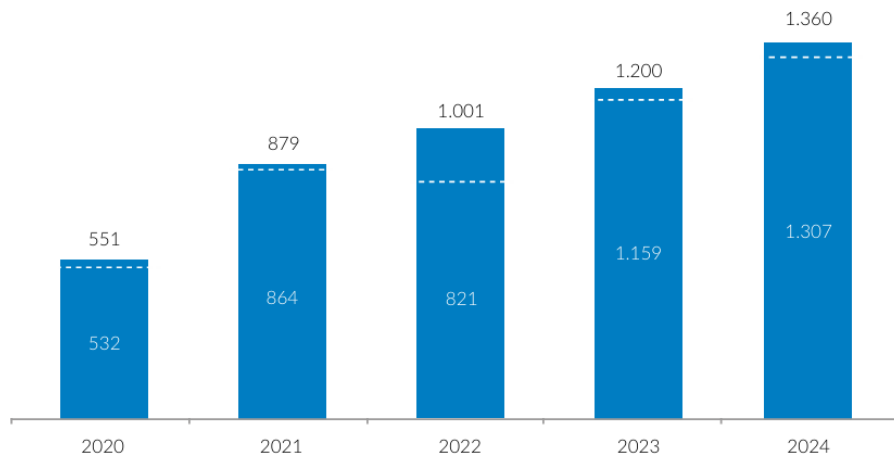


Figura 2.9: Evoluzione dei capitali raccolti (AIFI)

Nel 2024 la raccolta complessiva ha raggiunto i 1.360 milioni di euro, evidenziando un incremento rispetto all'anno precedente, quando il totale si era attestato a 1.200 milioni di euro. La Figura 2.9 illustra la distribuzione della raccolta totale per tipologia di fonte. I fondi pensione e il settore pubblico si confermano come i principali contributori di capitali, mentre si osserva una significativa diminuzione degli apporti provenienti dal settore bancario.

⁷⁵ **Fonte:** Relazione annuale, (Banca d'Italia), Roma, 31 maggio 2024

⁷⁶ **Fonte:** Il mercato italiano del Private Debt (AIFI), 2024

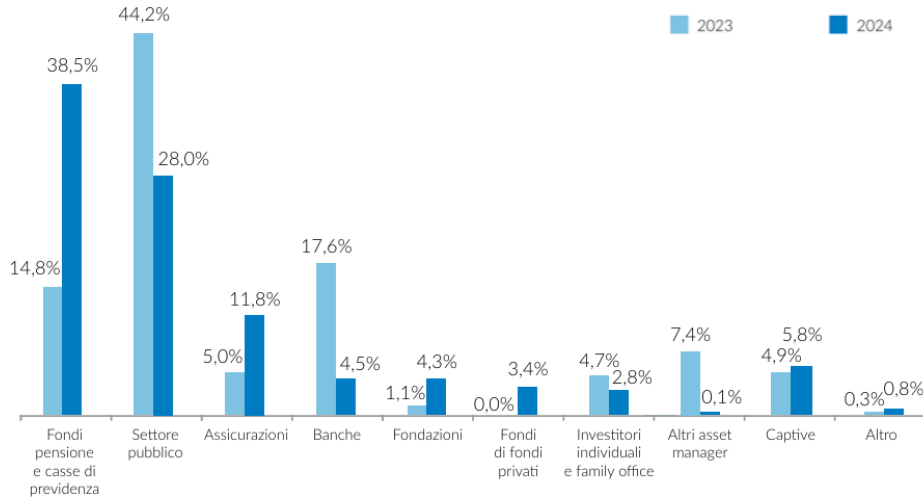


Figura 2.10: Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti per tipologia di fonte (AIFI)

In questo contesto, nel 2024 il mercato italiano del private debt ha registrato investimenti pari a 4.962 milioni di euro, con un incremento del 53% rispetto al 2023. Il numero di società finanziate si è attestato a 168, evidenziando un aumento del 14% rispetto alle 147 registrate nel 2023.

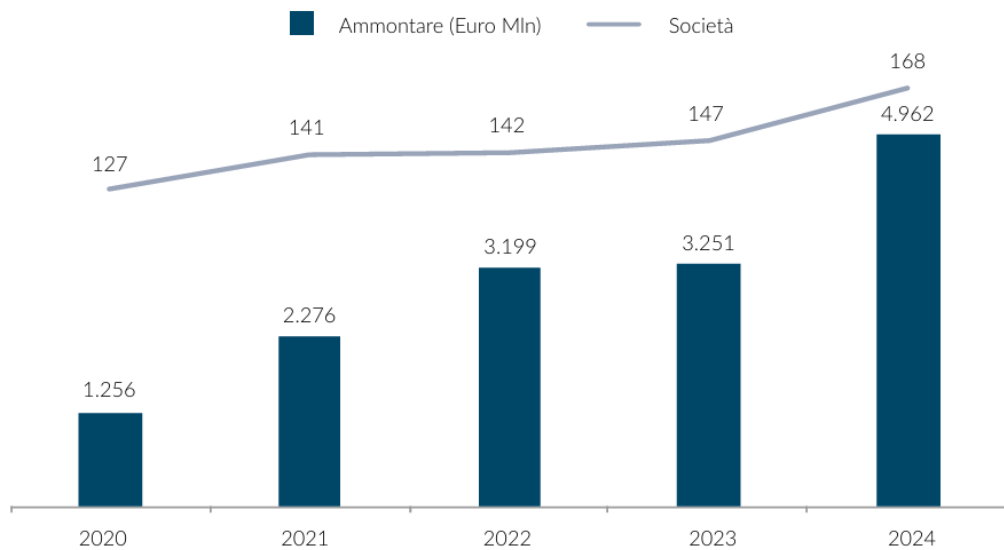


Figura 2.11: Evoluzione dell'attività di investimento (AIFI)

Per quanto concerne la struttura delle operazioni di private debt (Figura 2.10)⁷⁷, si evidenzia che nel 48% dei casi il rimborso è avvenuto mediante modalità bullet, mentre i piani di ammortamento hanno rappresentato il 37% del totale. Con riferimento ai rimborsi effettuati dagli operatori nel 2024, si rileva che nel 76% dei casi essi hanno rispettato il piano di rimborso originariamente concordato. La durata media delle operazioni si è attestata a 5 anni e 10 mesi, risultando in linea con quella degli anni precedenti. Per quanto riguarda il tasso di interesse applicato, la formula a tasso fisso ha registrato un valore medio pari all'8,00%, mentre per i finanziamenti a tasso variabile lo spread medio si è attestato al 5,57%, da aggiungersi al relativo tasso di riferimento⁷⁸⁻⁷⁹.

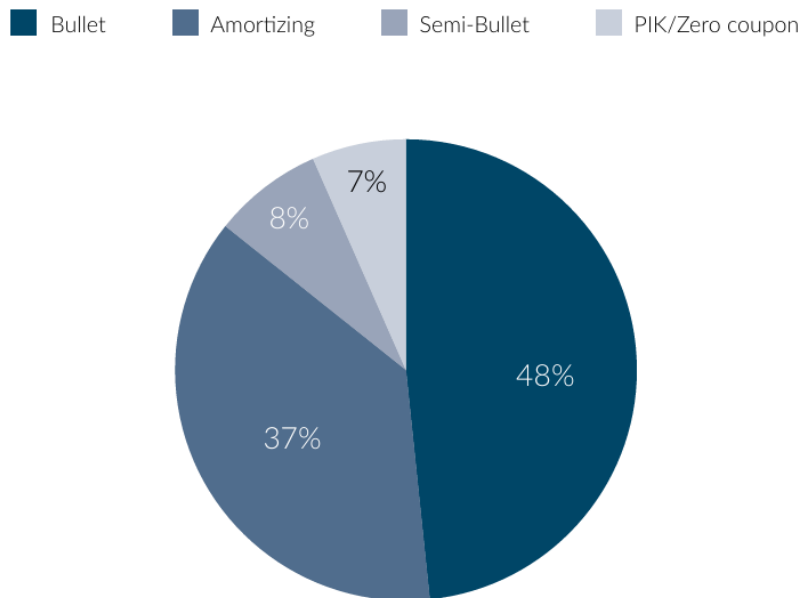


Figura 2.12: Evoluzione dell'attività di investimento (AIFI)

La distribuzione geografica delle società oggetto di investimento evidenzia una marcata concentrazione nel Nord Italia, sebbene in lieve calo rispetto all'80% del 2023.

⁷⁷ Nota: analisi realizzata sul 48% delle operazioni per le quali sono disponibili i dati.

⁷⁸ Il tasso di riferimento nel 2024 fa sempre riferimento all'Euribor, con scadenze diverse.

⁷⁹ Fonte: Il mercato italiano del Private Debt (AIFI), 2024.

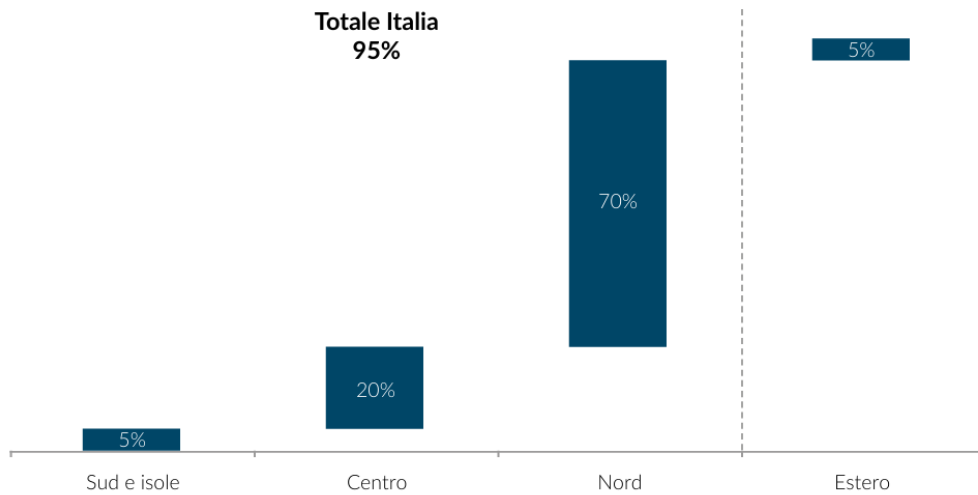


Figura 2.13: Distribuzione geografica (AIFI)⁸⁰.

Sul piano settoriale, si evidenzia una significativa incidenza del comparto dei beni e servizi industriali, seguito dall'energia e ambiente e dal manifatturiero – alimentare.

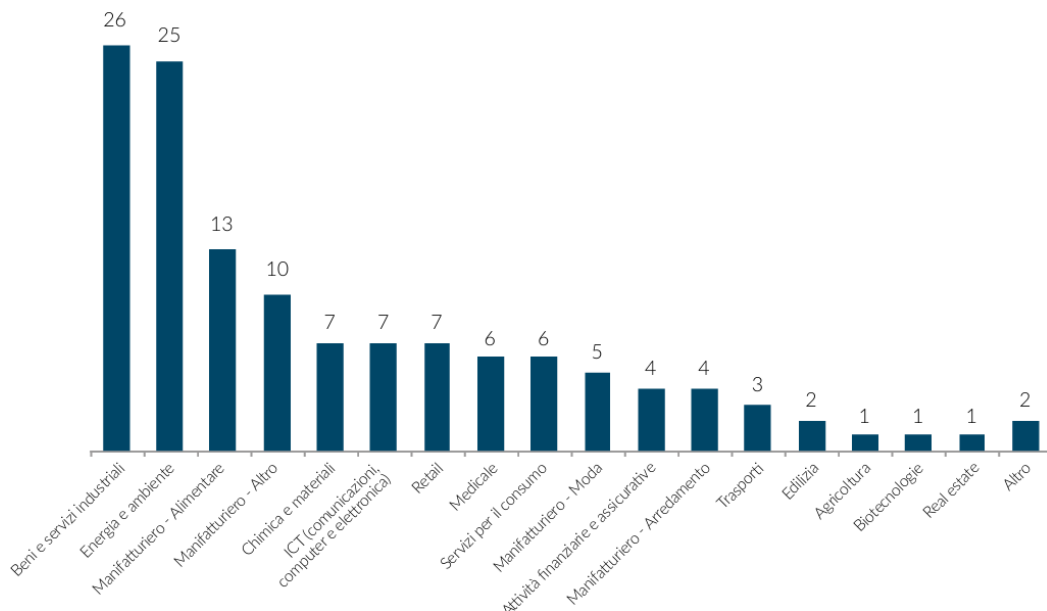


Figura 2.13: Distribuzione settoriale (AIFI)⁸¹

⁸⁰ Nota: analisi realizzata per il 78% del campione per le quali sono disponibili i dati.

All'interno di questo quadro, le PMI assumono un ruolo centrale, essendo i principali soggetti coinvolti nelle operazioni di finanziamento privato:

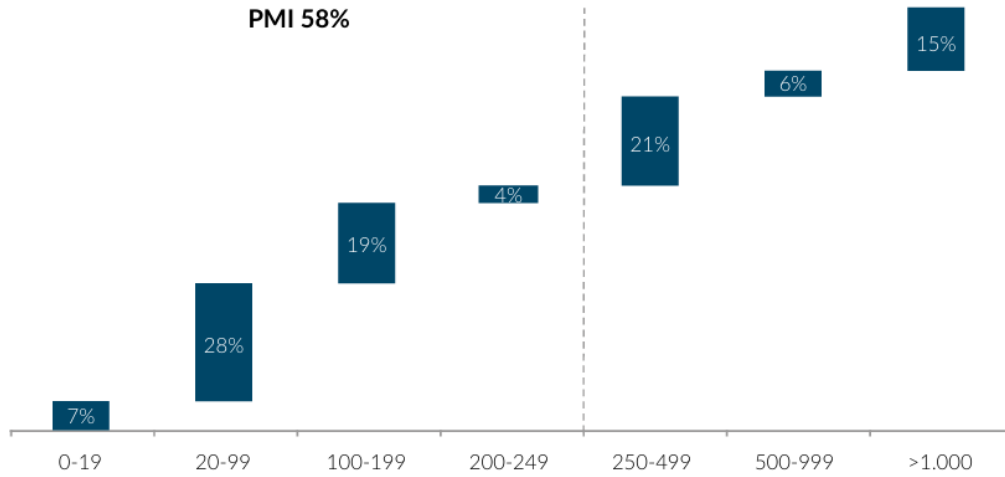


Figura 2.14: Distribuzione del numero di società per classi di dipendenti (AIFI)⁸².

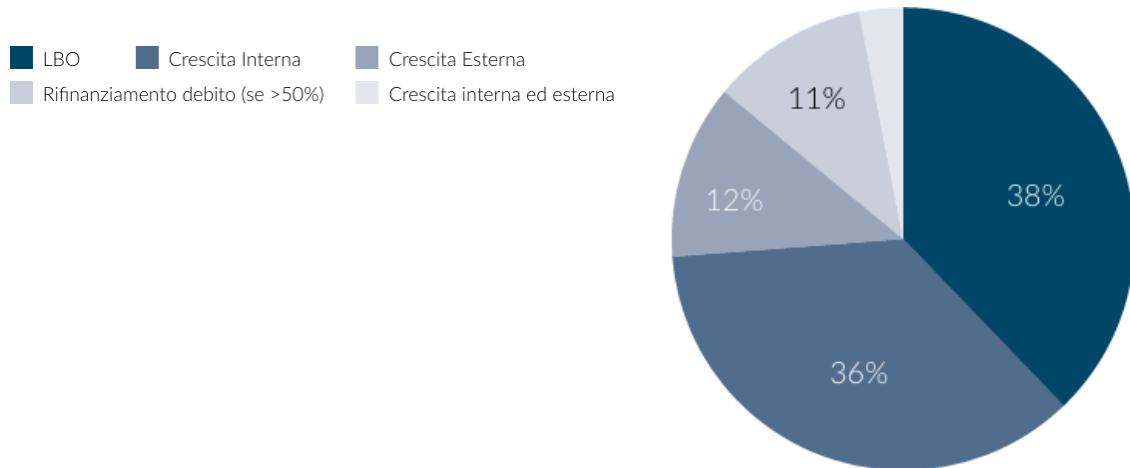


Figura 2.15: Distribuzione del numero degli investimenti per obiettivo (AIFI)⁸³

⁸¹ Nota: analisi realizzata per il 77% del campione per le quali sono disponibili i dati.

⁸² Nota: analisi realizzata per il 78% del campione per le quali sono disponibili i dati.

⁸³ Nota: analisi realizzata per l'89% del campione per le quali sono disponibili i dati.

Infine, con riferimento all'obiettivo degli investimenti rappresentato nella Figura 2.14, si constata che il 38% delle operazioni è orientato al supporto di operazioni di LBO, mentre il 36% e il 12% sono rispettivamente destinati alla crescita interna ed esterna.

Alla luce del quadro delineato e in conclusione del presente capitolo, si evidenzia con chiarezza l'emergere di un panorama finanziario nel quale il private debt si configura come una risposta concreta alle persistenti difficoltà di accesso al credito da parte delle PMI. Come osservato, tali imprese continuano a registrare tassi di rigetto delle richieste di finanziamento significativamente superiori rispetto alle grandi aziende, un fenomeno ulteriormente aggravato dall'inasprimento dei criteri bancari di concessione del credito e dalla recente abolizione dell'incentivo ACE, senza l'adozione di adeguate misure compensative per il rafforzamento patrimoniale.

In questo contesto, il private debt si configura quale strumento potenzialmente in grado di colmare il gap di finanziamento esistente, rafforzando la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese e sostenendo i loro progetti di crescita e innovazione. Il progressivo consolidamento di questo mercato potrebbe infine incentivare un uso più consapevole della leva finanziaria e promuovere un modello di sviluppo economico maggiormente equilibrato, resiliente e competitivo, capace di valorizzare appieno il potenziale delle PMI.

CAPITOLO TERZO

Correlazione tra Private Debt e performance aziendali

3.1 Disamina della metodologia e degli obiettivi dell'analisi

Il presente capitolo rappresenta la fase conclusiva del percorso di ricerca e si propone di introdurre e sviluppare l'analisi quantitativa condotta su un campione di piccole e medie imprese italiane che hanno fatto ricorso a strumenti di finanziamento tramite private debt. L'obiettivo principale dell'indagine è verificare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra l'utilizzo di questa forma di debito alternativo e l'evoluzione delle performance economico-finanziarie delle imprese analizzate.

In particolare, l'analisi si concentra sull'osservazione di indicatori di bilancio pre- e post-operazione, al fine di valutare se l'accesso al private debt sia associabile a miglioramenti in termini di redditività, solidità patrimoniale e sostenibilità finanziaria. Nell'interpretazione di tali dinamiche, è altresì fondamentale considerare l'impatto della crisi pandemica da COVID-19, la quale ha inciso significativamente sulle performance economiche di molte realtà aziendali, introducendo un ulteriore fattore di eterogeneità e complessità nell'analisi dei dati.

Lo studio si colloca all'interno del contesto italiano, dove il mercato del private debt, rispetto a realtà più mature in ambito europeo e internazionale, si configura ancora come un ecosistema in fase di sviluppo, con dinamiche instabili e una struttura informativa frammentata.

Questo aspetto assume rilevanza non solo sul piano empirico, ma anche in chiave macroeconomica, considerando il ruolo crescente del private debt come strumento di supporto alla crescita delle PMI in un contesto di progressiva disintermediazione bancaria e di limitato accesso al credito tradizionale.

Tale immaturità del mercato comporta alcune criticità rilevanti per l'attività di ricerca: da un lato, la limitata disponibilità di dati ufficiali pubblici, in quanto molte delle imprese coinvolte non risultano quotate in mercati regolamentati e non sono soggette agli obblighi di trasparenza tipici di tali contesti; dall'altro, la carenza di strumenti analitici standardizzati per valutare in modo comparabile le operazioni di private debt.

Per ovviare questi limiti, l'analisi si è basata sull'elaborazione di dati economico-finanziari estratti dai bilanci annuali delle imprese, reperiti attraverso il database del *London Stock Exchange Group* (LSEG)⁸⁴, e integrati con le informazioni qualitative contenute nei comunicati stampa ufficiali diffusi dai fondi di investimento, che rappresentano una delle principali fonti accessibili per la ricostruzione delle caratteristiche e delle dinamiche delle singole operazioni di private debt.

Dal punto di vista metodologico, l'indagine adotta un approccio longitudinale, privilegiando l'analisi delle variazioni interne a ciascuna impresa nel periodo precedente e successivo all'intervento finanziario, piuttosto che un confronto comparativo tra soggetti eterogenei.

Questa scelta deriva dalla composizione non omogenea del campione, caratterizzato da significative differenze in termini di settore di attività, dimensione, localizzazione geografica e numero di dipendenti. L'approccio adottato consente di preservare la coerenza analitica e di limitare il rischio di distorsioni interpretative. Con riferimento alle ipotesi di partenza, si assume che:

- Il ricorso al private debt possa avere un impatto positivo sulle performance economico-finanziarie delle imprese italiane, in particolare in termini di redditività e stabilità patrimoniale;

⁸⁴ LSEG: gruppo finanziario internazionale che gestisce la Borsa di Londra e fornisce infrastrutture per i mercati dei capitali, dati finanziari e servizi di analisi tramite piattaforme specializzate, tra cui Refinitiv.

- Gli effetti dell'operazione siano osservabili, almeno parzialmente, entro il biennio successivo all'erogazione del finanziamento;
- Tali effetti, pur potendo manifestarsi in modo eterogeneo tra le imprese, presentino caratteristiche ricorrenti che consentano l'individuazione di tendenze comuni.

Il capitolo si articola come segue: nella prima sezione vengono presentati i criteri di selezione del campione e le principali caratteristiche delle imprese coinvolte. La seconda sezione è dedicata alla descrizione degli indicatori economico-finanziari utilizzati, con riferimento alle fonti informative, alle modalità di calcolo e al loro significato analitico. Successivamente, si procede con l'esposizione della metodologia statistica adottata e con l'analisi dei risultati ottenuti.

Le conclusioni offriranno una sintesi delle evidenze emerse, accompagnata da una riflessione critica sui limiti metodologici dell'indagine e sulle implicazioni, sia teoriche che operative, per il futuro sviluppo del mercato italiano del private debt. Inoltre, verrà approfondito se, da un punto di vista statistico ed economico, la scelta da parte delle società di privilegiare il debito rispetto al capitale proprio nella composizione della struttura finanziaria possa rappresentare, in prospettiva, una strategia sostenibile ed efficace per il rafforzamento della solidità aziendale e della competitività nel medio-lungo termine.

3.2 Caratteristiche del campione selezionato

Per inquadrare adeguatamente il contesto empirico entro cui si sviluppa l'analisi, è opportuno delineare preliminarmente le caratteristiche strutturali e finanziarie delle imprese selezionate. Il campione è composto prevalentemente da di piccole e medie imprese italiane che, in momenti differenti e attraverso modalità eterogenee, hanno avuto accesso a operazioni di finanziamento mediante strumenti di private debt. Tali imprese si configurano come casi di particolare rilevanza per esplorare le implicazioni economico-finanziarie derivanti dall'adozione di questa forma alternativa di credito nel contesto produttivo nazionale.

La composizione del campione riflette una marcata eterogeneità in termini di dimensioni aziendali, settori di attività, localizzazione geografica e struttura delle operazioni finanziarie. Questa varietà, pur comportando alcune limitazioni sul piano della comparabilità, consente di cogliere la molteplicità degli approcci con cui il private debt viene applicato nel tessuto imprenditoriale italiano, offrendo prospettive analitiche ampie e rappresentative.

A tal fine, verrà in primo luogo presentata una tabella riepilogativa contenente le principali informazioni identificative e operative delle società coinvolte. Successivamente, ciascuna delle 40 operazioni selezionate sarà oggetto di un approfondimento individuale, condotto attraverso una sintetica analisi dei dati di stato patrimoniale e conto economico, al fine di fornire una comprensione dettagliata dei profili aziendali considerati.

Link della fonte	Operatore finanziario	Azienda	Settore	Anno
<i>Comunicato stampa</i>	Anthilia Capital Partners	Ecoservim	Energia	2021

Capitolo terzo – Correlazione tra Private Debt e performance aziendali

<u>Descrizione dell'operazione</u>	Anthilia Capital Partners	TrenDevice	Elettronica di consumo	2021
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Anthilia Capital Partners	Tenax International	Industria meccanica	2021
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Metro.Ferr	Infrastrutture e costruzioni	2021
<u>Private debt award</u>	Finint SGR	Safe	Energia	2021
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Finlombarda	Innovatec	Energia	2021
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Finlombarda	Magic Pack	Industria manifatturiera	2021
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	EuroBrico	Commercio al dettaglio	2021
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Brazzale	Agroalimentare	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Energetica	Energia	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Green Arrow Capital S.p.A.	Meter	Industria meccanica	2020
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Veneto Sviluppo S.p.A.	Cib Unigas	Industria meccanica	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Asja Ambiente	Energia	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Baglioni	Industria meccanica	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Renergetica	Energia	2020

Capitolo terzo – Correlazione tra Private Debt e performance aziendali

<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Blastness	Soluzioni IT	2020
<u>Private debt award</u>	Equita	Covisian	Soluzioni IT	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Equita	Crippa	Industria meccanica	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Finint SGR	Nice Footwear	Commercio al dettaglio	2020
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Sici SGR S.p.A.	Tenute Piccini	Agroalimentare	2020
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Clessidra Capital Credit S.p.A.	Sisma	Industria meccanica	2020
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Veneto Sviluppo S.p.A.	Antonio Carraro	Industria meccanica	2020
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Equita	Alpha Test	Editoria e istruzione	2020
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	De Matteis Agroalimentare	Agroalimentare	2019
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Graded	Energia	2019
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Presezzi Extrusion	Industria meccanica	2019
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Clabo	Industria manifatturiera	2019
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Finint SGR	AMB	Industria manifatturiera	2019
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Veneto Sviluppo S.p.A.	Duetti Packaging	Industria meccanica	2019

<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Mondodelvino	Agroalimentare	2019
<u>Comunicato stampa</u>	Finint Investments	ISAIA & ISAIA	Industria manifatturiera	2019
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Velenosi	Agroalimentare	2018
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Exprivia	Soluzioni IT	2017
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Ama	Industria meccanica	2017
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Autotorino	Commercio al dettaglio	2017
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Veneto Sviluppo S.p.A.	Florian	Industria meccanica	2017
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Veneto Sviluppo S.p.A.	Antonio Zamperla	Industria manifatturiera	2017
<u>Descrizione dell'operazione</u>	Finint Investments	Lefay Resort Garda	Turismo	2017
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	Yachtline Arredomare 1618	Industria manifatturiera	2016
<u>Comunicato stampa</u>	Anthilia Capital Partners	GPI	Soluzioni IT	2016

Figura 3.1: Campione selezionato (elaborazione personale)

In questo contesto, la Figura 3.2 illustra la distribuzione settoriale delle imprese incluse nel campione. In coerenza con i dati riportati nel Paragrafo 2.6, emerge una marcata predominanza del settore "beni e servizi industriali", con una significativa concentrazione nell'ambito dell'industria meccanica. Tale prevalenza riflette le caratteristiche strutturali

del tessuto produttivo italiano, storicamente orientato verso attività manifatturiere, e segnala una maggiore propensione di queste imprese a ricorrere a strumenti di finanziamento alternativi per sostenere iniziative di sviluppo e innovazione.

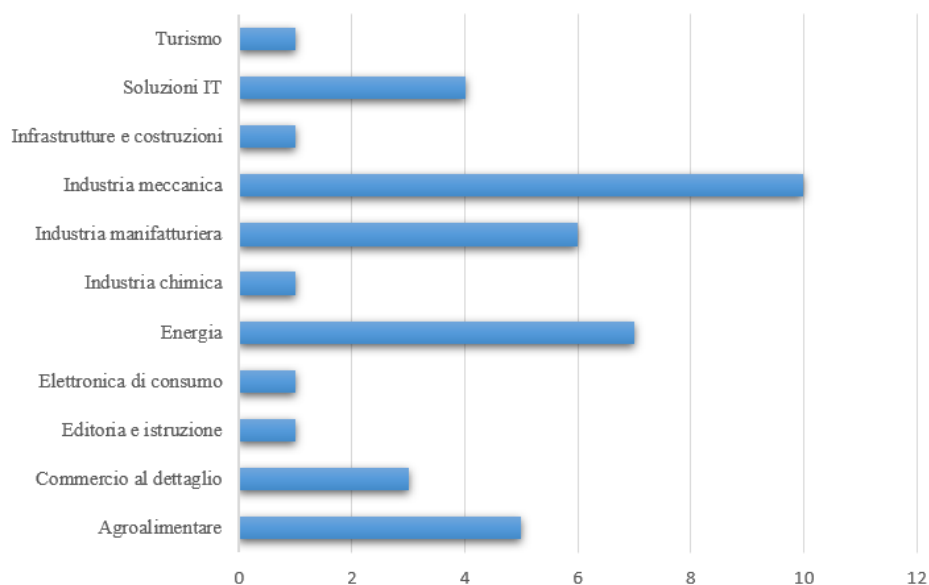


Figura 3.2: Distribuzione settoriale del campione selezionato (elaborazione personale)

Segue una descrizione sintetica delle imprese selezionate, con focus sul core business, sui prodotti e servizi offerti, nonché sulla situazione economico-finanziaria antecedente all'operazione di private debt, al fine di contestualizzare le motivazioni alla base del ricorso a questo strumento di finanziamento.

1. Il Gruppo Ecoservim S.r.l., attivo nei settori dell'energia e del facility management, ha emesso prestiti obbligazionari da €4,5 mln, con l'obiettivo di finanziare acquisizioni strategiche e rafforzare la propria posizione nel mercato. Nel 2020, con una forza lavoro di 73 dipendenti, ha registrato ricavi pari a €7,2 mln e un EBITDA margin del 20,3%.
2. Fondata nel 2013, TrenDevice S.p.A. è una PMI innovativa che applica i principi dell'economia circolare alla commercializzazione di smartphone e dispositivi elettronici di alta gamma. Nel 2021 ha sottoscritto un'operazione da €4 mln volta al

rafforzamento della *brand awareness* e alla creazione di una nuova linea di business. Nel triennio 2018-2020, la società ha registrato un Tasso di Crescita Annuale Composto del 34% in termini di vendite e un EBITDA margin del 20,3%.

3. Tenax International S.p.A. è specializzata nella commercializzazione di macchine elettriche per la pulizia e l'igiene urbana. Con un organico di 41 dipendenti, ha registrato nel 2020 ricavi pari a €7,9 mln e un EBITDA margin dell'11,4%. Nel 2021 ha emesso due prestiti obbligazionari per un totale di €3 mln, con l'obiettivo di supportare la propria crescita, soprattutto l'espansione in nuovi mercati.
4. Metro.Ferr S.r.l., con sedi operative a Milano e Napoli, è attiva nel settore della manutenzione dell'armamento ferroviario e nell'esecuzione di lavori edili connessi alla rete ferroviaria. La società partecipa regolarmente a bandi di gara promossi dai principali committenti del settore. Ha registrato una significativa crescita nel triennio 2018-2021, raggiungendo nel 2020 ricavi superiori a €15 mln e un EBITDA margin del 21,5%.
5. Safe S.p.A. è specializzata nella produzione e commercializzazione di sistemi e componenti per l'automazione industriale e la sicurezza, con un ruolo attivo nella transizione verso la decarbonizzazione delle infrastrutture e della mobilità. Nel 2020 ha registrato un EBITDA margin del 18,8% e un Net Margin dell'11,4%.
6. Innovatec supporta aziende, comunità e individui nel percorso verso la sostenibilità e la riduzione dell'impatto ambientale. Nel 2021 ha finalizzato l'emissione di un minibond da €10 mln, destinato a finanziare gli investimenti della controllata Green Up. Nel 2020 la società aveva registrato un EBITDA margin pari al 4,4%.
7. Magic Pack S.r.l. opera nella produzione di contenitori in polistirene espanso destinati all'industria alimentare e alla grande distribuzione. Il ricorso ai mercati privati aveva l'obiettivo di sostenere le strategie di rilancio e sviluppo attraverso un'operazione di LBO. Nel 2020, l'azienda ha registrato una contrazione dei ricavi del 3,2%.
8. EuroBRICO S.p.A., storica realtà nel commercio al dettaglio di prodotti per il bricolage con oltre 50.000 referenze a scaffale, ha emesso un prestito obbligazionario per sostenere l'espansione della propria rete aziendale. Nel 2020 ha registrato un valore della produzione di €107,9 mln e un EBITDA margin del 12,5%.

9. Energetica S.p.A. opera nei settori del trasporto e della distribuzione di gas metano, nonché del teleriscaldamento. Nel 2020, ha registrato un EBITDA margin pari al 57,4% e ha emesso un prestito obbligazionario da €5,4 mln, destinato a sostenere la crescita aziendale e lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali nel trasporto di gas metano.
10. Il Gruppo Brazzale, la più antica realtà imprenditoriale del settore caseario in Italia, conta oltre 700 dipendenti. L'emissione del prestito obbligazionario è finalizzata alla realizzazione di un nuovo magazzino di stagionatura automatizzato e all'acquisto dei relativi software di gestione. Nel 2018, il Gruppo ha registrato un fatturato di circa €206 mln, con un EBITDA margin del 6,7%.
11. Meter S.p.A. progetta e commercializza su scala internazionale cuscinetti Made in Italy. Nel 2020 ha sottoscritto una linea di € 12 mln a supporto di esigenze di consolidamento e sviluppo. Nel 2019 la società ha registrato un giro d'affari di circa €62 mln ed un EBITDA margin dell'8%.
12. Cib Unigas S.p.A., attiva da oltre 50 anni nella produzione e commercializzazione di bruciatori a basse emissioni inquinanti, ha registrato nel 2020 una crescita dei ricavi dell'1,8% e un EBITDA margin del 14,2%.
13. Asja Ambiente è un gruppo italiano con presenza internazionale, specializzato nella produzione di energia da fonti rinnovabili, impiegando soluzioni tecnologicamente avanzate. L'emissione di un Green Bond ha finanziato la realizzazione di nuovi impianti per la produzione di biometano e compost, che si aggiungono ai cinque già detenuti. Nel 2019, ha registrato un EBITDA margin del 34,2%.
14. Baglioni è un gruppo industriale italiano, che realizza apparecchi a pressione in acciaio al carbonio e inox. L'emissione del prestito obbligazionario ha avuto la finalità di riorganizzare la piattaforma industriale in Cina, rilocalizzando i due stabilimenti dislocati a Shanghai in un unico stabilimento. Sotto un punto di vista finanziario, la società ha registrato Net Margin del 2,6% e EBITDA margin del 6,3%.
15. Renergetica è una PMI innovativa attiva nello sviluppo di progetti per la produzione di energia da fonti rinnovabili, curando l'intero processo di *project development* fino alla cessione a controparti industriali o finanziarie. Nel 2019 ha registrato un EBITDA

margin del 44% e conta 29 dipendenti. L'emissione obbligazionaria ha finanziato lo sviluppo di una pipeline pluriennale nei mercati strategici.

16. Blastness opera nei servizi IT per hotel di lusso, con oltre 700 strutture clienti nel 2018. Offre soluzioni integrate di piattaforme tecnologiche, web design, marketing digitale e consulenza per il management alberghiero. Nel 2018 ha registrato un fatturato di €6,6 mln, un EBITDA margin del 17,5% e un organico di 34 dipendenti. L'emissione del prestito obbligazionario ha finanziato lo sviluppo delle piattaforme di business intelligence e revenue management, oltre a rafforzare la diversificazione dei canali di vendita
17. Covisian è un'azienda *high-tech* specializzata nell'applicazione di tecnologie avanzate di intelligenza artificiale generativa per ottimizzare la *customer experience*. Nel 2019 ha registrato un EBITDA margin del -1,9% e un Net Margin del -4,3%. Il ricorso alla finanza alternativa è volto a supportare l'acquisizione di Avanza, operazione strategica per l'espansione internazionale.
18. Il Gruppo Crippa è leader nella produzione di macchine automatiche *full electric* per la piegatura e sagomatura di tubi in acciaio e alluminio, con applicazioni nei settori automotive, nautico, aerospaziale e dell'arredo. Nel giugno 2020 ha intrapreso un'operazione da €13,5 mln, combinando debito subordinato ed equity, per finanziare un'acquisizione. Nel 2019 ha registrato un EBITDA margin del 19%.
19. Nice Footwear è specializzata nella produzione e commercializzazione di calzature sportive per brand del settore moda. Nel 2019 ha registrato ricavi pari a €17,6 mln e un EBITDA margin del 7%. L'azienda ha emesso un MiniBond da €3 mln per sostenere la propria crescita.
20. Dal 1892, Tenute Piccini è una storica azienda vitivinicola, con un ampio portafoglio di etichette di alta qualità e una consolidata presenza sia nei mercati nazionali che internazionali. Nel 2019 ha registrato ricavi pari a €54,2 mln, con un EBITDA margin del 5,1%.
21. Fondata nel 1965 e proprietaria di due stabilimenti produttivi, Sisma è leader nazionale nella produzione di cotone idrofilo e derivati, articoli per la cura del corpo e prodotti per la casa. Nel 2019, la società ha registrato un fatturato di circa €54,2 mln,

evidenziando un calo del 5,4% rispetto all'anno precedente, e un EBITDA margin pari allo 0,6%.

22. Antonio Carraro S.p.A. è specializzata nella produzione di trattori multifunzionali, caratterizzati da soluzioni innovative e pensate per soddisfare specifiche nicchie di mercato. Nel 2020, la società ha emesso un Minibond del valore complessivo di €12 mln, con l'obiettivo di diversificare le proprie fonti di finanziamento e sostenere il piano di sviluppo strategico e commerciale. L'esercizio 2019 si è chiuso con un incremento dei ricavi dello 0,2% rispetto all'anno precedente.
23. Fondata a Milano nel 1987, Alpha Test è leader di mercato nella produzione di materiali didattici e nell'organizzazione di corsi di preparazione per i test di ammissione universitari. Nel 2019 l'azienda ha registrato un EBITDA margin del 52,4% e un Net Margin del 9,4%.
24. De Matteis Agroalimentare è il quinto produttore di pasta in Italia, con una presenza globale in 45 Paesi e una quota dell'88% del fatturato generata all'estero. Nel 2018 la società ha registrato un fatturato di €112 mln, in crescita del 12,7% rispetto all'anno precedente e un EBITDA margin del 6,4%. L'emissione obbligazionaria da €7 mln, effettuata nel 2019, è stata destinata all'ampliamento della capacità produttiva e al rafforzamento del brand.
25. Con sede a Napoli, Graded opera nella progettazione di impianti e soluzioni energetiche innovative, rivolte sia al settore pubblico che privato, con un focus prevalente sul Centro e Sud Italia. Nel 2018 ha registrato ricavi per circa €20 mln, con un EBITDA margin dell'8,6%. Nel 2019 la società ha emesso un prestito obbligazionario da €4,8 mln, finalizzato a rafforzare gli investimenti in ricerca e innovazione, con particolare attenzione allo sviluppo delle energie rinnovabili e alla prosecuzione del processo di trasformazione digitale.
26. Fondata nel 1994, Presezzi è tra i principali produttori italiani di impianti per l'estrusione e la fusione di leghe non ferrose, offrendo soluzioni integrate a grandi realtà industriali. Nel 2018, con due stabilimenti e 190 dipendenti, ha registrato un incremento dei ricavi del 5,9% e un EBITDA margin di circa il 10%. L'emissione di un prestito obbligazionario era finalizzata a potenziare la capacità produttiva e a

rafforzare sia il posizionamento del marchio e che la rete commerciale a supporto dell'export.

- 27.** Il gruppo Clabo è specializzato nella produzione e commercializzazione di banchi e vetrine refrigerate professionali per gelaterie, pasticcerie e il settore della ristorazione. Nel 2018 ha registrato un Valore della Produzione di €53 mln, registrando una quota di mercato del 30%. Nel 2019 ha emesso un Senior Bond dal valore di €5 mln, al fine di efficientare la capacità produttiva e finanziare investimenti in impianti e macchinari.
- 28.** AMB S.p.A. è una società attiva nella fornitura di servizi pubblici essenziali, con una specializzazione nella gestione integrata dei rifiuti. Tra le principali attività svolte rientrano la raccolta differenziata porta a porta, la gestione dei centri comunali di raccolta e il servizio di ritiro a domicilio dei rifiuti ingombranti su richiesta. Nel 2018 ha registrato ricavi pari a €101,9 mln e un EBITDA margin dell'1,9%.
- 29.** Duetti Packaging S.r.l. è specializzata nella produzione di macchinari per il packaging di fine linea e vanta una solida esperienza nell'automazione, supportata dalla competenza tecnica del suo team. Prima dell'emissione del prestito obbligazionario, nel 2018, l'azienda ha registrato una contrazione dei ricavi del 9,5% e un EBITDA margin del 5,2%.
- 30.** Fondato nel 1991, il Gruppo Mondodelvino opera nella produzione di vini imbottigliati, sia a marchio proprio che per conto di terzi. Negli anni precedenti all'operazione, il Gruppo ha intrapreso un percorso di crescita focalizzato sull'innovazione tecnologica, sul miglioramento della qualità e sull'ottimizzazione dei processi produttivi. Di fatto, l'emissione del prestito obbligazionario era finalizzata al sostegno di investimenti in impianti industriali innovativi e nell'acquisizione di macchinari per la misurazione della produttività. Nel 2018, ha registrato un fatturato pari a €110 mln.
- 31.** ISAIA & ISAIA S.p.A. è un'azienda familiare napoletana specializzata nella produzione di abbigliamento sartoriale di alta gamma. Nel 2019, per sostenere un piano di espansione che prevedeva l'apertura di nuovi store diretti negli Stati Uniti e in Europa, la società ha emesso il suo primo bond per un valore di €15 mln.

Nell'esercizio precedente a tale operazione, ISAIA & ISAIA aveva registrato un EBITDA margin del 15% e una crescita dei ricavi pari al 7,6%.

32. Velenosi S.r.l. è attiva lungo l'intera filiera vitivinicola, occupandosi sia della gestione dei vigneti che della vinificazione e commercializzazione dei propri vini, con una quota export che rappresenta circa il 55% del fatturato. Nel 2018 ha emesso un Senior Bond del valore di €3 mln, finalizzato all'ampliamento della capacità produttiva per rispondere alla crescente domanda estera. Nel 2017 la società ha registrato un EBITDA margin del 7,1%.
33. Il gruppo Exprivia è attivo nella progettazione, nello sviluppo e nell'integrazione di soluzioni software e servizi innovativi, con una particolare specializzazione nei settori bancario, sanitario e delle telecomunicazioni. Nel 2017 ha concluso un'operazione da €25 mln a supporto dell'acquisizione di una partecipazione di controllo in Italtel, con l'obiettivo di rafforzare il proprio posizionamento strategico e ampliare le competenze tecnologiche del gruppo. Nel 2016, Exprivia aveva registrato una contrazione dei ricavi pari al -1,4%.
34. Fondata nel 1967, AMA S.p.A. è un'azienda specializzata nella commercializzazione di componenti e attrezzature per l'allestimento e la manutenzione di veicoli a lenta movimentazione, macchine agricole e per la cura del verde. Nel 2016 ha registrato un EBITDA margin dell'11,4% e una crescita dei ricavi pari al 76,6%, a conferma di un'importante fase di espansione.
35. Autotorino è un operatore leader nella vendita di auto nuove e usate, con una presenza consolidata in tutte le 13 province del Nord Italia in cui opera. Oltre alla commercializzazione di veicoli, la società offre un'ampia gamma di servizi complementari, tra cui soluzioni assicurative, prodotti finanziari specializzati e servizi di assistenza post-vendita. Nel 2017 ha emesso un prestito obbligazionario da €4 mln, finalizzato a sostenere la crescita per linee esterne attraverso l'acquisizione di cinque società operative. Nel 2016 Autotorino aveva registrato un EBITDA margin del 3,1%.
36. Florian S.p.A. è un'azienda specializzata nella lavorazione del legno e nella produzione di listelli in legno, attiva lungo l'intera filiera del settore. Nell'esercizio precedente all'operazione di private debt, la società aveva registrato un fatturato

complessivo di €106,1 mln e un EBITDA margin pari al 16,9%, confermando una solida redditività operativa.

37. Antonio Zamperla S.p.A., fondata nel 1966, è un'azienda italiana leader nella progettazione, produzione e installazione di attrazioni per parchi di divertimento, con una forte presenza internazionale e un'attenzione costante all'innovazione e alla sicurezza. Nel 2016 aveva registrato una crescita dei ricavi del 9,9% e un EBITDA margin del 10,1%.
38. Fondato nel 2006, Lefay Resort Garda S.r.l. è un resort di lusso situato sul Lago di Garda, che si distingue per la sua offerta integrata di benessere, ristorazione gourmet e progettazione sostenibile, in piena armonia con l'ambiente circostante. Nel 2017, la società ha emesso un minibond del valore di €6,6 mln, destinato a finanziare la costruzione di un nuovo resort nelle Dolomiti di Brenta. Questa operazione mirava a supportare l'espansione della crescita dei ricavi, che nel 2016 aveva registrato un incremento del 6,4%.
39. Yachtline Arredomare 1618 S.p.A., attiva da oltre trent'anni, è tra i principali operatori internazionali nel settore degli arredi chiavi in mano di alta gamma, distinguendosi per un modello produttivo che ottimizza i tempi di montaggio e garantisce elevati standard qualitativi. Nel 2016 ha emesso un prestito obbligazionario da €5 mln, finalizzato a sostenere i piani di crescita e sviluppo, in un contesto in cui, nonostante una contrazione dei ricavi del 45% nell'anno precedente, manteneva un EBITDA margin pari al 13,4%.
40. GPI S.p.A. fornisce soluzioni integrate per il settore sanitario, tra cui software gestionali, servizi territoriali e una piattaforma avanzata per la logistica del farmaco, con l'obiettivo di ottimizzare le risorse e ridurre il rischio clinico. Nel 2016 ha emesso un prestito obbligazionario per €12 mln finalizzato all'acquisizione di aziende nel settore dei sistemi informativi e servizi amministrativi per la sanità. Nel 2015 ha registrato una crescita dei ricavi del 24,6% e un EBITDA margin del 9,6%.

A complemento dell'analisi sulle caratteristiche delle imprese incluse nel campione, si è

ritenuto opportuno riportare alcune informazioni sintetiche sulle principali caratteristiche tecniche delle operazioni di private debt selezionate.

Sebbene i dati disponibili siano limitati a un sottoinsieme dei casi analizzati (come evidenziato nella colonna “Numero di osservazioni”), le evidenze emerse risultano comunque significative per definire l’ordine di grandezza degli strumenti impiegati:

Informazioni	Numero di osservazioni	Media	Mediana
Importo complessivo (mln)	35	8,3	6,5
Cedola (%)	23	5,0	5,2
Durata (anni)	29	6,2	6,0

Figura 3.3: Dettagli quantitativi delle operazioni (elaborazione personale)

In media, l’importo complessivo delle operazioni si attesta a €8,3 mln, con una mediana pari a €6,5 mln, mentre la durata media dei finanziamenti si aggira intorno ai 6,2 anni. La cedola, disponibile per 23 osservazioni, presenta un valore medio del 5,0%, a fronte di una mediana lievemente superiore (5,2%).

Tali valori, pur soggetti a variabilità e a limiti informativi, contribuiscono a delineare un profilo tipico delle operazioni di private debt nel contesto italiano, collocandosi in un intervallo compatibile con forme di finanziamento destinate a sostenere processi di crescita, ristrutturazione o riequilibrio della struttura finanziaria.

3.3 Indicatori finanziari e tecniche statistiche

Il presente paragrafo si propone di presentare gli indicatori selezionati per la misurazione delle performance aziendali, insieme alle metodologie statistiche adottate per l'analisi.

La selezione degli indicatori rappresenta un passaggio cruciale, in quanto consente di quantificare con oggettività le variabili economiche e patrimoniali più rilevanti ai fini dello studio. In particolare, sono stati scelti indicatori in grado di rappresentare sia la redditività, la solidità e la liquidità aziendale, sia il livello di indebitamento e la sostenibilità della struttura finanziaria. Contestualmente, l'applicazione di adeguate tecniche statistiche permette di verificare empiricamente le ipotesi formulate. A tal fine, si farà riferimento software statistico R, che consente di esaminare la distribuzione dei dati campionari, testare differenze tra le medie dei gruppi e valutare la presenza di correlazioni tra le variabili considerate.

In questo contesto, la seguente figura riassume il set di indicatori finanziari utilizzati per l'analisi comparativa dei principali valori di conto economico e stato patrimoniale delle imprese incluse nel campione:

Selected Income Statement Items
Revenue from Business Activities - Total
Operating Profit before Non-Recurring Income/Expense
EBITDA
Income before Discontinued Operations & Extraordinary Items
Selected Balance Sheet Items
Cash & Cash Equivalents
Total Assets
Debt - Total
Common Equity - Total

Figura 3.4: Indicatori su *SP* e *CE* (elaborazione personale)

- *Revenue from Business Activities – Total:*

Rappresentano l'ammontare complessivo dei ricavi generati dalle attività operative core dell'impresa, ovvero quelle connesse direttamente alla sua missione economica. Pertanto, fornisce informazioni essenziali sulla capacità dell'impresa di generare vendite in condizioni di normale operatività.

- *Operating Profit before Non-Recurring Income/Expense:*

Evidenzia l'utile operativo dell'azienda depurato da componenti straordinarie, non ricorrenti o atipiche. Tale misura consente un'analisi più accurata della redditività strutturale dell'impresa, in quanto riflette esclusivamente la performance economica ricorrente.

- *EBITDA:*

Misura la redditività operativa prima della deduzione di oneri finanziari, imposte, ammortamenti e svalutazioni. È spesso usato per confrontare aziende con diverse strutture di capitale, in quanto neutralizza elementi non direttamente connessi all'efficienza operativa.

- *Income before Discontinued Operations & Extraordinary Items:*

Rappresenta il risultato netto dell'impresa derivante esclusivamente dalle attività continuative, escludendo quindi gli effetti di operazioni non ricorrenti e dismissioni.

- *Cash & Cash Equivalents:*

Indicano la liquidità immediatamente disponibile all'impresa, comprendente cassa, depositi bancari e altri strumenti finanziari a breve termine ad alta liquidità. Questo aggregato è fondamentale per valutare la solvibilità di breve periodo

- *Total Assets:*

Comprende l'insieme delle risorse economiche controllate dall'impresa, sia materiali che immateriali, utilizzate per generare valore nel tempo.

- *Debt – Total:*

Include tutte le obbligazioni finanziarie dell'impresa verso terzi, a breve e lungo termine. In linea generale, un livello elevato di indebitamento influisce negativamente sulla sostenibilità finanziaria, ma potrebbe rappresentare una leva strategica, se gestito efficacemente.

- *Common Equity – Total:*

Rappresenta il capitale proprio disponibile per i soci ordinari, al netto delle passività. Questo indicatore è fondamentale per valutazioni sulla solidità patrimoniale, l'autonomia finanziaria e l'efficienza nell'allocazione del capitale, come misurata dal Return on Equity (ROE).

Profitability / Return & Growth
Revenue Growth (%)
EBITDA Margin (%)
Income before Tax Margin (%)
Net Margin (%)
Pretax ROA (%)
Pretax ROE (%)
Return on Invested Capital (%)

Figura 3.5: Indicatori di profittabilità e crescita (elaborazione personale)

- *Revenue Growth (%):*

Esprime la variazione percentuale dei ricavi da un periodo all'altro. Un tasso di crescita positivo e sostenuto riflette l'espansione delle attività operative e la capacità dell'impresa di aumentare la propria quota di mercato.

- *EBITDA Margin (%)*:

Richiamando quanto descritto all'interno del Paragrafo 1.5, tale indicatore da informazioni su quanto efficientemente un'azienda genera profitto dalle sue attività operative principali.

- *Income before Tax Margin (%)*:

È dato dal rapporto tra il reddito ante imposte e il totale dei ricavi, evidenziando la redditività dell'attività operativa al netto di tutti i costi. Pertanto, è adottato per confronti intertemporali e interaziendali, poiché consente di isolare l'effetto della tassazione, che può variare in modo significativo in funzione di normative e contesti giurisdizionali.

- *Net Margin (%)*:

Indica la percentuale dei ricavi che si traduce in utile netto, dopo aver escluso componenti straordinarie o non ricorrenti. Si ottiene dal rapporto tra il risultato netto delle attività continuative e il totale dei ricavi.

- *Pretax ROA (%)*:

Fornisce un'indicazione sull'efficienza con cui l'azienda utilizza le proprie risorse per generare reddito, indipendentemente dalle politiche fiscali. È un indicatore cruciale per valutare l'efficacia della gestione patrimoniale e il potenziale di redditività del capitale investito in asset produttivi.

- *Pretax ROE (%)*:

Richiamando quanto descritto all'interno del Paragrafo 1.5, tale indicatore fornisce una misura della capacità dell'impresa di generare utili per gli azionisti prima dell'effetto fiscale.

- *Return on Invested Capital (%)*:

Misura il rendimento sul capitale investito — proprio e di terzi — ed è un indicatore chiave per valutare la creazione di valore, poiché confrontabile con il WACC.

Financial Strength / Leverage
Net Debt
Net Debt / EBITDA Margin
Total Debt Percentage of Total Assets
Total Debt Percentage of Total Capital
Total Debt Percentage of Total Equity

Figura 3.6: Indicatori di solidità finanziaria (elaborazione personale)

- *Net Debt:*

Si calcola come la differenza tra il debito finanziario lordo (Total Debt) e le disponibilità liquide e mezzi equivalenti (Cash & Cash Equivalents). Tale indicatore rappresenta il livello effettivo dell'esposizione debitoria dell'impresa, considerando la liquidità immediatamente disponibile per farvi fronte.

- *Net Debt / EBITDA Margin:*

Indica il numero di anni teorici necessari affinché l'impresa possa estinguere il proprio indebitamento netto utilizzando esclusivamente la propria capacità di generare margini.

- *Total Debt Percentage of Total Assets:*

Esprime la quota percentuale di asset aziendali finanziati mediante il ricorso al debito.

- *Total Debt Percentage of Total Capital:*

Consente di valutare il grado di leva finanziaria dell'impresa, evidenziando quanto capitale di rischio sia sostituito da capitale di terzi. Un valore elevato suggerisce una struttura del capitale orientata all'indebitamento.

- *Total Debt Percentage of Total Equity:*

Esprime il grado di indebitamento finanziario rispetto al capitale proprio dell'impresa. Valori elevati possono riflettere un'eccessiva dipendenza dal debito, con conseguenti pressioni su rating creditizi e condizioni di finanziamento.

Productivity & Liquidity
Sales per Employee
Quick Ratio

Figura 3.7: Indicatori di produttività e liquidità (elaborazione personale)

- *Sales per Employee:*

Esprime il volume dei ricavi generati in media da ciascun dipendente, ed è comunemente utilizzato come misura dell'efficienza e della produttività della forza lavoro. Valori elevati indicano una maggiore efficienza operativa, poiché riflettono la capacità dell'organizzazione di generare ricavi rilevanti con una forza lavoro contenuta o ben ottimizzata.

- *Quick Ratio:*

Con riferimento al Paragrafo 1.5, il presente studio ha scelto di adottare esclusivamente il quick ratio, in quanto — a differenza del current ratio — offre una rappresentazione più rigorosa e prudente della liquidità aziendale. Esso consente infatti di valutare in modo più realistico la capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni a breve termine, escludendo dal computo le rimanenze di magazzino, spesso meno facilmente liquidabili.

Conclusa la presentazione degli indicatori finanziari selezionati, si procede con l'illustrazione delle tecniche statistiche adottate per l'analisi dei dati. In prima istanza, è stata condotta un'analisi esplorativa della distribuzione dei valori pre e post operazione per ciascun indicatore, al fine di individuare eventuali asimmetrie, anomalie o cambiamenti strutturali all'interno dei campioni esaminati.

A supporto di questa fase, è stato sviluppato un codice in linguaggio R, riportato nella Figura 3.8 a titolo esemplificativo, che consente di unire i dataset relativi ai due periodi e generare rappresentazioni grafiche mediante l'uso della libreria *ggplot2*, facilitando così l'interpretazione visiva delle principali tendenze emerse.

```
library(readxl)
dataset_pre <- read_excel("ANALISI.xlsx", sheet = "DATABASE_PRE")
dataset_post <- read_excel("ANALISI.xlsx", sheet = "DATABASE_POST")

dataset_pre$dataset <- "Pre operazione"
dataset_post$dataset <- "Post operazione"

dataset <- rbind(dataset_pre, dataset_post)
dataset$dataset <- factor(dataset$dataset,
                           levels = c("Pre operazione", "Post operazione"))

dataset$dataset
colnames(dataset)

library(ggplot2)
ggplot(dataset, aes(x = dataset, y = `EBITDA`, color = dataset))+
  geom_jitter(width = 0.1, height = 0, size = 2, alpha = 0.7)+
  ylim(0,50)+
  labs(title = "EBITDA", x = "", y="") +
  theme(plot.title = element_text(hjust = 0.5, size = 11,
    margin = margin(b = 20, t = 10) ), legend.position = "none")

summary(dataset_post$EBITDA)
summary(dataset_pre$EBITDA)
mean(dataset_post$EBITDA - dataset_pre$EBITDA)
cor(dataset_post$EBITDA, dataset_pre$EBITDA)
```

Figura 3.8: Codice R per l'analisi interpretativa dei dati (elaborazione personale)

Successivamente, verrà riportato un confronto diretto tra le principali statistiche descrittive delle variabili numeriche. In particolare, è stato utilizzato il valore medio delle variazioni osservate tra due momenti distinti come indicatore sintetico per rilevare eventuali cambiamenti riconducibili all'introduzione del private debt. In generale, un differenziale positivo può essere interpretato come un segnale di miglioramento, indicando un incremento medio dei valori nel periodo successivo all'intervento e suggerendo, potenzialmente, un effetto favorevole associato all'adozione dello strumento finanziario analizzato.

Infine, è verrà condotta un'analisi di correlazione, finalizzata a valutare la forza e la direzione della relazione lineare tra le variabili nei due periodi considerati. Il coefficiente di correlazione, infatti, può assumere valori compresi tra -1 e +1:

- valori prossimi a +1 indicano una forte correlazione positiva, ovvero una tendenza congiunta all'aumento di entrambe le variabili;
- valori prossimi a -1 evidenziano una forte correlazione negativa, in cui all'aumento di una variabile corrisponde una diminuzione dell'altra;
- valori vicini a 0 segnalano l'assenza di una relazione lineare significativa, suggerendo che le due variabili si muovono in modo indipendente.

Nel contesto specifico dell'analisi pre e post operazione, un coefficiente elevato suggerisce una continuità nei comportamenti dell'indicatore considerato, riflettendo stabilità o coerenza tra le due fasi. Al contrario, un basso livello di correlazione può indicare un cambiamento strutturale, ovvero che l'introduzione del private debt ha modificato significativamente l'andamento del parametro analizzato. Pertanto, questo studio consente non solo di cogliere la presenza di variazioni, ma anche di comprenderne la natura e la potenziale origine.

A completamento del paragrafo, si segnala la disponibilità del seguente link a *Google Drive*, tramite il quale è possibile accedere al file Excel contenente il database elaborato sui dati del campione selezionato: [Database Excel](#)

3.4 Valutazione quantitativa delle performance aziendali

Giunti a questo punto del lavoro, si procederà con l’analisi empirica degli effetti del private debt sulle performance economiche delle imprese, attraverso il confronto della distribuzione dei principali dati finanziari.

Per chiarezza metodologica, si ribadisce che questa sezione ha l’obiettivo di valutare statisticamente in che misura i finanziamenti privati possano rappresentare uno strumento strategico per fronteggiare la crescente disintermediazione bancaria. Di fatto, l’analisi è collocata nel contesto italiano, che, come emerso nel capitolo precedente, mostra una dipendenza strutturale più marcata dalla leva finanziaria rispetto ad altri Paesi, rendendo particolarmente rilevante una riflessione sulla sostenibilità della struttura del capitale.

Pertanto, oltre a misurare l’impatto diretto del private debt sulle performance aziendali, l’indagine mira a valutare l’efficienza dell’utilizzo della leva finanziaria e a indagare se, e in quale misura, sia opportuno riequilibrare il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio, al fine di rafforzare la solidità patrimoniale e la resilienza delle imprese

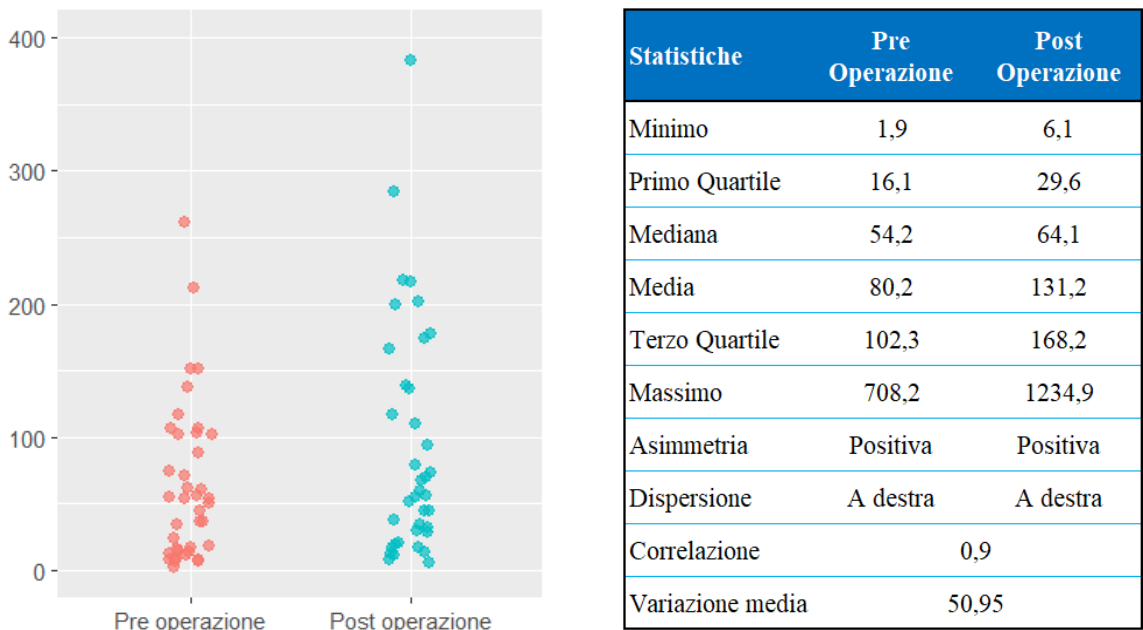


Figura 3.9: Revenue from Business Activities - Total (elaborazione personale)

Attraverso lo studio delle principali statistiche di sintesi è possibile confrontare media e mediana per individuare eventuali asimmetrie nei dati analizzati. In entrambe le fasi emerge un'asimmetria positiva, con la media sistematicamente superiore alla mediana, indicando una frequenza maggiore di valori inferiori alla media.

Tale configurazione è ulteriormente confermata dalla maggiore distanza tra il terzo quartile e la mediana rispetto a quella tra la mediana e il primo quartile, evidenza particolarmente marcata nel periodo successivo all'operazione.

Sotto il profilo economico, tali evidenze suggeriscono che il ricorso del private debt abbia contribuito a un incremento complessivo dei ricavi aziendali. Tuttavia, l'asimmetria positiva osservata indica che solo una parte limitata di imprese ha beneficiato in misura significativa dell'operazione. Tale configurazione riflette una distribuzione disomogenea dei benefici, con effetti economici positivi concentrati prevalentemente su un segmento ristretto del campione.

L'elevato coefficiente di correlazione osservato riflette una marcata continuità nei comportamenti della variabile e indica una sostanziale stabilità dei dati. Questo risultato implica che, nonostante l'intervento, non si siano verificati cambiamenti strutturali radicali nella dinamica dei ricavi, la cui traiettoria si conferma coerente nel tempo.

Infine, la variazione media positiva osservata tra le due fasi rappresenta un indicatore sintetico di miglioramento, suggerendo un potenziale effetto favorevole e rafforzando l'ipotesi di una relazione positiva tra l'utilizzo dello strumento e la performance operativa.

Pertanto, le evidenze di asimmetria positiva, la forte correlazione e l'incremento medio suggeriscono che il private debt abbia agito come leva di rafforzamento sui ricavi aziendali, più che come fattore di trasformazione strutturale, in coerenza con il breve orizzonte temporale considerato.

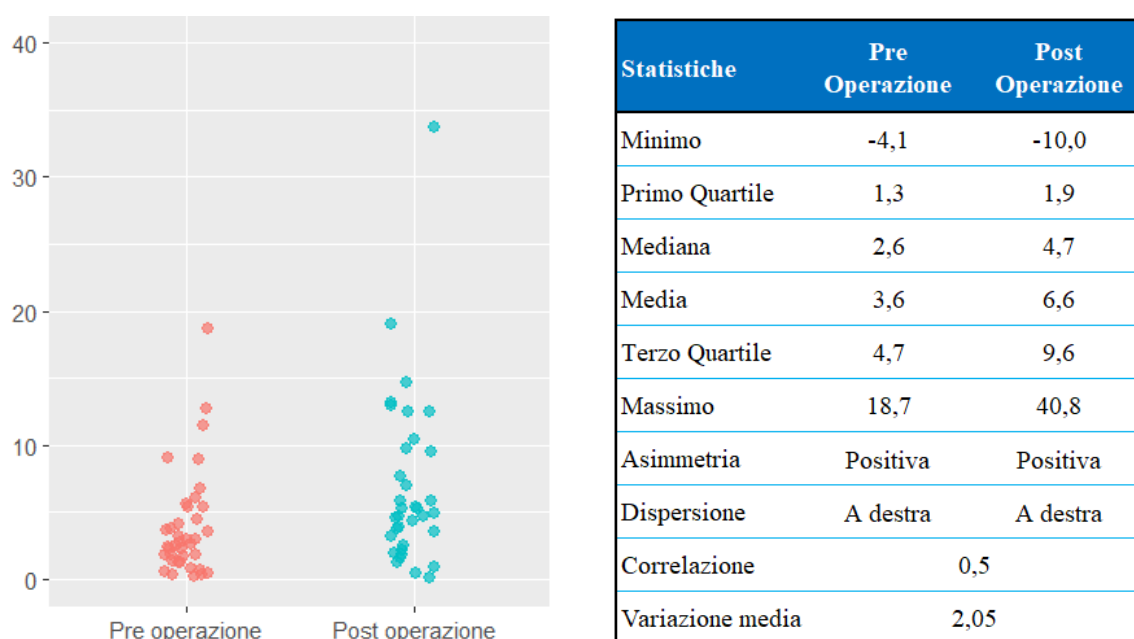


Figura 3.10: Operating Profit before Non-Recurring Income/Expense
(elaborazione personale)

Anche per la variabile in esame si osserva, in entrambe le fasi analizzate, un'asimmetria positiva: la media risulta sistematicamente superiore alla mediana, indicando una concentrazione delle osservazioni al di sotto del valore medio.

Il coefficiente di correlazione evidenzia la presenza di una relazione lineare moderata tra i due periodi, suggerendo una coerenza nei comportamenti rilevati. Rispetto alle analisi precedenti, l'esame di questo indicatore finanziario mostra come l'operazione finanziaria abbia inciso in modo più profondo sulla redditività operativa delle imprese. La variabile considerata rappresenta infatti una misura più accurata rispetto alla precedente, in quanto esclude eventuali componenti straordinarie che potrebbero distorcere la valutazione dell'effettiva efficienza gestionale.

A supporto di questa evidenza, la variazione media positiva rilevata segnala un miglioramento della redditività operativa, rafforzando l'ipotesi di un concreto impatto economico favorevole derivante dall'adozione dello strumento finanziario.

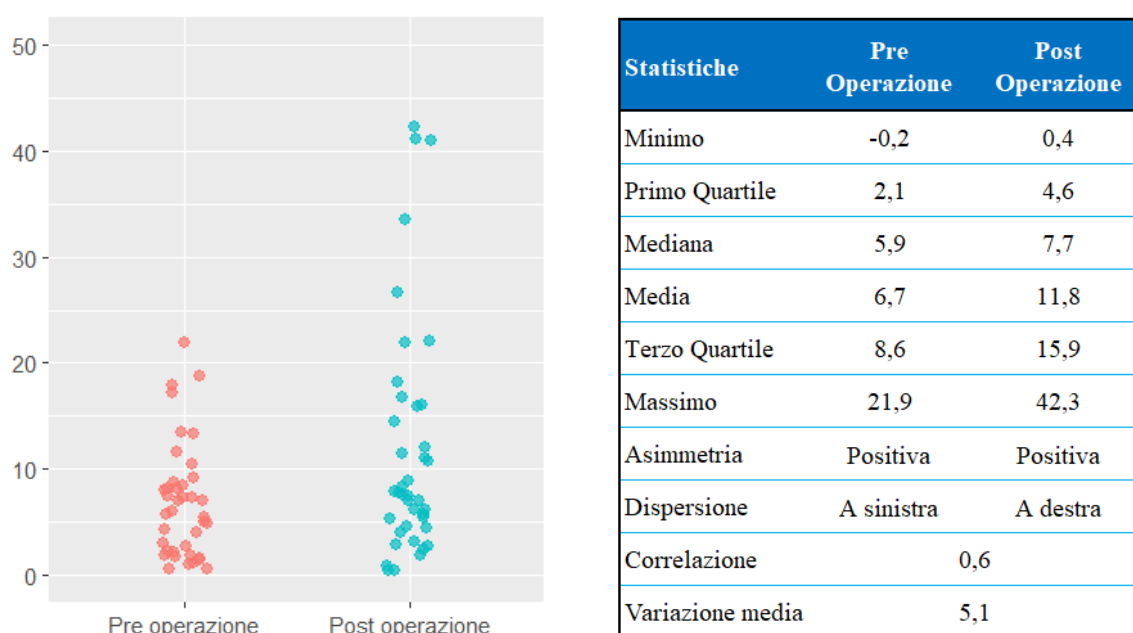


Figura 3.11: EBITDA (elaborazione personale)

L'analisi comparativa dell'EBITDA nei periodi pre e post operazione evidenzia una trasformazione significativa e positiva nella performance delle imprese analizzate. Pur mantenendo, in entrambe le fasi, un'asimmetria positiva nella distribuzione, il periodo successivo all'operazione si contraddistingue per un consistente incremento di tutte le principali statistiche descrittive

Il coefficiente di correlazione suggerisce una moderata continuità lineare nella performance delle singole imprese, evidenziando la possibilità di cambiamenti strutturali e differenziali nella capacità di generare margini operativi. In questo contesto, la variazione media positiva e sostenuta conferma un miglioramento complessivo della redditività operativa, indicando che, a prescindere dalla posizione iniziale, la maggior parte delle imprese ha beneficiato dell'intervento.

In conclusione, l'intero campione mostra un incremento netto e generalizzato della capacità di generare profitti operativi, suggerendo l'efficacia dell'operazione nel potenziare le dinamiche economiche aziendali.

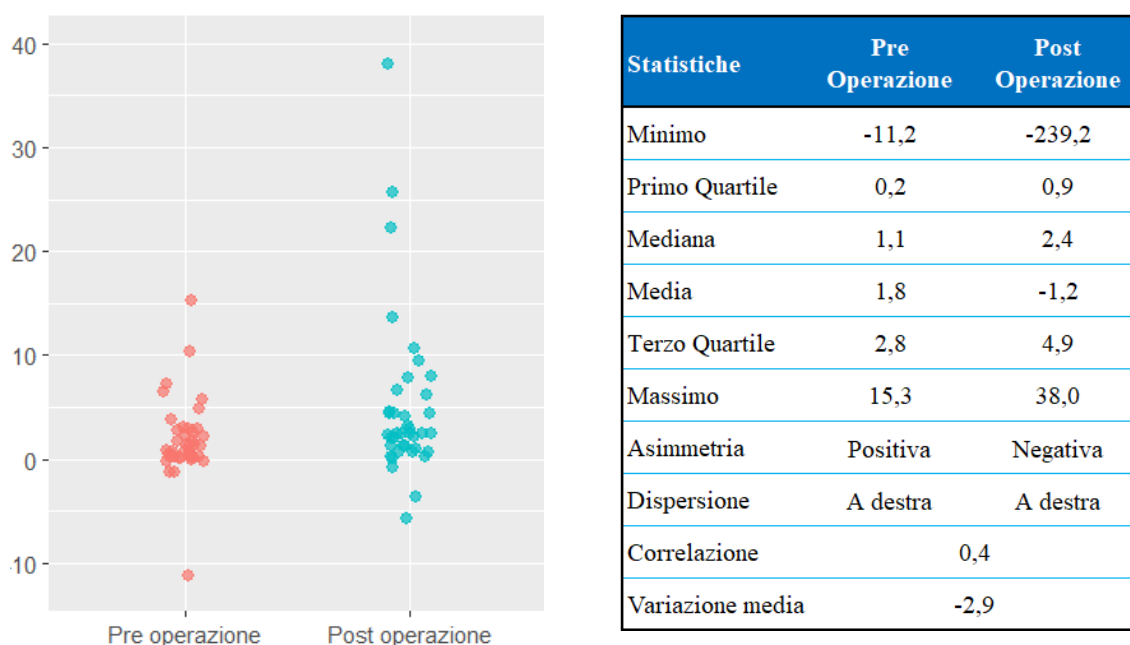


Figura 3.12: Income before Discontinued Operations & Extraordinary Items
(elaborazione personale)

L'analisi del risultato netto proveniente dalle sole attività ricorrenti, nel periodo successivo all'operazione, evidenzia una distribuzione con asimmetria negativa, segnale della prevalenza di osservazioni posizionate al di sopra della media. Tale configurazione suggerisce una tendenza generalizzata a risultati economici relativamente più elevati.

Il coefficiente di correlazione suggerisce una relazione lineare moderata tra i due periodi considerati, segnalando una certa continuità tra le performance economiche delle singole imprese. Inoltre, la variazione media negativa, unita alla diminuzione del valore medio, evidenzia un peggioramento complessivo della performance economica, verosimilmente influenzato dalla presenza di valori estremamente negativi nel periodo post operazione. In particolare, si segnala un *outlier* di grande entità nel valore minimo, che ha potenzialmente condizionato l'analisi della variazione media.

Di fatto, le restanti statistiche descrittive suggeriscono che una parte consistente del campione ha registrato un incremento del risultato netto, nonostante l'impatto negativo di alcuni casi estremi.

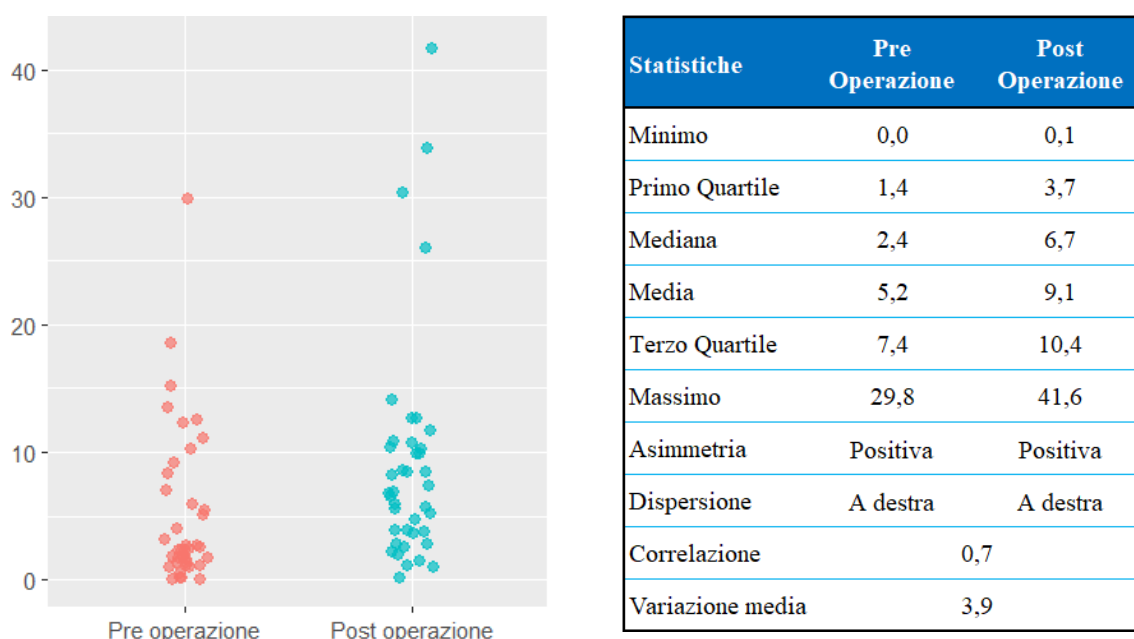


Figura 3.13: Cash & Cash Equivalents (elaborazione personale)

Analizzando tale variabile, si osserva un generale rafforzamento della liquidità aziendale. In particolare, nel periodo post operazione, si riscontra una distribuzione caratterizzata da asimmetria positiva e da una marcata dispersione della coda destra, confermando la presenza di soggetti con disponibilità liquide nettamente superiori alla media. L'incremento della mediana, in particolare, indica che tale crescita non è limitata a pochi casi eccezionali, ma riguarda una parte ampia del campione.

Inoltre, si rileva una variazione media positiva e una correlazione tra le variabili pari a 0,7, indicativa di una significativa relazione lineare rispetto alla gestione della liquidità. Questo suggerisce una certa coerenza nei comportamenti osservati, pur in presenza di elementi di variabilità.

Dal punto di vista economico, questo miglioramento generalizzato della disponibilità di cassa post-operazione, implica una maggiore solidità finanziaria per le imprese, consentendo loro di gestire meglio gli impegni a breve termine e di sfruttare potenziali opportunità di investimento.

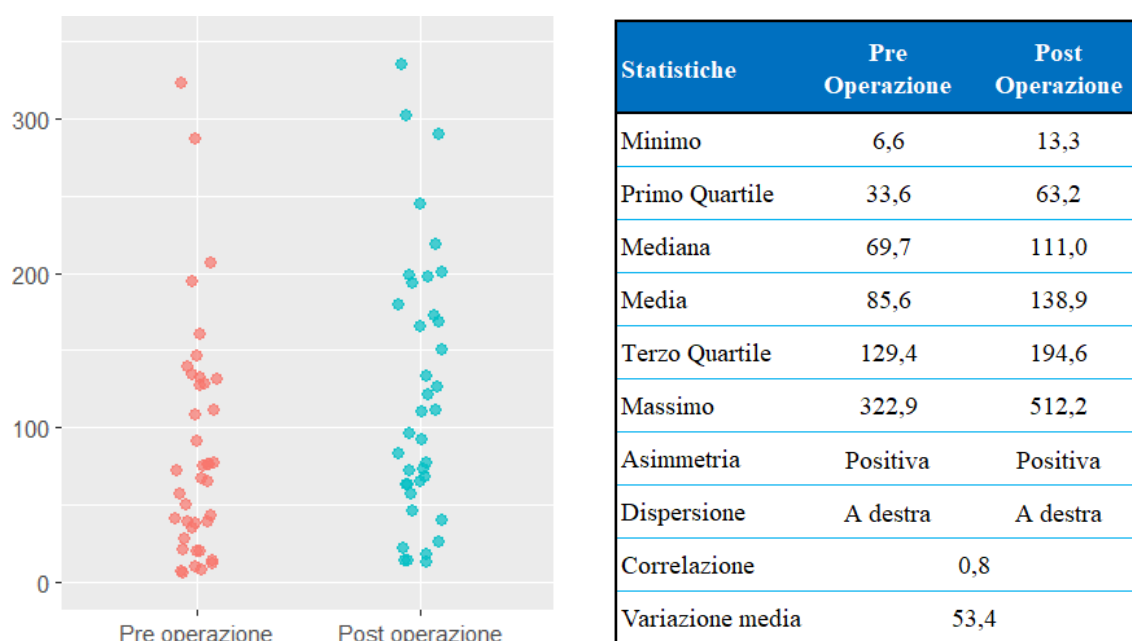


Figura 3.14: Total Assets (elaborazione personale)

L'analisi della variabile evidenzia, anche in questo caso, un incremento dei valori osservati. L'asimmetria positiva e la distribuzione spostata verso destra, rilevata in entrambi i periodi considerati, indicano che la maggior parte delle imprese presenta un valore degli asset inferiore alla media, pur in presenza di alcune aziende con valori significativamente più elevati.

Il coefficiente di correlazione pari a 0,8 segnala una forte relazione positiva tra il valore degli asset pre e post operazione, suggerendo una certa continuità nella struttura patrimoniale delle aziende.

Da un punto di vista economico, tale crescita diffusa del totale degli asset può riflettere strategie aziendali orientate all'espansione, quali investimenti in nuove risorse, operazioni di acquisizione o rivalutazioni di beni già esistenti. La forte correlazione osservata sottolinea la stabilità delle dimensioni relative tra le imprese, mentre l'aumento del valore medio degli asset testimonia un'espansione complessiva della capacità operativa e del potenziale economico del campione analizzato.

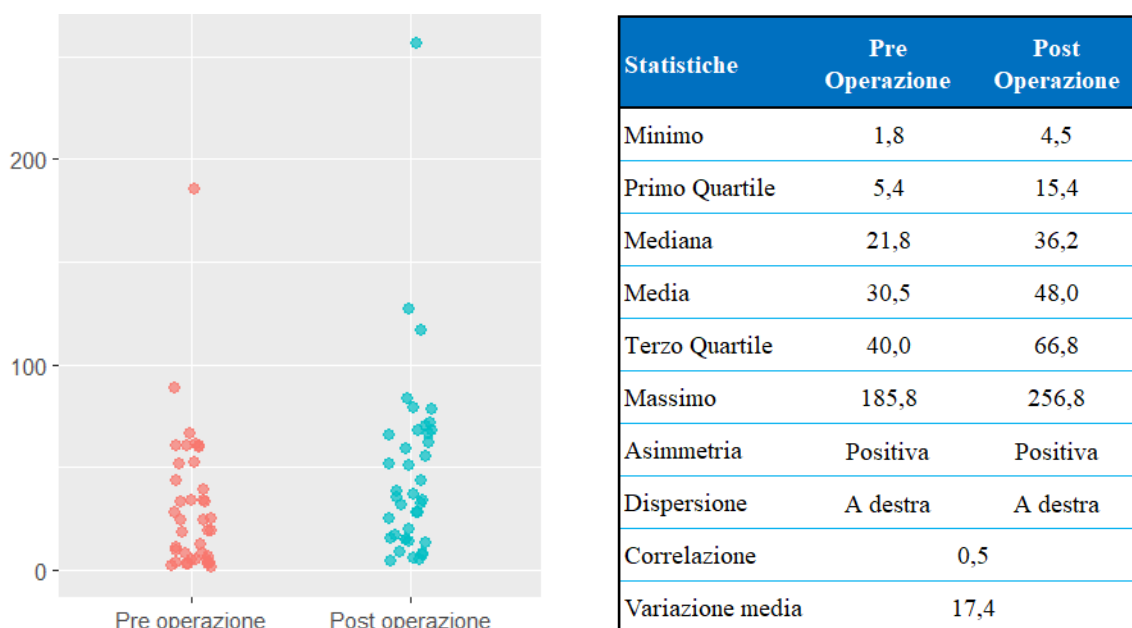


Figura 3.15: Debt - Total (elaborazione personale)

L'analisi dell'indicatore relativo ai debiti finanziari complessivi evidenzia un incremento generalizzato del livello di indebitamento aziendale nel periodo post-operazione, accompagnato da una maggiore dispersione dei dati nella coda sinistra. Ciò testimonia che l'incremento delle obbligazioni finanziarie si è diffuso ampiamente nel campione analizzato. Inoltre, la variazione media positiva testimonia l'incremento dell'indebitamento medio dopo l'operazione.

La correlazione moderata osservata suggerisce che le imprese caratterizzate da un certo livello di indebitamento già prima dell'operazione di private debt tendono a mantenere, o ad aumentare, il proprio grado di esposizione finanziaria anche nel periodo successivo. Questo comportamento potrebbe riflettere un utilizzo del private debt finalizzato al rifinanziamento di obbligazioni in scadenza.

L'aumento del debito è la conseguenza diretta del ricorso al private debt. Dal punto di vista economico, questo incremento di passività finanziarie rappresenta l'afflusso di capitale che queste imprese hanno cercato per finanziare i loro piani di sviluppo. Pertanto, l'ampia diffusione dell'aumento suggerisce che molte imprese nel campione hanno effettivamente utilizzato questo strumento per ottenere risorse finanziarie.

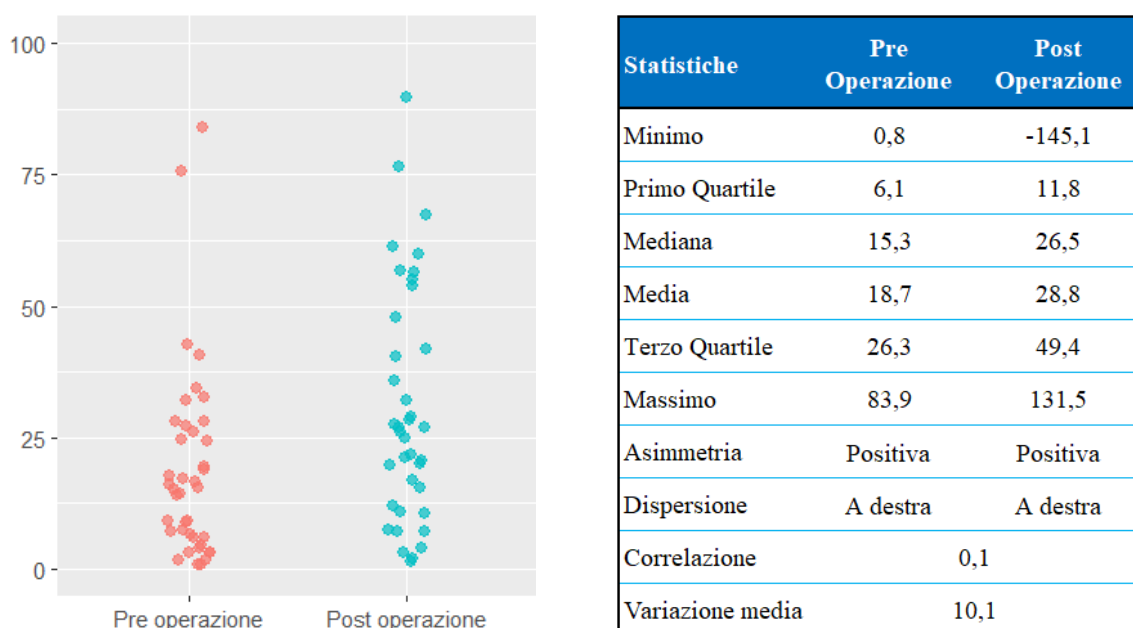


Figura 3.16: Common Equity - Total (elaborazione personale)

L'analisi dell'indicatore evidenzia un incremento generalizzato del livello di capitale proprio nel periodo post-operazione, sebbene solo un numero limitato di imprese presenti valori di Common Equity significativamente superiori alla media. Questo suggerisce una distribuzione non uniforme, ma comunque orientata verso una crescita diffusa del patrimonio netto. In particolare, l'aumento significativo della media e della mediana suggerisce un rafforzamento diffuso, non riconducibile esclusivamente ai singoli casi.

La variazione media positiva conferma tale tendenza, indicando un rafforzamento complessivo della posizione patrimoniale. Il coefficiente di correlazione segnala una certa discontinuità nei dati, suggerendo che, in seguito all'operazione, le imprese hanno modificato, nel tempo il livello di capitale proprio.

L'incremento osservato può essere letto come un rafforzamento patrimoniale imputabile agli utili generati nel periodo di riferimento, come conseguenza di possibili clausole (tipiche dei minibond) di vincoli alla distribuzione di dividendi. Tale tendenza in miglioramento potrebbe anche essere imputabile ad aumenti di capitale che potrebbero essere stati finalizzati nel contesto dell'emissione dei minibond.

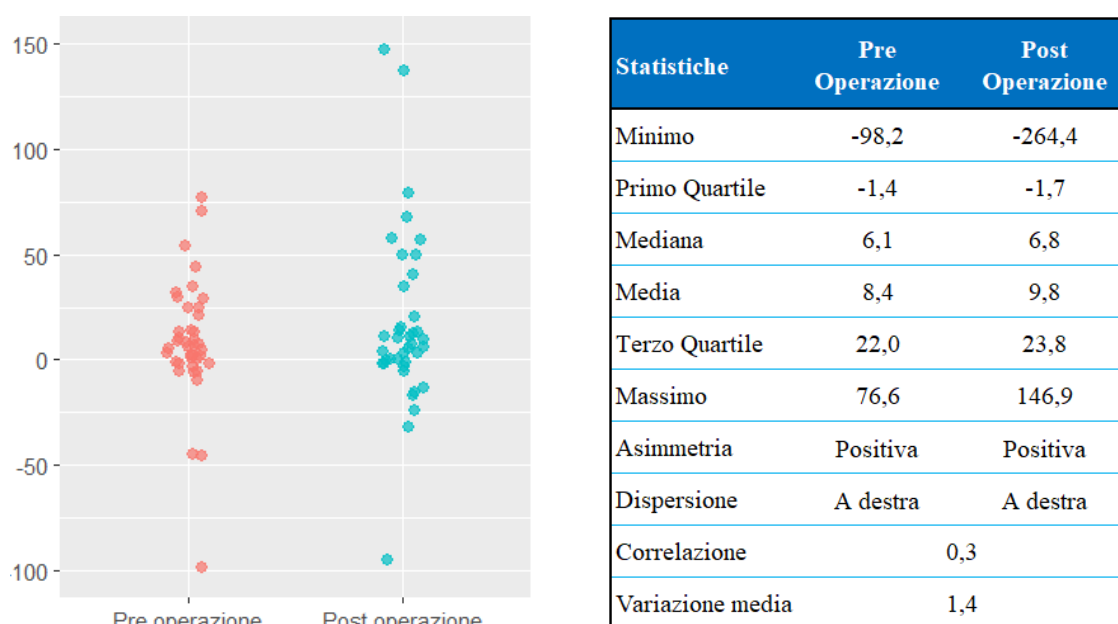


Figura 3.17: Revenue Growth (%) (elaborazione personale)

L'indicatore analizzato evidenzia un lieve incremento delle statistiche descrittive e una distribuzione caratterizzata da asimmetria positiva e dispersione a destra. Ciò suggerisce che, sebbene alcune imprese abbiano continuato a registrare performance eccezionali, una quota del campione ha sperimentato un rallentamento o una contrazione della crescita. La variazione media positiva, seppur influenzata da valori estremi, suggerisce una tendenza al miglioramento generalizzato del tasso di crescita dei ricavi.

In via generale, il private debt sembra aver abilitato, strategie di crescita aggressiva, migliorando le performance. Tuttavia, l'elevata dispersione e la bassa correlazione suggeriscono che l'efficacia dell'intervento dipende fortemente dalla capacità gestionale delle singole imprese nel tradurre le risorse in espansione sostenibile.

Tale dinamica può essere ricondotta a una combinazione di fattori esogeni e strutturali. Da un lato, il periodo post-operazione potrebbe aver coinciso con fasi di instabilità macroeconomica o con eventi straordinari, come la pandemia da COVID-19, che hanno limitato le possibilità di espansione in molti settori. Dall'altro, per le imprese che già mostravano alti tassi di crescita, il mantenimento di tali ritmi si presenta fisiologicamente più complesso.

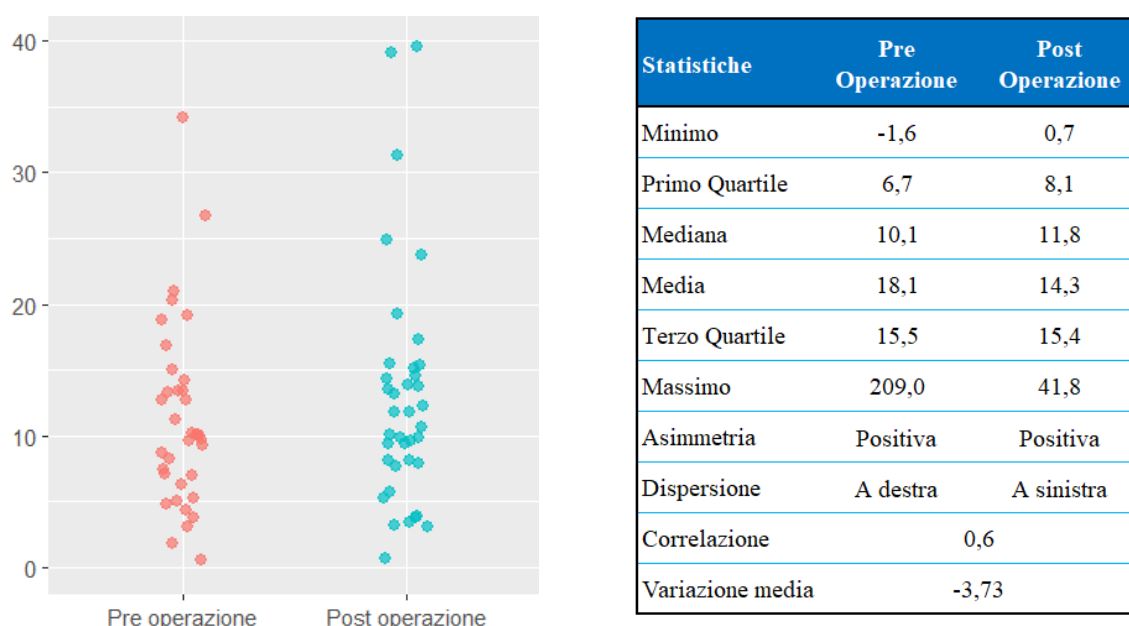


Figura 3.18: EBITDA Margin (%) (elaborazione personale)

Analizzando l'EBITDA Margin si osserva una diminuzione della media nel periodo post-operazione. Tale calo è fortemente influenzato dal drastico ridimensionamento del valore massimo nel periodo post-operazione, suggerendo che le performance eccezionali pre-operazione si sono notevolmente attenuate. Tuttavia, l'analisi rivela anche un incremento della mediana e del primo quartile, indicando un miglioramento diffuso per la maggior parte delle imprese del campione. La correlazione di intensità moderata indica una certa continuità nelle performance tra i due periodi, suggerendo che le imprese con buoni livelli di redditività iniziali tendono a mantenerli.

L'operazione di private debt, pur non portando a un aumento complessivo della media, sembra aver favorito un'ottimizzazione dei processi e una maggiore efficienza per una parte significativa del campione, migliorando EBITDA margin. Ciò potrebbe riflettere una maggiore capacità di generare flussi di cassa operativi, mediante l'ottimizzazione dei processi e della struttura dei costi. Tuttavia, è essenziale considerare che l'EBITDA non tiene conto degli ammortamenti, degli oneri finanziari, delle imposte né delle variazioni del capitale circolante, e pertanto un miglioramento a questo livello non garantisce automaticamente una maggiore redditività netta o una migliore liquidità.

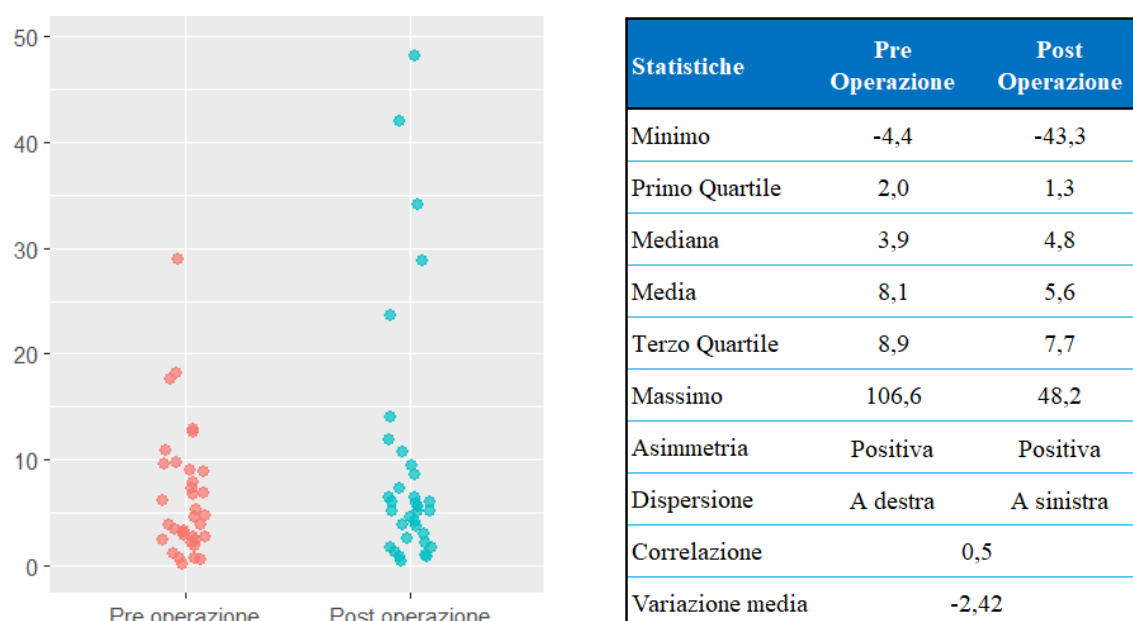


Figura 3.19: Income before Tax Margin (%) (elaborazione personale)

La dinamica dell'Income before Tax Margin, caratterizzata da una media in calo (dovuta al ridimensionamento dei picchi) ma da una mediana in leggero aumento, suggerisce un riposizionamento eterogeneo della redditività ante imposte. Al contempo, il lieve aumento della mediana potrebbe indicare una stabilizzazione o un piccolo miglioramento nella redditività per la "tipica" azienda. Tuttavia, è cruciale sottolineare il deterioramento delle performance nella fascia inferiore della distribuzione, aumentando il rischio di perdite per le imprese già in difficoltà.

Pertanto, il private debt sembra aver ridimensionato drasticamente i risultati estremi e peggiorato le performance per le imprese con i margini più bassi, e la correlazione moderata indica una certa persistenza nei profili di redditività.

Tale scenario può derivare da un incremento degli oneri finanziari che, se non compensato da un miglioramento più che proporzionale dell'EBITDA, determina una contrazione della redditività netta. Tuttavia, è opportuno considerare che, a due anni dall'operazione, i fondi raccolti potrebbero essere stati investiti in progetti che non hanno ancora generato sufficienti ritorni per compensare l'aumento degli oneri finanziari.

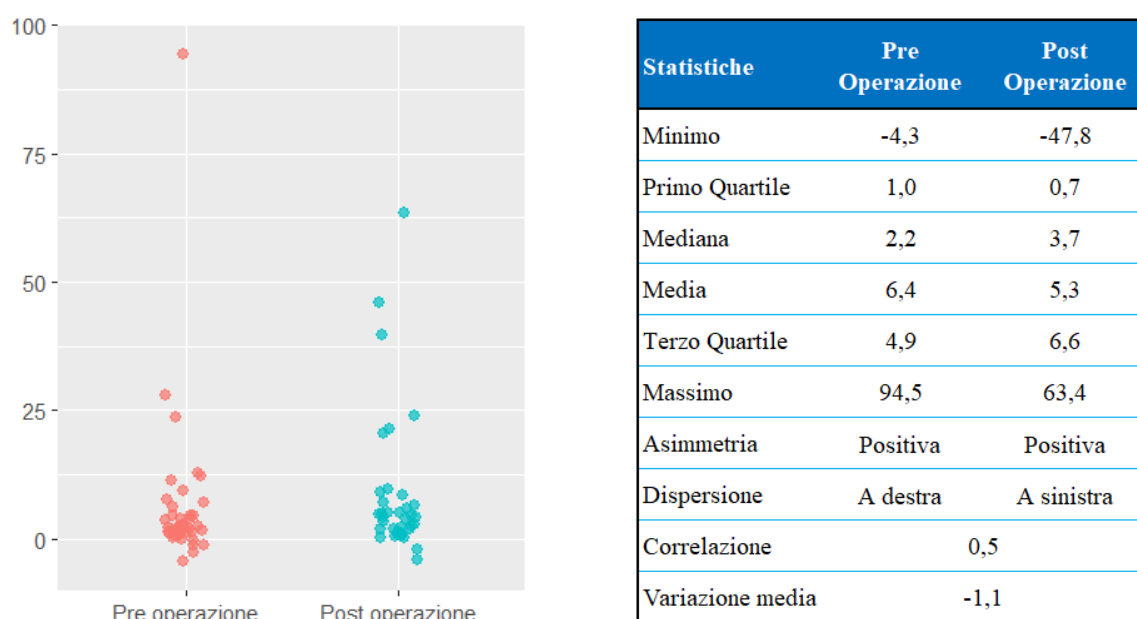


Figura 3.20: Net Margin (%) (elaborazione personale)

Nonostante l'asimmetria si mantenga positiva in entrambi i periodi, vi è una maggiore dispersione della coda sinistra nel periodo post-operazione. Questo dato indica che, nonostante alcune imprese continuino a registrare elevate redditività nette, la distribuzione post-operazione è caratterizzata da una maggiore probabilità di incorrere in perdite nette estreme, come evidenziato dal nuovo minimo. Tale valore conferma che le imprese che già mostravano una sofferenza a livello di risultato ante imposte a causa del peso degli oneri finanziari, vedono queste difficoltà tradursi pienamente in pesanti perdite nette. Tuttavia, l'incremento della mediana e del terzo quartile potrebbero suggerire che, per le imprese nella metà superiore della distribuzione, l'incidenza fiscale non ha eroso la redditività operativa.

L'analisi precedente dell'Income before Tax Margin aveva evidenziato come gli oneri finanziari stessero comprimendo la redditività per una parte del campione. L'andamento del Net Margin suggerisce che l'impatto fiscale non altera in modo sostanziale questa dinamica di fondo per le imprese in difficoltà, mentre per quelle più performanti, le capacità economiche e gestionali sono sufficienti per assorbire sia gli oneri finanziari che le imposte, traducendosi in un miglioramento della redditività finale.

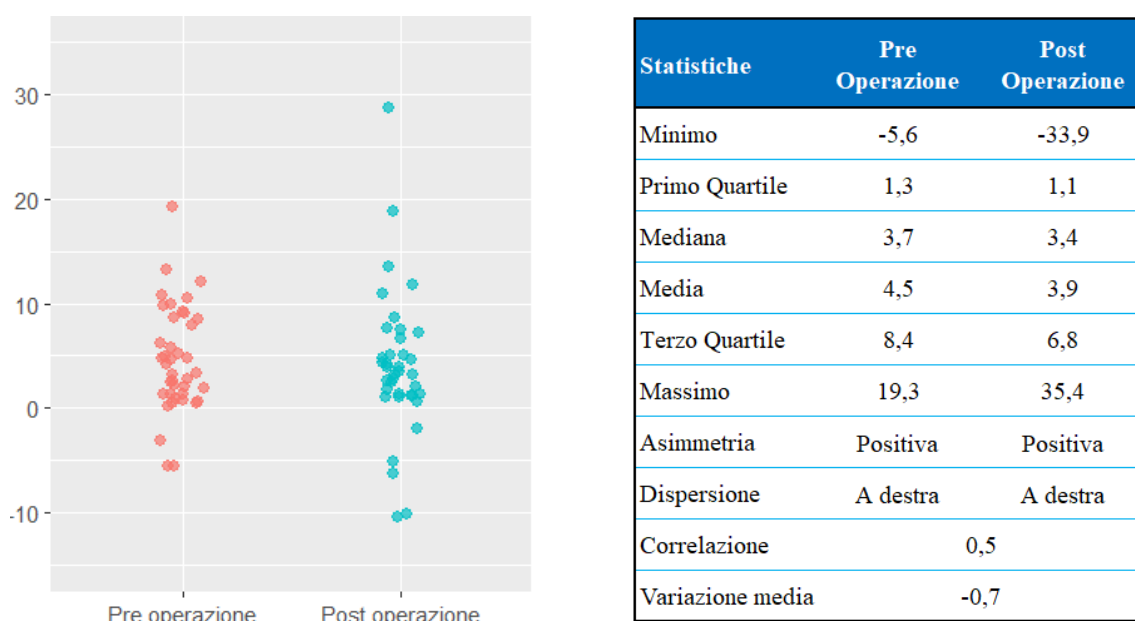


Figura 3.21: Pretax ROA (%) (elaborazione personale)

La riduzione delle statistiche descrittive rileva una tendenza generale alla diminuzione della redditività degli attivi al lordo delle imposte per la maggior parte del campione. Tuttavia, nonostante la variazione media negativa, l'asimmetria si mantiene positiva e la dispersione a destra. Questo indica che, nonostante il calo medio, la distribuzione continua ad essere caratterizzata dalla presenza di imprese con una redditività degli attivi elevata.

Il ricorso al private debt tipicamente comporta un aumento del passivo e, contestualmente, un incremento del totale attivo, poiché i fondi ottenuti vengono investiti o utilizzati per acquisizioni. Se l'attivo cresce in misura proporzionalmente maggiore rispetto all'utile ante imposte, il ROA tende a diminuire. Tale flessione del Pretax ROA per molte imprese potrebbe indicare che, a due anni dall'operazione, gli investimenti realizzati non hanno ancora generato un ritorno sufficiente a compensare l'aumento dell'attivo e/o i maggiori oneri finanziari. Potrebbe esserci un *time-lag* ritardo fisiologico prima che i nuovi investimenti diventino pienamente produttivi⁸⁵.

⁸⁵ L'analisi del Pretax ROA è stata replicata a fini esplorativi estendendo l'orizzonte temporale della fase post-intervento, riscontrando un incremento dell'indicatore.

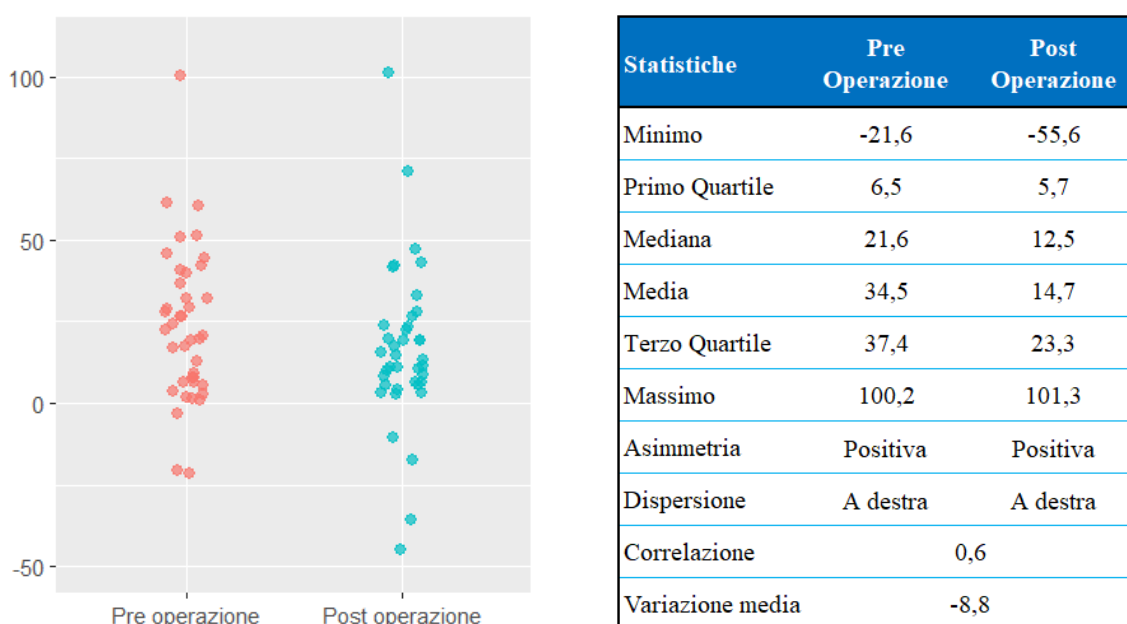


Figura 3.22: Pretax ROE (%) (elaborazione personale)

L'analisi del *Pretax ROE* evidenzia una riduzione della performance media tra il periodo pre e post operazione. La presenza di una marcata dispersione nella coda destra della distribuzione suggerisce che la maggior parte delle imprese presenta livelli di redditività inferiori alla media, la quale risulta influenzata da pochi casi con valori particolarmente elevati.

La moderata correlazione tra i due periodi segnala un impatto eterogeneo dell'intervento di private debt, con una tendenza generale a una diminuzione della redditività del capitale proprio. Tale riduzione del ROE risulta verosimilmente attribuibile sia alla contrazione dei margini ante imposte, sia all'incremento del capitale proprio, che ha ampliato il denominatore dell'indicatore.

Questa dinamica riflette una maggiore pressione sulla sostenibilità della redditività per gli azionisti, soprattutto laddove l'utilizzo del debito non abbia generato un effettivo valore aggiunto. Il calo del Pretax ROE può inoltre indicare una minore efficienza nell'allocazione del capitale o una struttura finanziaria più onerosa, evidenziando la necessità per le imprese di bilanciare con attenzione il ricorso alla leva finanziaria rispetto alla loro effettiva capacità di generare ritorni adeguati.

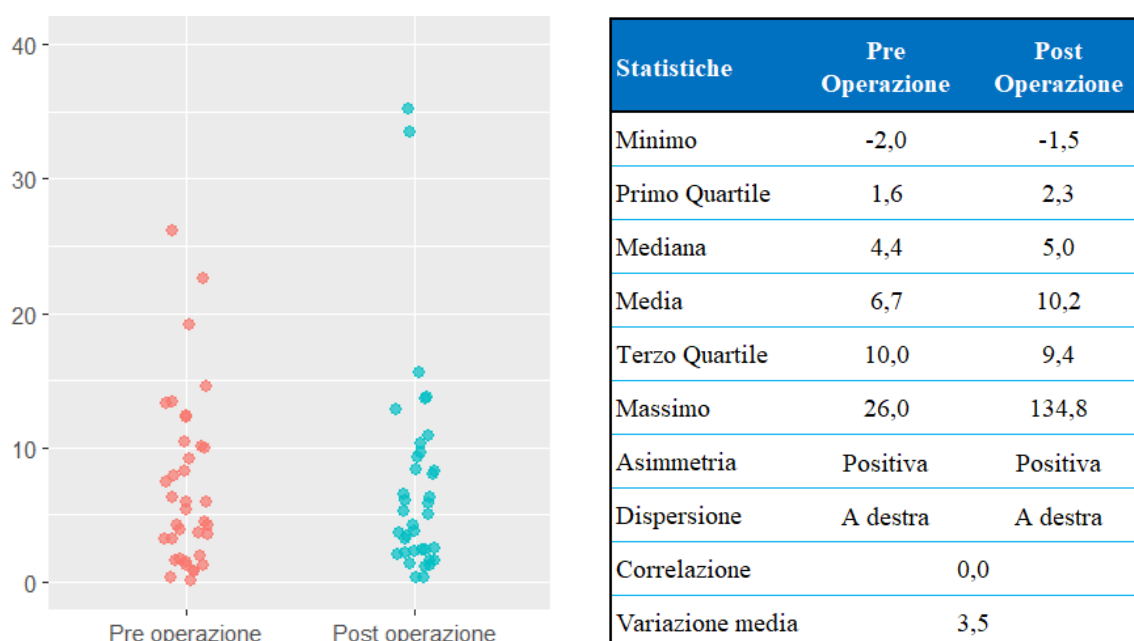


Figura 3.23: Return on Invested Capital (%) (elaborazione personale)

Dal punto di vista distributivo, l'asimmetria positiva e la persistente dispersione verso destra osservate indicano che la maggior parte delle imprese presenta valori inferiori alla media. La correlazione nulla evidenzia un impatto eterogeneo del private debt, confermando che l'efficacia dell'operazione varia sensibilmente da impresa a impresa.

Nonostante la presenza di un outlier, la variazione media suggerisce un miglioramento generalizzato nella capacità delle imprese di utilizzare in modo più efficiente il capitale investito. Questo effetto potrebbe riflettere investimenti produttivi, ottimizzazioni operative o una riallocazione più efficace delle risorse finanziate tramite il debito.

Tuttavia, il confronto con il comportamento del ROE consente di trarre considerazioni aggiuntive. L'aumento del ROIC, accompagnato da una riduzione del ROE, suggerisce che, se da un lato gli investimenti hanno prodotto ritorni più elevati sul capitale complessivo, dall'altro l'incremento dell'indebitamento e dei relativi oneri ha eroso la redditività per gli azionisti. Questo squilibrio evidenzia che, per una parte delle imprese, i benefici operativi ottenuti non sono stati sufficienti a compensare il maggior carico finanziario, forse a causa del fatto che gli investimenti abilitati all'emissione dei minibond richiedono un maggiore tempo per valutarne in pieno gli effetti.

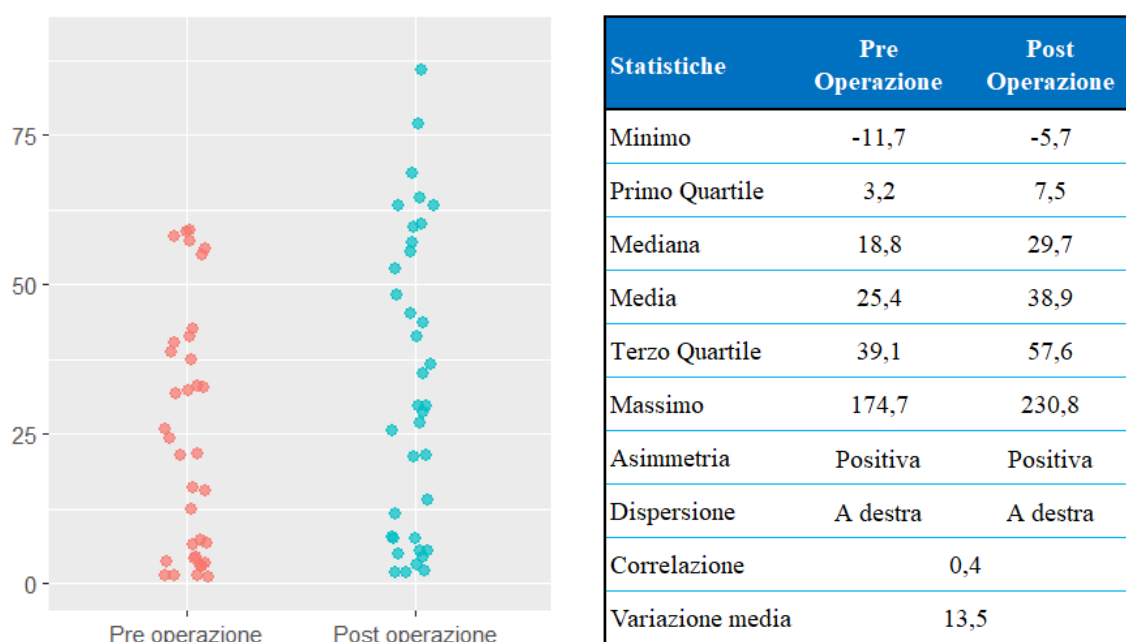


Figura 3.24: Net Debt (elaborazione personale)

L'aumento di tutte le principali statistiche descrittive evidenzia un significativo incremento dell'indebitamento netto nel periodo successivo all'operazione. La correlazione moderata tra i due periodi segnala una certa continuità nelle posizioni di indebitamento delle imprese, pur con variazioni individuali significative.

L'asimmetria rimane positiva in ambedue i periodi e la dispersione a destra. Tale caratteristica suggerisce la presenza di valori estremamente elevati rispetto alla media che spostano la coda della distribuzione verso destra.

L'incremento del Net Debt è in linea con la natura dell'operazione di private debt, suggerendo che le imprese hanno effettivamente utilizzato i fondi acquisiti, probabilmente impiegandoli per finanziare nuove attività, acquisizioni o per sostenere la crescita. Tuttavia, tale fisiologico incremento non è stato accompagnato da un miglioramento altrettanto robusto del margine ante imposte, determinando una riduzione del ROE. Pertanto, gli oneri finanziari legati al debito hanno in parte eroso i benefici operativi ottenuti non riuscendo a generare un incremento proporzionale o sufficiente del rendimento sul capitale proprio.

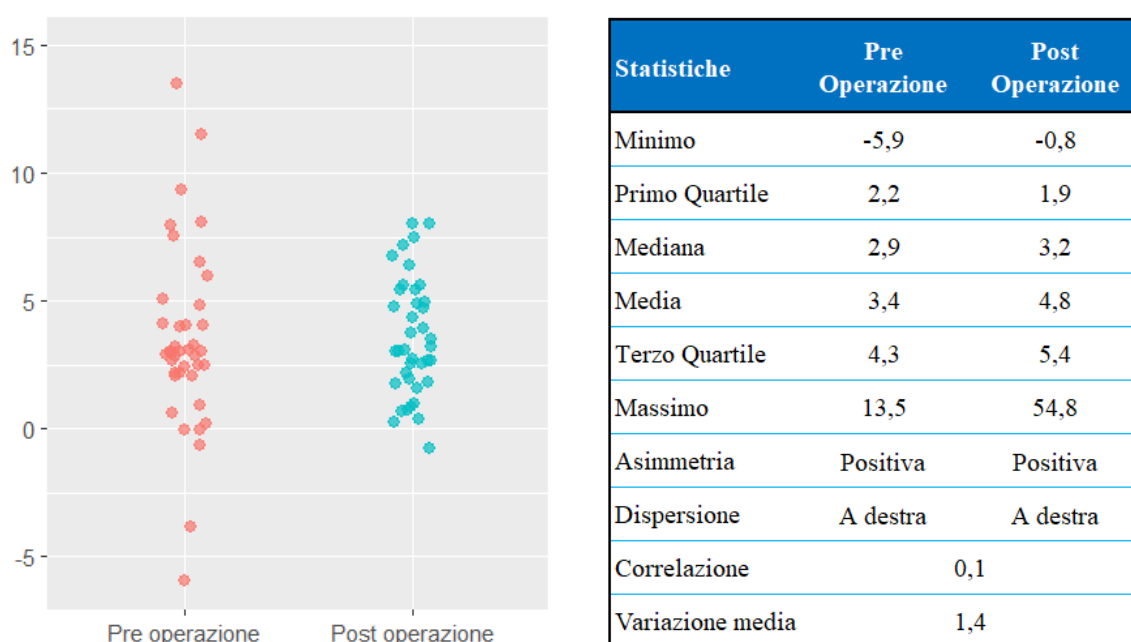


Figura 3.25: Net Debt / EBITDA (elaborazione personale)

Questo rapporto si configura come un indicatore chiave della sostenibilità del debito rispetto alla redditività operativa. L'incremento della media, della mediana e del terzo quartile risulta coerente con il ricorso al private debt, evidenziando un utilizzo più marcato della leva finanziaria da parte delle imprese. La bassa correlazione tra i due periodi conferma l'eterogeneità degli effetti dell'operazione, con impatti differenziati a seconda della struttura e delle condizioni specifiche di ciascuna azienda.

L'aumento di tali statistiche descrittive può essere letto sotto una duplice prospettiva: da un lato, riflette una maggiore disponibilità di risorse utilizzate per finanziare la crescita operativa; dall'altro, segnala una potenziale fragilità finanziaria qualora i margini generati non siano sufficienti a coprire l'incremento del debito.

Pertanto, sebbene l'operazione di private debt sembri aver favorito una fase espansiva, testimoniata dall'incremento dell'EBITDA, il crescente peso dell'indebitamento rispetto al margine operativo impone alle imprese la necessità di mantenere alti livelli di efficienza e redditività. Solo in questo modo sarà possibile assicurare la sostenibilità della struttura finanziaria nel medio-lungo periodo, evitando che l'eccesso di leva comprometta la performance complessiva.

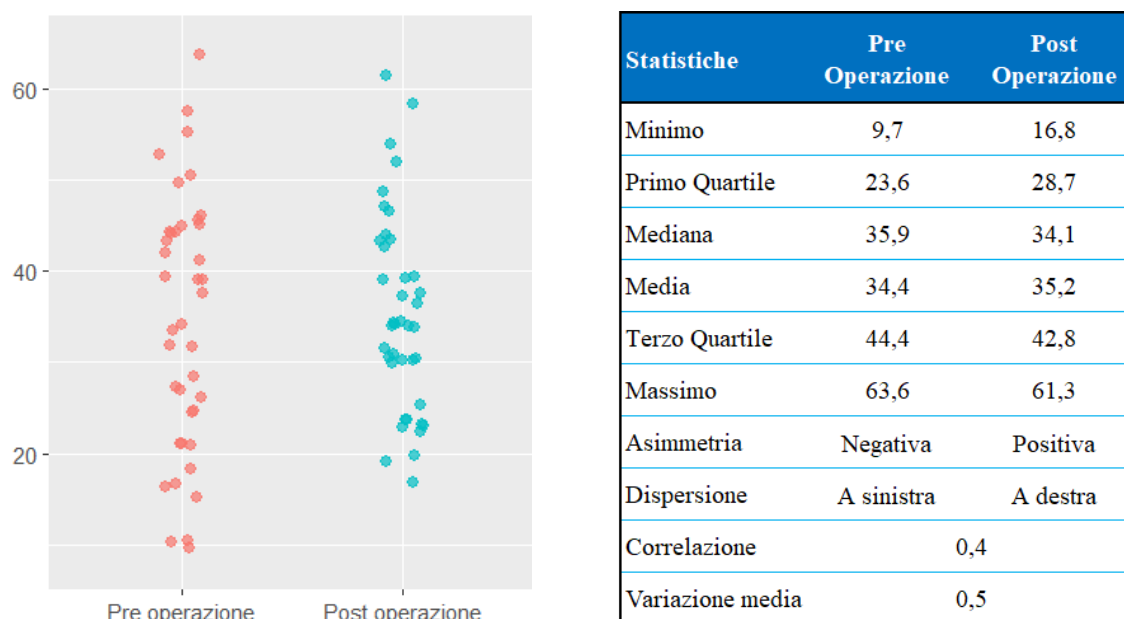


Figura 3.26: Total Debt Percentage of Total Assets (elaborazione personale)

L'analisi dei dati evidenzia una sostanziale stabilità nel rapporto tra debito totale e totale attivo. La bassa correlazione tra i due periodi e la variazione media contenuta, seppur positiva, suggeriscono che, nel complesso, l'accesso al private debt non ha generato un aumento generalizzato della leva finanziaria in rapporto agli asset aziendali. Tuttavia, un cambiamento interessante emerge dalla distribuzione dei dati: l'inversione verso un'asimmetria positiva nel periodo post-operazione segnala una maggiore concentrazione di imprese con livelli di leva finanziaria inferiori alla media. Questo può riflettere sia un parziale rimborso del debito nel breve termine, sia una crescita del valore degli attivi aziendali.

Da un punto di vista economico, alcune imprese sembrano aver destinato le risorse acquisite ad asset capaci di generare valore, come suggerito dall'incremento dei ricavi e del ROIC, che segnalano un miglioramento dell'efficienza nell'uso del capitale investito.

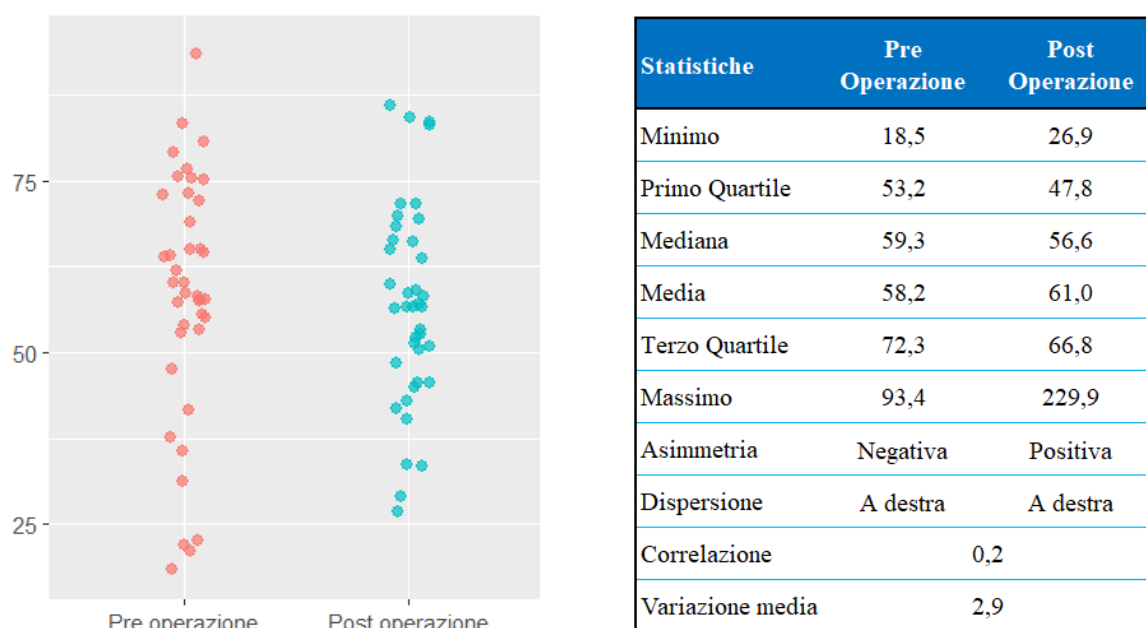


Figura 3.27: Total Debt Percentage of Total Capital (elaborazione personale)

L'analisi evidenzia una generale stabilità dell'indicatore, segnalando solidità della struttura patrimoniale in termini relativi. In particolare, osservando i dati, emerge un nuovo massimo nel periodo successivo all'operazione, che influenza la variazione media. Questa interpretazione è ulteriormente corroborata dalla riduzione delle statistiche descrittive relative al primo quartile, alla mediana e al terzo quartile. Inoltre, il cambiamento dell'asimmetria, da negativa a positiva, suggerisce, che la maggior parte delle imprese ha registrato una percentuale di debito inferiore al valore medio.

Il rapporto Total Debt / Total Capital evidenzia un leggero aumento medio compensato da una mediana in lieve calo e una compressione della parte centrale della distribuzione. Questo suggerisce che, nonostante il ricorso al finanziamento, la maggior parte delle imprese ha integrato queste risorse in modo equilibrato all'interno della propria struttura finanziaria. In tal senso, l'operazione di private debt sembra essere stata effettuata in un contesto di aumento dell'equity per effetto degli utili trattenuti e di potenziali aumenti di capitale, non solo per sostenere l'espansione, ma anche per migliorare la solidità patrimoniale e gestire in modo efficiente l'esposizione al rischio finanziario nel medio-lungo periodo.

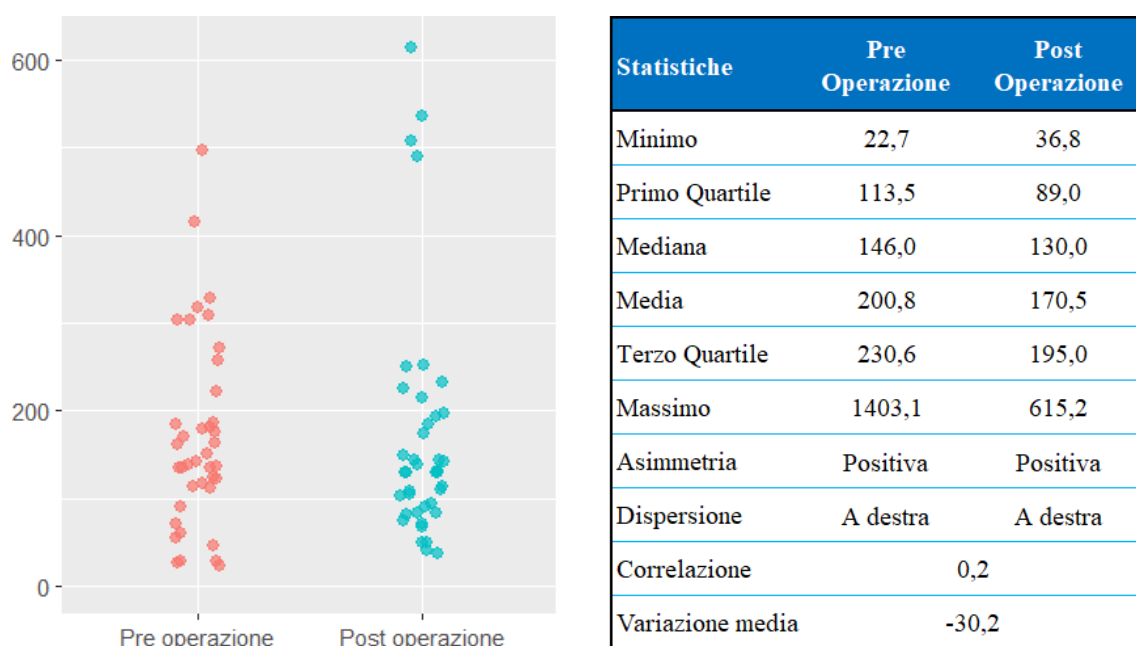


Figura 3.28: Total Debt Percentage of Total Equity (elaborazione personale)

Dal punto di vista distributivo, l'asimmetria positiva e la dispersione a destra in entrambi i periodi indicano una concentrazione di imprese con rapporti debito/equity inferiori alla media, affiancate da pochi casi estremi con leva molto elevata. Proprio questi casi più esposti mostrano un miglioramento significativo, che suggerisce un processo di *deleveraging* mirato da parte delle imprese con maggior rischio finanziario. La bassa correlazione tra i due periodi evidenzia una risposta eterogenea all'operazione, mentre la variazione media negativa conferma una tendenza diffusa verso strutture finanziarie più bilanciate.

A differenza di altri indicatori, come il Net Debt – che segnala un aumento del debito in valore assoluto – questo rapporto suggerisce una riduzione dell'esposizione relativa al patrimonio netto.

Ciò implica una potenziale riduzione della vulnerabilità finanziaria e un miglior posizionamento per attrarre capitale di rischio. Tuttavia, questo riequilibrio, unito a un possibile aumento degli oneri finanziari e a una crescita operativa non sempre sufficiente, ha contribuito alla riduzione del ROE nel periodo post-operazione, riflettendo un impatto complesso ma coerente tra leva, rischio e redditività.

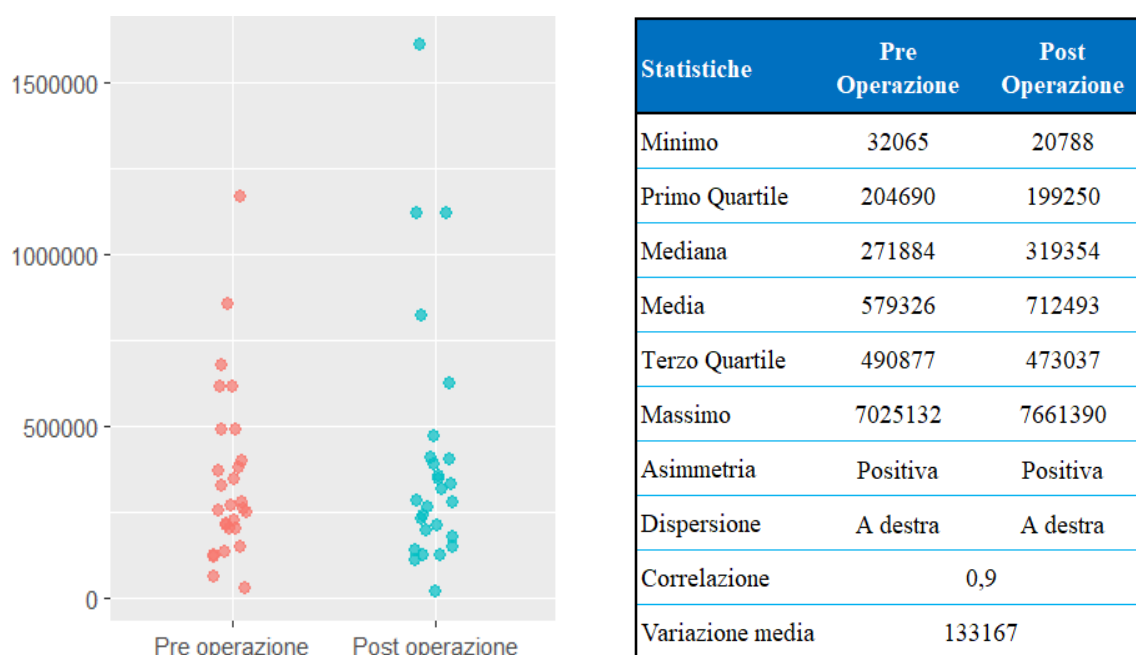


Figura 3.29: Sales per Employee (elaborazione personale)

L'analisi mostra un aumento generalizzato dell'efficienza delle vendite nel periodo post-operazione, con una crescita significativa sia della media che della mediana. La distribuzione resta asimmetrica a destra, con una forte dispersione e alcune aziende che presentano livelli eccezionalmente elevati. L'alta correlazione indica che l'efficienza nell'utilizzo del personale è una caratteristica stabile e distintiva tra le imprese del campione.

Tale miglioramento della produttività può riflettere un uso strategico del private debt per finanziare investimenti mirati, favorendo una crescita organica più efficiente. Tuttavia, la riduzione del primo quartile e del minimo suggerisce che non tutte le aziende hanno beneficiato allo stesso modo, con alcune che potrebbero aver affrontato difficoltà operative o di adattamento.

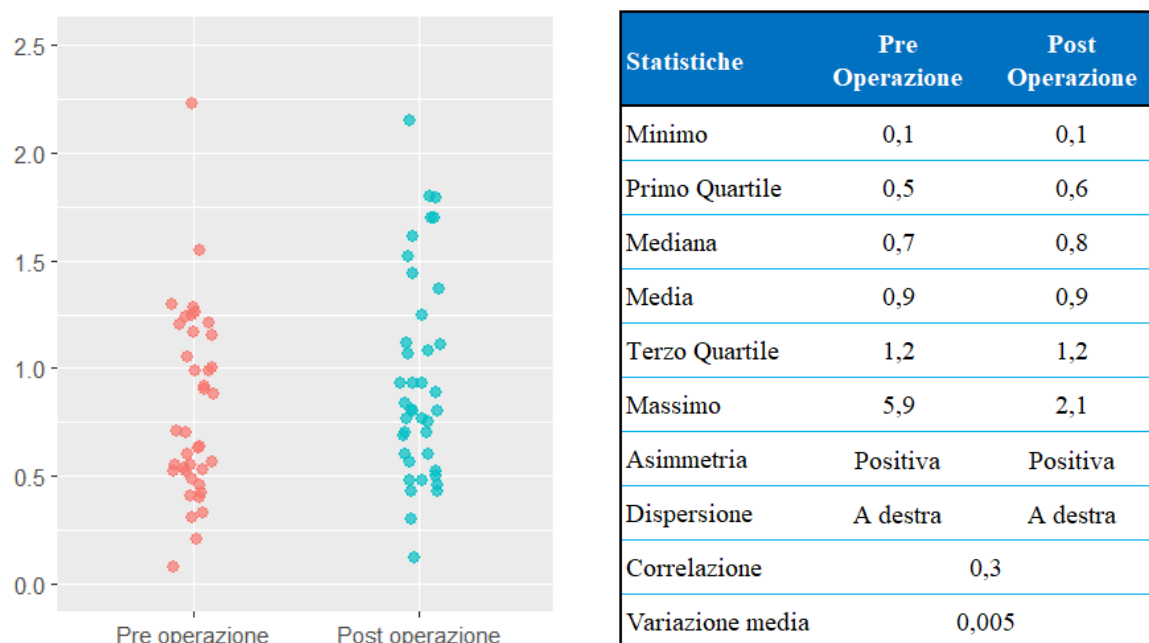


Figura 3.30: Quick Ratio (elaborazione personale)

L'analisi evidenzia una sostanziale stabilità del Quick Ratio tra i due periodi, con variazioni trascurabili sia nella mediana che nella variazione media. Ciò suggerisce che, nel complesso, l'operazione di private debt non ha inciso in modo significativo sulla liquidità immediatamente disponibile delle imprese. L'asimmetria positiva riflette una distribuzione concentrata su valori inferiori alla media e la bassa correlazione tra i due periodi indica un comportamento eterogeneo tra le aziende.

Tali risultati vanno interpretati alla luce del contestuale aumento delle disponibilità liquide. L'incremento di cassa, pur non traducendosi in un miglioramento sistematico del Quick Ratio, ha permesso il mantenimento di un livello sostanzialmente stabile dell'indicatore, garantendo equilibrio nelle componenti di stato patrimoniale di breve periodo.

Questo comportamento è coerente con quanto osservato anche in altri indicatori patrimoniali e finanziari, e riflette un orientamento prudente.

In ottica di chiarezza espositiva, si presenta la seguente tabella riepilogativa:

Indicatore finanziario	Risultato empirico
<u>Revenue from Business Activities - Total</u>	↑ Incremento diffuso, ma concentrato in poche imprese
<u>Operating Profit before Non-Recurring Income/Expense</u>	↑ Miglioramento della redditività operativa
<u>EBITDA</u>	↑ Miglioramento esteso a gran parte del campione
<u>Income before Discontinued Operations & Extraordinary Items</u>	↑ Miglioramento generalizzato
<u>Cash & Cash Equivalents</u>	↑ Maggiore liquidità disponibile
<u>Total Assets</u>	↑ Crescita diffusa del totale degli asset
<u>Debt - Total</u>	↑ Incremento diffuso dell'indebitamento.
<u>Common Equity - Total</u>	↑ Generale rafforzamento patrimoniale
<u>Revenue Growth (%)</u>	↑ Lieve espansione del tasso di crescita
<u>EBITDA Margin (%)</u>	↑ Lieve incremento della marginalità

<u>Income before Tax Margin (%)</u>	↓ Leggera contrazione
<u>Net Margin (%)</u>	↑ Miglioramento contenuto
<u>Pretax ROA (%)</u>	↓ Lieve diminuzione della redditività degli asset
<u>Pretax ROE (%)</u>	↓ Calo diffuso nel rendimento del capitale proprio
<u>Return on Invested Capital (%)</u>	↑ Miglioramento nell'impiego del capitale investito.
<u>Net Debt</u>	↑ Aumento generalizzato del debito netto
<u>Net Debt / EBITDA</u>	↑ Incremento del rapporto tra debito finanziario netto ed EBITDA
<u>Total Debt Percentage of Total Assets</u>	↯ Generale stabilità della leva in rapporto agli asset
<u>Total Debt Percentage of Total Capital</u>	↓ Leve elevate meno frequenti
<u>Total Debt Percentage of Total Equity</u>	↓ Tendenza a strutture finanziarie più bilanciate
<u>Sales per Employee</u>	↑ Incremento diffuso della produttività
<u>Quick Ratio</u>	↯ Nessun impatto significativo sulla liquidità immediata

3.5 Analisi critica dei risultati empirici

L'analisi dei principali indicatori economico-finanziari, condotta mediante il confronto tra le fasi antecedente e successiva all'intervento di private debt, restituisce un quadro articolato da cui emergono evidenze rilevanti tanto sul versante operativo quanto su quello patrimoniale. I risultati suggeriscono che il ricorso a tale forma di finanziamento abbia generato effetti significativi, sebbene con esiti differenziati a seconda della specifica natura dell'indicatore esaminato.

In via preliminare, si segnala che, per scopi puramente esplorativi, l'analisi è stata replicata estendendo l'orizzonte temporale post-intervento. Tale approfondimento ha sostanzialmente confermato le tendenze generali qui presentate, con l'eccezione del *Pretax ROA* e del *Total Debt Percentage of Total Assets*. Entrambi gli indicatori hanno mostrato un incremento in questa prospettiva temporale più ampia, suggerendo una crescita della redditività degli asset proporzionale all'orizzonte temporale considerato. Per quanto riguarda l'indicatore di debito, l'aumento osservato riflette un maggior ricorso alla leva finanziaria che, in concomitanza con la migliore redditività, potrebbe indicare un impiego efficiente del capitale di terzi.

Dal punto di vista della dinamica dei ricavi, si rileva un incremento del volume complessivo delle vendite (*Revenue from Business Activities – Total*), con una distribuzione caratterizzata da marcata asimmetria positiva e da una forte correlazione tra le due fasi, a indicare un consolidamento della crescita principalmente nelle imprese già caratterizzate da livelli di fatturato più elevati.

Tale andamento trova riscontro nell'indicatore di crescita percentuale dei ricavi (*Revenue Growth %*), che registra un lieve incremento, suggerendo un'accelerazione, seppur contenuta, della dinamica espansiva. Questo miglioramento potrebbe riflettere un recupero post-pandemico e/o l'efficacia delle strategie attuate a seguito dell'intervento di private debt, con impatti positivi sia in termini assoluti che relativi.

In merito alla redditività operativa, le evidenze sono inequivocabilmente favorevoli. Gli indicatori *Operating Profit before Non-Recurring Items* e *EBITDA* mostrano un

incremento netto e diffuso, accompagnato da un basso coefficiente di correlazione tra le due fasi, suggerendo un'interruzione delle dinamiche precedenti e l'emersione di nuovi equilibri. Tale miglioramento si riflette anche nell'incremento dell'*EBITDA Margin*, sintomo di una gestione più efficiente della struttura dei costi operativi rispetto ai ricavi. La significativa espansione della marginalità operativa indica che il private debt è stato prevalentemente impiegato in modo produttivo, orientato all'ottimizzazione dei processi e alla ristrutturazione delle funzioni gestionali. A sostegno di tale interpretazione si colloca il miglioramento registrato dall'indicatore *Sales per Employee*, che segnala una maggiore efficienza nella produttività del lavoro, potenzialmente riconducibile a investimenti in capitale umano, digitalizzazione e innovazione organizzativa.

Diversamente, sul piano della redditività complessiva, si osservano risultati più eterogenei. Gli indicatori *Income before Discontinued Operations & Extraordinary Items* e *Net Margin* presentano miglioramenti più contenuti, mentre *Income before Tax Margin* e *Pretax ROE* subiscono lievi contrazioni. Tali dinamiche suggeriscono che i benefici operativi siano stati in parte compensati dall'aumento degli oneri finanziari, effetto diretto del maggiore livello di indebitamento. In particolare, la flessione del *ROE* – nonostante l'incremento del *ROIC* – evidenzia che, pur a fronte di un miglioramento nella redditività del capitale complessivamente investito, si è verificata una compressione della redditività del capitale proprio, riconducibile alla crescita del peso degli interessi passivi.

Il quadro patrimoniale rinforza le dinamiche sopra descritte. L'aumento del *Total Debt* e del *Net Debt* segnala un utilizzo estensivo delle risorse finanziarie acquisite, con conseguente incremento del rapporto *Net Debt / EBITDA*. Tuttavia, nonostante l'accresciuto livello di indebitamento assoluto, gli indicatori relativi alla struttura del capitale – quali *Total Debt/Total Capital* e *Total Debt/Total Equity* – mostrano una tendenza alla riduzione. Ciò suggerisce che molte imprese abbiano accompagnato l'assunzione di debito con un contestuale rafforzamento del capitale proprio (*Common Equity – Total* in aumento), perseguendo un bilanciamento della struttura finanziaria. In tale prospettiva, la riduzione del *Total Debt/Equity* può essere letta come un segnale positivo di disciplina finanziaria e resilienza, particolarmente rilevante in un contesto di

instabilità dei tassi d'interesse e maggiore selettività creditizia.

L'analisi della liquidità aziendale offre ulteriori elementi di interesse. Le *Cash & Cash Equivalents* registrano un incremento significativo, indicando una maggiore dotazione di risorse liquide nelle imprese post-intervento. Tuttavia, tale miglioramento non si traduce in un incremento proporzionale della capacità di copertura delle passività correnti, come evidenziato dalla sostanziale stabilità del *Quick Ratio*. Questo disallineamento potrebbe riflettere una strategia prudentiale di tesaurizzazione della liquidità, finalizzata a rafforzare la capacità di risposta a shock esogeni piuttosto che a sostenere immediatamente l'attività operativa. In tal senso, l'utilizzo del private debt assume anche una funzione "difensiva", mirata a migliorare la resilienza finanziaria oltre che a sostenere la crescita.

Infine, l'esame congiunto della distribuzione e della dinamica degli indicatori evidenzia un'elevata eterogeneità nei risultati conseguiti dalle imprese del campione. In molte variabili si osserva una persistente asimmetria positiva, sintomo di una distribuzione polarizzata in cui la maggioranza delle imprese si colloca al di sotto della media, mentre solo una minoranza ottiene performance significativamente superiori. Questa configurazione indica che gli effetti del private debt non si sono distribuiti in modo uniforme, ma si sono concentrati in quelle realtà dotate di maggiore capacità di assorbimento del capitale e di gestione strategica delle risorse.

A supporto di tale interpretazione si rilevano coefficienti di correlazione deboli o moderati tra i valori pre e post-intervento, i quali denotano una discontinuità nei comportamenti aziendali. La scarsa correlazione implica che le imprese non hanno mantenuto un ordine di performance stabile tra le due fasi: molte di esse hanno modificato la propria traiettoria in modo non lineare. Questo può essere interpretato come un effetto trasformativo del private debt, capace di alterare significativamente le dinamiche economico-finanziarie e di incidere in misura diversa a seconda del profilo di ciascuna impresa. Non si è trattato, dunque, di un semplice amplificatore delle condizioni esistenti, ma di uno strumento potenzialmente in grado di generare nuove configurazioni competitive.

In questo contesto, appare evidente che il successo nell'impiego del private debt non dipenda esclusivamente dalle condizioni economiche iniziali, bensì da una molteplicità di fattori qualitativi. Tra questi, assumono particolare rilevanza la solidità patrimoniale pregressa, l'efficacia della governance, la capacità di pianificazione strategica e la destinazione efficiente delle risorse raccolte. Questi elementi si configurano come determinanti critici nella trasformazione del debito in valore economico sostenibile.

Il private debt si configura, pertanto, non come uno strumento universalmente efficace, bensì come una leva selettiva, la cui efficacia è fortemente legata alle caratteristiche intrinseche e alla qualità gestionale delle imprese che lo adottano.

CONCLUSIONI

La presente tesi ha perseguito un duplice obiettivo di ricerca. In primo luogo, si è inteso indagare in che misura e attraverso quali meccanismi il private debt incida sulle performance economico-finanziarie delle imprese italiane che vi ricorrono, considerando sia gli effetti operativi che quelli patrimoniali. In secondo luogo, l'analisi si è orientata verso una riflessione più ampia, volta a valutare l'effettiva efficienza dell'utilizzo della leva finanziaria e a comprendere se, e in quale misura, possa risultare opportuno riequilibrare la composizione del capitale, al fine di accrescere la solidità patrimoniale e la resilienza aziendale.

I risultati ottenuti dall'analisi empirica, condotta su un ampio set di 23 indicatori finanziari comparati nelle fasi pre e post intervento, suggeriscono che il private debt ha prodotto effetti significativi, diffusi e misurabili, sulle performance delle imprese. In particolare, si osservano miglioramenti marcati sul piano operativo, come evidenziato dall'incremento dell'EBITDA, dell'EBITDA margin, della produttività (*Sales per Employee*) e di una maggiore disponibilità di cassa (*Cash & Cash Equivalents*). Tali segnali positivi suggeriscono un utilizzo efficiente del capitale ottenuto, che ha favorito l'ottimizzazione gestionale e l'espansione dei margini.

Tuttavia, tali benefici si accompagnano a una crescita dell'indebitamento netto e della leva finanziaria, non sempre compensata da un proporzionale miglioramento della redditività del capitale proprio (*ROE*), come testimoniato dal suo lieve calo in presenza di un *ROIC* in aumento.

Queste evidenze empiriche sollevano interrogativi non solo sull'efficacia immediata del ricorso al debito, ma anche sulla sostenibilità strutturale della scelta finanziaria. In quest'ottica, la seconda domanda di ricerca assume un ruolo centrale: il miglioramento delle performance attraverso la leva è davvero efficiente? O, al contrario, un eccessivo indebitamento può compromettere l'equilibrio economico-patrimoniale, imponendo alle imprese un rischio crescente che ne erode la solidità?

Tale riflessione trova riscontro nella teoria di Modigliani e Miller, e in particolare nella seconda proposizione, secondo cui il costo del capitale proprio aumenta al crescere della leva finanziaria, riflettendo il rischio aggiuntivo assunto dagli azionisti. In un contesto reale, dove esistono imperfezioni di mercato, costi di fallimento, asimmetrie informative e vincoli di accesso al capitale, l'assunto di irrilevanza della struttura finanziaria viene superato: la composizione del capitale incide concretamente sulla capacità dell'impresa di generare valore in modo sostenibile.

I risultati qui discussi confermano questa impostazione: sebbene il private debt possa fungere da catalizzatore per il miglioramento operativo, il suo effetto sulla redditività complessiva e sulla resilienza patrimoniale dipende dalla qualità delle scelte gestionali e dalla capacità di bilanciare l'uso della leva con il rafforzamento dell'equity.

Dal punto di vista metodologico, l'analisi condotta presenta alcune limitazioni che meritano attenzione. In primo luogo, si segnala un potenziale *bias* di selezione, in quanto le imprese che accedono al private debt sono plausibilmente dotate di caratteristiche iniziali più favorevoli — quali solidità patrimoniale, governance efficiente e maggiore trasparenza informativa — che potrebbero aver inciso, almeno in parte, sui risultati osservati. In secondo luogo, l'orizzonte temporale limitato all'osservazione biennale post-intervento potrebbe non essere sufficiente per cogliere appieno gli effetti strutturali della leva, in particolare nei settori a ciclicità più lunga. Inoltre, l'eterogeneità settoriale del campione analizzato introduce una variabilità non pienamente controllata, che potrebbe influenzare i risultati aggregati. Infine, l'assenza di un'analisi econometrica formale — come modelli di regressione multipla o tecniche econometriche avanzate — limita la possibilità di inferenze causali robuste, suggerendo l'opportunità di futuri sviluppi accademici in tal senso.

Nonostante tali vincoli, la ricerca condotta si pone l'obiettivo di offrire un contributo analitico concreto e attuale degli effetti del private debt, restituendo una visione critica del suo ruolo all'interno delle strategie di finanziamento delle imprese. In particolare, emerge come il private debt non costituisca una leva universalmente efficace, ma piuttosto una risposta strategica al processo di disintermediazione bancaria, in grado di produrre risultati positivi laddove sia impiegato con visione strategica e capacità gestionale.

In conclusione, il private debt si conferma una risorsa potenzialmente abilitante per la crescita e la ristrutturazione aziendale, fermo restando l'importanza di una riflessione attenta sull'equilibrio tra debito e capitale proprio, in linea con le più consolidate teorie di finanza d'impresa.

La vera sfida non è solo quella di accedere a nuove fonti di capitale, ma di saperle integrare in un modello sostenibile, in cui la leva finanziaria sia funzionale alla creazione di valore. In tal senso, il trade-off tra rischio e rendimento si traduce in una responsabilità manageriale profonda: quella di costruire strutture patrimoniali resilienti, capaci di affrontare la complessità del mercato senza compromettere la solidità economica dell'impresa.

BIBLIOGRAFIA

- “BIS Quarterly Review, December 2021.”, (Sirio Aramonte, Fernando Avalos)
- “Il private capital nel mondo. Il contesto normativo e istituzionale.”, (Alessandra Perrazzelli Vicedirettrice Generale della Banca d’Italia), AIFI, 20 marzo 2023
- “Public to Private Equity in the United States: A Long-Term Look.”, (Mauboussin & Callahan, Morgan Stanley), 4 agosto 2020
- A year of disruption in the private markets, (McKinsey Global Private Markets Review 2021), aprile 2021
- Private Markets Outlook 2025, A new era of growth, (Mark Wiedman, BlackRock),
- Private Market: premio di illiquidità (Cambridge Associates)
- Investimenti alternativi: razionale degli investitori istituzionali (Preqin)
- Private Equity e Venture Capital, (Amedeo Giurazza, Amministratore Delegato – Vertis SGR SpA), 18 marzo 2024
- Equity Private Placement. (Cattedra di Finanza aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli) 2024
- I fondi di Private Debt. Un percorso verso il mercato, (AIFI, Deloitte), 2021.
- Private markets rally to new heights, (McKinsey Global Private Markets Review), marzo 2022
- Private Credit’s next act and why the barbell tolls for fixed income investing, (Huw van Steenis, OlyverWyman), ottobre 2024
- Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt. (R. Ippolito, L. Etro) Egea
- Quanto e quale debito? Le regole del passivo e la gestione della leva finanziaria, (Ivan Fogliata, Gessica Valsecchi, inFinance), Mind 2020
- Finanza aziendale 2. Teoria e pratica della finanza moderna, (J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi), Pearson, 11 maggio 2018.
- Guida pratica ai fondi di Private Debt (AIFI), 2016
- Il mercato italiano del Private Debt (AIFI), 2024

- I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio. Università Bocconi, Giancarlo Forestieri.
- I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds. Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale. Gennaio 2014.
- 7° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia. Politecnico di Milano, Camera di Commercio di Milano, Unioncamere, Innexa. Novembre 2024.

SITOGRAFIA

- La BCE taglia i tassi di interesse come previsto mentre l'economia dell'eurozona ristagna, (Antje Schiffler), 30 gennaio 2025,
<https://www.morningstar.it/it/news/260015/la-bce-taglia-i-tassi-di-interesse-come-previsto-mentre-leconomia-delleurozona-ristagna.aspx>
- How Many Times Will the ECB Cut Interest Rates in 2025?, (Antje Schiffler), 20 gennaio 2025,
<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259440/how-many-times-will-the-ecb-cut-interest-rates-in-2025.aspx>
- Early history of private equity, (Wikipedia),
https://en.wikipedia.org/wiki/Early_history_of_private_equity
- Are you harnessing the growth and resilience of private capital?, (Ryan Burke, EY),
https://www.ey.com/en_gl/insights/private-business/are-you-harnessing-the-growth-and-resilience-of-private-capital#:~:text=For%20more%20than%20a%20decade,by%20the%20end%20of%202023.
- Trump annuncia ritorsioni ai contro-dazi europei: "Vinceremo noi la battaglia" (Rai News), 12 marzo 2025,
<https://www.rainews.it/articoli/2025/03/trump-dazi-del-50-per-centosu-acciaio-e-alluminio-dal-canada-e-minaccia-faro-chiudere-il-settore-auto-c4c253e9-beac-4537-b12c-5d32fe23d157.html>
- The big new role for private credit (Huw van Steenis, Financial Times), 2025,
<https://www.ft.com/content/43c7b43e-0b69-4865-be4a-8cac8de84f84>
- Private credit's wave of consolidation points to a toppy market, (Camilla Palladino, Financial Times), 6 dicembre 2024,
<https://www.ft.com/content/5b75b718-b96c-47bd-a4d7-3f9fced22f14>
- JPMorgan Chase sets aside \$50bn for direct lending in private credit push, (Eric Platt, Joshua Franklin Financial Times), 24 febbraio 2025,

<https://www.ft.com/content/4b8b1863-9def-4673-a3c5-9b41fe885ef2>

- Debito private (Preqin)

<https://www.preqin.com/academy/lesson-4-asset-class-101s/private-debt>

- Preqin forecasts global alternatives AUM to rise to \$29.22tn by 2029, (Laura Messchendorp, Preqin), 18 settembre 2024,

<https://www.preqin.com/insights/research/blogs/preqin-forecasts-global-alternatives-aum-to-rise-to-usd29-22tn-by-2029>

- Direttiva 2011/61/UE del parlamento europeo e del consiglio (European Union), giugno 2011,

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

- Investimenti alternativi e private markets, (EuroMobiliare Advisory SIM),

<https://magazine.easim.it/investimenti-alternativi>

- Glossario finanziario - Due Diligence, (Borsa Italiana),

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

- Glossario finanziario - Redditività del Capitale Proprio, (Borsa Italiana),

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-proprio.html>

- Responsabilità patrimoniale, (Broccardi), 6 febbraio 2025,

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-sesto/titolo-iii/capo-i/art2740.html>

- *Concorso dei creditori e cause di prelazione*, (Broccardi),

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-sesto/titolo-iii/capo-i/art2741.html>

- *I minibond. Camera di commercio di Mantova.*

<https://www.mn.camcom.gov.it/files/PromozioneFinanziamenti/1.minibond.pdf>

- Che cosa sono i minibond? Finlombarda, finanziamento e sviluppo. 08/05/2025.

<https://www.finlombarda.it/news/news/13/che-cosa-sono-i-minibond#:~:text=Si%20tratta%20di%20strumenti%20obbligazionari,senza%20ricorrere%20al%20credito%20bancario.>

RINGRAZIAMENTI

Sono trascorsi cinque anni da quando ho iniziato a occuparmi dello studio dell'economia, e con profonda emozione mi trovo a scrivere le ultime righe di questo lavoro. Questa tesi non ha rappresentato per me un semplice impegno accademico, ma la simbolica chiusura di un cerchio.

Tale significato è legato, da un lato, alla conclusione di un ciclo universitario e alla scelta di coniugare due discipline — la finanza e la statistica — che ho scoperto e coltivato con crescente passione nel corso degli anni.

Dall'altro lato, il valore personale di questo elaborato risiede nella natura stessa del tema affrontato. Per intraprendere gli studi magistrali presso l'Università LUISS, ho scelto di investire su me stesso ricorrendo, per la prima volta, a un finanziamento. È per questo motivo che il tema del debito, spesso percepito come una minaccia piuttosto che come uno strumento di crescita e realizzazione, assume per me un significato profondamente personale. Tale scelta, mi ha portato ad affrontare nuove responsabilità, a vivere esperienze formative e ad ambire a traguardi che oggi sento realmente alla mia portata.

Pertanto, questi ringraziamenti intendono restituire il senso di ciò che ho appreso non solo in termini accademici, ma soprattutto sul piano umano.

Desidero innanzitutto esprimere la mia sincera gratitudine ai Professori Arturo Capasso e Aldaberto Pellegrino, che con rigore, disponibilità e competenza mi hanno guidato nella realizzazione di questa tesi. Il loro supporto ha conferito solidità scientifica al lavoro e ha stimolato in me un approccio critico e analitico.

Un pensiero di gratitudine va ai colleghi con cui ho condiviso il cammino universitario: Francesco, Carmine, Gaetano, Alessandro, Andrea e Matteo. Il confronto costante, le comuni delle incertezze e l'entusiasmo vissuto insieme hanno reso questo percorso di studi non solo formativo, ma autentico.

Un grazie speciale agli amici di sempre — Andrea, Mario e Manuel — che, pur se le nostre strade si stanno delineando in direzioni diverse, restano per me punti fermi, compagni con cui ho condiviso i momenti più felici.

In ambito familiare, sento il bisogno di ringraziare mio zio Vittorio, per avermi dimostrato che l'amore esiste e si legge nei gesti. Quanto a te zia, dedico queste righe indelebili: mi hai dimostrato che anche nei momenti più difficili è possibile trovare la pace, e che la cosa più importante è prendersi cura di sé stessi e delle persone che ami. La tua luce mi accompagnerà per sempre con morbida dolcezza.

A mio padre, che continua a insegnarmi cosa significhi essere un uomo e come te ambisco a diventare. A mia madre, per la costante presenza fatta di premura e amore incondizionato: grazie per avermi insegnato che il valore di una persona non è dato dai suoi risultati. A mia sorella, grazie per essere un esempio di forza e determinazione, per avermi ispirato e mostrato che la resilienza risiede nella capacità di rialzarsi, silenziosamente e con dignità.

Un sentito grazie alle mie nonne, Gina e Fifina, e a tutti i membri della mia famiglia, ciascuno dei quali ha contribuito, con piccoli e grandi gesti, a farmi sentire amato, compreso e mai solo.

Infine, il mio ringrazio te, Enrica. Da quando ci conosciamo sei il mio punto di riferimento, la prima persona con cui condivido ciò che provo. Mi hai accompagnato in ogni passo di questo percorso, credendo in me anche quando io stesso dubitavo. Senza il tuo sostegno e la tua presenza, questo traguardo avrebbe avuto un significato diverso, certamente meno pieno.

E un ultimo ringraziamento va a me stesso, che spesso mi interrogo su chi sto diventando e su chi non voglio diventare. A me, che sono oggi una persona diversa, forse più matura e consapevole, ma ancora accompagnata dalle stesse domande. Perché non esiste sapere che elimini il dubbio, né ricerca che esteri ciò che, in noi, resta segreto.

*Dedicata alle persone che amo,
con l'augurio che trovino la propria pace.*