

Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Economia Aziendale

Private Equity in Italia e valorizzazione delle portfolio companies: tre casi rilevanti.

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

RELATORE

Matr. 280421 - Alessio Francia

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

<i>CAPITOLO 1: PRIVATE EQUITY: CARATTERISTICHE, EVOLUZIONE E MAGGIORI FONDI DI INVESTIMENTO</i>	3
1.1 Introduzione al Private Equity ed Evoluzione nel tempo	3
1.1.1 Cos'è il Private Equity?	3
1.1.2 La Storia del Private Equity	3
1.1.3 Il Private Equity Oggi	5
1.2 Le diverse Strategie di Investimento	6
1.3 Struttura dei Fondi di Private Equity e Processo di Investimento	8
1.3.1 La Struttura dei Fondi di Private Equity	8
1.3.2 Private Equity Fees e Distribuzione dei Ritorni	10
1.3.3 Il Processo di Investimento	11
1.4 Principali Players Globali	15
<i>CAPITOLO 2: PRIVATE EQUITY IN ITALIA E VALORIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI</i>	17
2.1 Leve di Creazione del Valore nelle Portfolio Companies	17
2.2 Metriche di Performance per la Valutazione dei Rendimenti	26
2.3 Evoluzione del Private Equity in Italia e Struttura del Mercato	32
2.4 Principali Players in Italia	36
<i>CAPITOLO 3: ANALISI DI TRE CASI EMPIRICI IN ITALIA</i>	37
3.1 Analisi del caso Forgital Group – The Carlyle Group	37
3.1.1 Attori coinvolti nella transazione	37
3.1.2 Struttura dell'acquisizione da parte di The Carlyle Group	38
3.1.3 Gestione della società da parte del fondo	40
3.1.4 Exit del fondo e vendita a Stonepeak	41
3.2 Analisi del caso La Piadineria – Permira	43
3.2.1 Attori coinvolti nella transazione	43
3.2.2 Struttura dell'acquisizione da parte di Permira	44
3.2.3 Gestione della società da parte del fondo	45
3.2.4 Exit del fondo e vendita a CVC Capital Partners	46
3.3 Analisi del caso Irca Group – The Carlyle Group	48
3.3.1 Attori coinvolti nella transazione	48
3.3.2 Struttura dell'acquisizione da parte di Carlyle	49
3.3.3 Gestione della società da parte del fondo	49
3.3.4 Exit del fondo e vendita ad Advent International	51
<i>CONCLUSIONE</i>	53
<i>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</i>	55

CAPITOLO 1: PRIVATE EQUITY: CARATTERISTICHE, EVOLUZIONE E MAGGIORI FONDI DI INVESTIMENTO

1.1 Introduzione al Private Equity ed Evoluzione nel tempo

1.1.1 Cos'è il Private Equity?

Il *private equity*, nella sua definizione più ampia, è una forma di investimento di medio-lungo termine nel capitale di società non quotate in Borsa. Le società di *private equity* raccolgono capitale da investitori istituzionali che desiderano ottenere ritorni sostanziali, investendo i fondi raccolti in società target ritenute ad alto potenziale di crescita. Il *private equity* non si limita all'apporto di capitale di rischio, ma comprende la gestione diretta delle società acquisite, mediante la messa a disposizione di competenze manageriali, il trasferimento del *know-how*, l'accesso al network professionale dell'investitore e tutto il supporto tecnico necessario a raggiungere gli obiettivi di crescita aziendali e migliorare la performance. Infatti, l'obiettivo del fondo di *private equity* è l'aumento del valore aziendale durante il periodo in cui detiene la partecipazione, tipicamente compreso tra 5 e 7 anni, al fine di realizzare un profitto al momento dell'uscita dall'investimento (*exit*), che può avvenire tramite la vendita ad un'acquirente strategico o ad un'altra società di *private equity*, oppure con la quotazione in Borsa della società partecipata (*IPO*).

Una delle caratteristiche distintive del *private equity* risiede nella gestione attiva delle società nel suo portafoglio (*Portfolio Companies*), attraverso interventi mirati sul piano operativo, strategico e finanziario volti a generare valore in un intervallo temporale ristretto. Questo coinvolgimento diretto si contrappone agli investimenti in società quotate, dove generalmente l'investitore non partecipa alle scelte strategiche ed operative, in quanto detiene una partecipazione esigua.

1.1.2 La Storia del Private Equity

Le origini del *private equity* risalgono al periodo tra il 1901 e il 1950, quando si diffusero le prime società che investivano nel capitale di aziende private nelle loro prime fasi di vita, è così che vennero fondati i primi fondi di *venture capital*: American Research and Development Corporation e J.H. Whitney & Company, tuttavia essi erano riservate

principalmente ad individui e famiglie facoltose. Nonostante le radici del *private equity* moderno affondino nei primi anni del secondo dopoguerra, il reale sviluppo del settore è avvenuto soltanto alcuni decenni più tardi. Durante gli Anni '80 avvenne il boom del *private equity*, alimentato da minori restrizioni sugli investimenti illiquidi da parte dei fondi pensione varate dal Congresso americano e minori imposte sul *capital gain*, sempre negli Stati Uniti. Durante la seconda metà degli Anni '80 la forma di investimento che si sviluppò maggiormente furono i "*Leveraged Buyout*" (*LBO*), di cui questa tesi tratterà largamente successivamente. Protagonisti di questo rapido sviluppo furono sicuramente Jerome Kohlberg, Henry Kravis e George Roberts (cugino di Henry), precedentemente impiegati presso la banca di investimento Bear Stearns. Il trio fondò l'omonima società di private equity KKR nel 1976 e nello stesso periodo diversi altri fondi, oggi tra i più noti, vennero fondati: Bain Capital nel 1984, The Blackstone Group nel 1985 e The Carlyle Group nel 1987.

Fin dalle sue origini, la storia del *private equity* è stata caratterizzata da fasi alterne di rapida crescita e altrettanto rapida contrazione, in particolare è possibile identificare quattro principali *boom and bust cycles*. Il primo ciclo corrisponde al boom precedentemente descritto, compreso tra il 1982 e il 1993, caratterizzato da un'intensa attività di *leveraged buyout*, spesso finanziata tramite *junk bonds*, e raggiunse il suo apice con l'iconica acquisizione di RJR Nabisco da parte di KKR, per poi entrare in una fase di crisi del settore tra la fine degli anni Ottanta e nei primi anni Novanta. Il secondo ciclo, generalmente compreso tra il 1992 e il 2002, emerse dopo il declino del settore dei primi anni Novanta. In questo periodo l'industria attraversò un nuovo boom, sia per quanto riguarda il *venture capital* che i *leveraged buyout*, con l'emergere di società di private equity che gestivano fondi di investimento da diversi miliardi. Lo scoppio della bolla delle *dot-com* nel 2000 segnò un calo drastico degli investimenti in società tecnologiche, impattando particolarmente i fondi di *venture capital* che dovettero svalutare significativamente partecipazioni in svariate *startup*. Il terzo ciclo, dal 2003 al 2007, vide un'incremento vertiginoso nelle dimensioni delle operazioni di *leveraged buyout*, infatti in questo periodo vennero completati 13 dei 15 maggiori *LBOs* della storia. Inoltre, in questi anni il processo di istituzionalizzazione del settore si consolidò, come rappresentato dalla quotazione in Borsa di Blackstone nel 2007. La crisi del 2008 inflisse un grave colpo al settore, arrestandone la forte crescita per diversi anni, costringendo i

private equity a optare per forme di investimento alternative e migliorare la propria capacità di generare valore per le società partecipate, andando oltre le mere logiche di ingegneria finanziaria. Questo trend continuò durante il decennio 2010-2020, durante il quale i tassi di interesse prossimi allo zero alimentarono un forte sviluppo del settore del *private equity*, determinando un periodo d'oro terminato con la pandemia da COVID-19 e i drastici rialzi dei tassi d'interesse a partire dal 2022.

Fino ai primi anni 2000, le attività di *private equity* e *venture capital* erano concentrate prevalentemente negli Stati Uniti. Tuttavia, a partire dalla metà degli anni Novanta, la crescente popolarità del *private equity* e la progressiva liberalizzazione normativa per gli investitori istituzionali in Europa portarono alla creazione di un mercato europeo maturo e competitivo.

1.1.3 Il Private Equity Oggi

L'industria del *private equity* ha avuto un importante sviluppo e rappresenta oggi un asset class di primaria importanza per gli investitori istituzionali, che riservano una parte sempre maggiore del loro portafoglio a questa tipologia di investimento, la quale ha offerto rendimenti maggiori dei mercati azionari e opportunità di diversificazione del portafoglio. Infatti, gli *Assets under management (AUM)* globali dei fondi di *private equity* hanno avuto una crescita esponenziale, passando da \$1.9T nel 2012 a \$5.3T nel 2023. Allo stesso tempo, sono emerse sempre più società di *private equity*, a causa dell'abbondanza di capitale e la globalizzazione del settore, con una crescita del numero di società di investimento attive del 58% tra il 2016 e il 2021.

Negli ultimi anni, l'evoluzione del *private equity* è stata caratterizzata da fondi di dimensioni sempre maggiori e da quantità record di *dry powder* (capitale a disposizione dei fondi di *private equity* ma non ancora investito). Nel corrente complesso contesto macroeconomico, si è fatta sempre più frequente la domanda: “*Il private equity è diventato troppo grande?*”, alimentata dalle preoccupazioni dei *limited partners (LP)* circa l'eccesso di capitale alla ricerca di un numero limitato di opportunità. Tuttavia, osservando i dati, emerge chiaramente che il mercato del *private equity* è estremamente ampio. Questo risulta ancora più evidente se confrontato con il mercato azionario pubblico. Un primo indicatore è rappresentato dal numero di società in

portafoglio attive: attualmente, sono oltre 215.000 le aziende *private equity*- o *venture capital-backed*. In confronto, l'indice MSCI ACWI Investable Market Index, che rappresenta circa il 99% dell'universo dei mercati azionari globali, include circa 8.800 società.

Esistono quindi circa 25 volte più società private detenute da fondi di *private equity* o *venture capital* rispetto al numero di aziende quotate in Borsa.

Rispetto al passato, l'approccio degli investitori si è evoluto: accanto alla tradizionale leva finanziaria (operazioni di *LBO* finanziate con altissime percentuali di debito), oggi prevalgono strategie orientate alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, attraverso il miglioramento operativo delle aziende partecipate, con particolare attenzione a temi come l'espansione internazionale, la digitalizzazione e la sostenibilità ambientale.

1.2 Le diverse Strategie di Investimento

Esistono varie strategie di investimento nell'industria del *private equity*, ognuna delle quali ha caratteristiche differenti e un proprio profilo di rischio/rendimento. Le seguenti sono le 8 strategie che si individuano:

1. *Venture Capital (VC)*: Investimenti in quote di minoranza di *start-ups*, aziende nelle prime fasi di sviluppo. Prevede investimenti in molte imprese in quanto solo una piccola parte di esse avranno successo nel lungo termine, dunque questo piccolo numero di *start-ups* di successo esponenziale compensa l'alto numero di fallimenti. Comporta tempi di investimento più lunghi al fine di realizzare profitti significativi, ed è una strategia ad alto rischio ma con potenziale di alti rendimenti.
2. *Growth Equity*: Investimenti in quote di minoranza di *scale-ups*, aziende in fase evoluta di sviluppo e con una forte crescita. Questo tipo di investimenti si collocano in una fase più matura del ciclo di vita di un'impresa rispetto al *venture capital*, fornendo capitale di rischio fondamentale per perseguire progetti di espansione.
3. *Leveraged Buyouts (LBO)*: Strategia che prevede l'acquisizione di partecipazioni di controllo in società mature, essa viene finanziata con un ammontare sostanziale di debito (tra il 50% e il 90% del valore complessivo di acquisto). La società

acquisita viene poi gestita dal fondo di private equity, con l'obiettivo di migliorarne la performance operativa ed espandere l'attività durante il periodo di gestione, solitamente compreso tra 5 e 7 anni. Implica ristrutturare la situazione finanziaria, la governance o le operazioni della società acquisita, o una combinazione di questi fattori, per massimizzare i rendimenti per gli investitori del fondo.

4. *Real Estate Private Equity (REPE)*: Questa strategia consiste nell'investimento in immobili, i fondi di *private equity* in questo campo acquisiscono, gestiscono e valorizzano asset immobiliari con l'obiettivo di generare ritorni attraverso l'apprezzamento del valore o il reddito da locazione. Gli investimenti possono riguardare immobili residenziali, commerciali o industriali, i quali vengono solitamente ristrutturati. Il valore viene creato attraverso interventi di tipo operativo, finanziario o strategico, con un orizzonte temporale di medio-lungo termine.
5. *Infrastructure*: Investimento di capitale in *assets* infrastrutturali che forniscono utilities o servizi essenziali, generalmente riguarda progetti su larga scala in collaborazione con le autorità pubbliche. Le infrastrutture sono costituite da *assets* fisici necessari al funzionamento dell'economia e della società, come autostrade, ponti, ferrovie e centrali elettriche. Questo tipo di investimenti offre un'elevata protezione da ribassi, in quanto gli *assets* acquisiti operano in settori altamente regolamentati e con *cash flows* piuttosto stabili, dunque generalmente offrono potenziali ritorni minori di altre strategie più rischiose.
6. *Distressed Private Equity*: Questa strategia consiste nell'investimento nel debito o nel capitale di società in difficoltà finanziaria, al fine di acquisire una quota di controllo e guidare la ristrutturazione della società, riorganizzandone la struttura finanziaria ed operativa. Il presupposto fondamentale di questo tipo di investimenti è che un *turnaround* sia effettivamente fattibile, infatti l'obiettivo del fondo di *private equity* è vendere la partecipazione una volta completato il processo di ristrutturazione, rendendo la società più efficiente e capace di adempiere senza problemi ai suoi oneri finanziari.
7. *Fund of Funds (FoF)*: Strategia che consiste nell'investimento in altri fondi di *private equity*, agendo come *Limited Partner (LP)* di diversi fondi. In questo modo

il fondo investe indirettamente nelle *portfolio companies* dei fondi in cui investe il capitale raccolto dagli investitori. Questo tipo di investimenti offre un'ampia diversificazione e non prevede l'intervento operativo del fondo nelle società acquisite, comporta in genere una maggiore protezione del capitale.

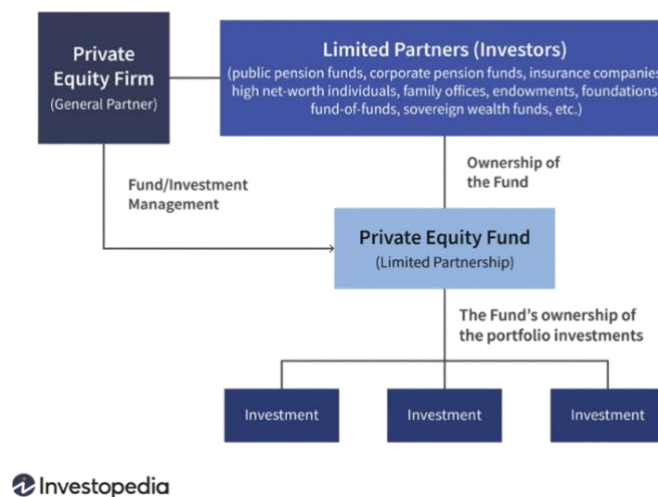
8. *Secondaries*: Il termine si riferisce a transazioni in cui un investitore acquista una partecipazione o un *asset* già esistente da un altro fondo di private equity. Si distinguono due tipologie principali di operazioni: *LP-led* e *GP-led*. *LP-led secondaries* avvengono quando un *limited partner* decide di cedere la propria quota in un fondo a un altro investitore, tipicamente per ottenere liquidità più velocemente o per motivi di riallocazione del portafoglio. *GP-led secondaries* sono invece promosse dal *general partner* e prevedono il trasferimento di una o più *portfolio companies* da un fondo esistente a un nuovo veicolo, con l'obiettivo di estendere l'orizzonte temporale di investimento, mantenendo la gestione della società e offrendo al contempo liquidità ai *LPs* esistenti, in quanto il nuovo veicolo d'investimento gestito dallo stesso *GP* avrà nuovi *LPs*.

1.3 Struttura dei Fondi di Private Equity e Processo di Investimento

1.3.1 La Struttura dei Fondi di Private Equity

I fondi di *private equity* sono un tipo di fondo chiuso di investimento e sono parte del più ampio gruppo di *asset class* alternative.

Il fondo è gestito da una società di *private equity* che serve da “*General Partner*” del fondo. Con l'apporto di capitali, gli investitori diventano “*Limited Partners*” del fondo, il quale è dunque strutturato come una “*Limited Partnership*”.



Il fondo di private equity utilizza i capitali raccolti per investire in società private, che una volta acquisite vengono chiamate *Portfolio Companies (PortCo)*, secondo una strategia di investimento predeterminata con gli investitori nel *Limited Partnership Agreement (LPA)*.

I *Limited Partners* del fondo sono investitori istituzionali, come ad esempio fondi pensione, fondazioni universitarie, compagnie assicurative, fondi sovrani e individui con un elevato patrimonio.

Il fondo ha una durata finita generalmente di 10 anni, infatti a differenza dei fondi azionari quotati, che vengono offerti continuamente, la durata del fondo di *private equity* è limitata e stabilita nel *LPA*, con estensioni opzionali di 2-3 anni talvolta possibili.

La vita di un fondo è generalmente suddivisa in tre fasi principali, descritte di seguito:

- *Formation*: È il periodo che precede il lancio del fondo, durante il quale viene costituita la partnership, definita la strategia, redatti i documenti di offerta e i relativi termini di investimento, si iniziano ad individuare le prime *target companies*.
- *Investment*: È la fase in cui il fondo effettua gli investimenti nelle *portfolio companies*, effettua le *capital calls* verso gli investitori per farsi versare i capitali promessi, e lavora insieme alle società acquisite per massimizzarne il rendimento.
- *Harvesting*: È il periodo durante il quale il fondo organizza le operazioni di disinvestimento dalle *portfolio companies* tramite IPO, vendita ad un acquirente

strategico o ad un altro fondo di private equity, e infine distribuisce il capitale ed i relativi profitti agli investitori.

1.3.2 Private Equity Fees e Distribuzione dei Ritorni

Uno degli aspetti più importanti del *Limited Partnership Agreement* è la definizione delle commissioni che il *General Partner* riceverà per gestire il fondo.

La struttura di compensazione del *GP* è composta da un 2% di *management fee* sul capitale totale gestito dal fondo, e dal 20% di *performance fee*, ovvero una percentuale dei profitti generati dal fondo che sarà trasferita al *GP*, questa parte viene chiamata “*carried interest*”. Questo modello è comunemente noto come “2 and 20”.

Una caratteristica essenziale del *private equity* è l'allineamento degli interessi del gestore del fondo con quelli degli investitori, allineando dunque le rispettive remunerazioni grazie al meccanismo del *carried interest*, a cui il *GP* avrà diritto in funzione del rendimento del fondo stesso.

I ritorni generati dal fondo vengono distribuiti attraverso il metodo chiamato “*distribution waterfall*”, il quale definisce l'ordine gerarchico in cui le distribuzioni di capitale vengono allocate tra i *LPs* e il *GP*.

Sebbene le *waterfall schedules* possano essere personalizzate, generalmente si articolano in quattro livelli:

- *Return of capital*: Il 100% delle distribuzioni viene destinato agli *LPs* fino al completo recupero delle somme inizialmente investite.
- *Hurdle rate*: Il 100% delle distribuzioni successive spetta agli investitori (*LPs*) fino al raggiungimento di un rendimento tra il 7% e il 9% stabilito nel *LPA*, al di sopra del quale anche il *GP* riceve una remunerazione.
- *Catch-up tranche*: Il 100% delle distribuzioni vengono assegnate al *GP* del fondo fino al raggiungimento di una determinata divisione dei profitti tra *LPs* e *GP*, solitamente 80/20.
- *Carried interest*: La percentuale prestabilita delle distribuzioni che spetta al *GP*. Tale percentuale deve essere pari a quella prevista nella terza fascia.

1.3.3 Il Processo di Investimento

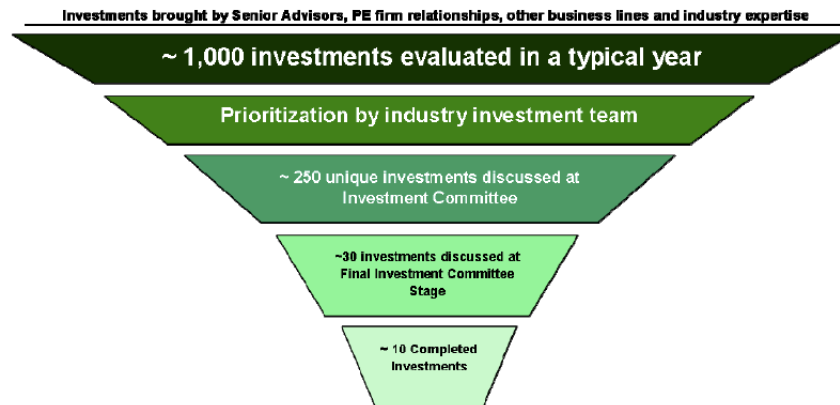
Il processo di investimento di un fondo di *private equity* è piuttosto lungo e comprende diversi step. In questa tesi andremo ad analizzare nel dettaglio il processo di *buyout*, la tipologia più diffusa all'interno del vasto mondo del *private equity*.

La ricerca di società interessanti e adatte alla strategia di investimento del fondo può richiedere un tempo considerevolmente maggiore rispetto agli investimenti in società quotate sui mercati azionari, in quanto il numero di società private è estremamente maggiore rispetto a quelle quotate. Inoltre, poiché non esiste un mercato azionario da cui ricavare un prezzo per le società, gli investitori di *private equity* devono ricorrere a diversi metodi per le loro valutazioni, di solito iniziando con un multiplo dell'*EBITDA* per arrivare alla valutazione di una società.

Di seguito le cinque fasi principali dell'intero processo che una società di *private equity* svolge:

1. *Fundraising*: Prevede l'attività di marketing del fondo verso investitori esistenti e nuovi. Il materiale di marketing descriverà la strategia complessiva del fondo e il *track record* dei suoi *GP*. Solitamente include anche i termini dell'investimento per i *LPs*, i quali possono variare in base alla reputazione del singolo *LP* e al capitale messo a disposizione. La chiusura e la definizione dei termini dell'investimento per ciascun investitore richiedono generalmente circa 3 mesi.
2. *Deal Sourcing*: In questa fase, il team del fondo di *private equity* ricerca opportunità di investimento che siano in linea con la tesi d'investimento del fondo. Viene effettuato uno screening del mercato, raccogliendo quante più informazioni possibili su potenziali società in cui investire, spesso partendo da *teaser* e *pitch deck* inviati da investment bankers. Quando viene individuata una società potenzialmente adatta, il team prende contatto con il management della società target per verificare l'interesse verso un investimento o un'operazione di *buyout*. In caso di riscontro positivo, si procede con la firma di un *NDA* e con la condivisione di una vasta quantità di informazioni da parte dell'azienda in questione, permettendo al fondo di valutare attentamente l'opportunità.

È importante notare come solitamente solo l'1% dei *deals* valutati vengano effettivamente concretizzati, con l'intero processo che può durare fino ad un anno.



3. Acquisizione delle *portfolio companies*: Questo processo comprende diverse fasi, partendo dalla valutazione della società in oggetto alla finalizzazione dell'operazione di acquisizione:

- a. *Due Diligence*: Dato che le società non quotate non sono tenute a divulgare la stessa quantità di informazioni delle loro controparti pubbliche, la *due diligence* si rivela estremamente importante, anche nelle fasi iniziali. Durante i colloqui con il management team della società target, gli analisti pongono una serie di domande approfondite che rappresentano i primi passi del processo di *due diligence*. Questo processo diventa progressivamente più dettagliato e strutturato man mano che l'operazione avanza, coprendo tutte le aree di attività dell'azienda, infatti viene solitamente condotta la due diligence finanziaria, legale, commerciale e tecnologica, con l'obiettivo di comprendere complessivamente e nel dettaglio l'attività della società.
- b. Approvazione dell'*Investment Committee*: Una volta che la *due diligence* iniziale ha indicato che la società potrebbe rappresentare un'opportunità interessante, il profilo della società target viene valutato dall'*investment committee* del fondo di *private equity*, solitamente composto dai partners, diversi membri *senior* e alcuni consulenti specializzati nel settore. Questo comitato ha la responsabilità di prendere la decisione finale se procedere

o meno con l'investimento, dopo aver discusso attentamente le prospettive future dell'azienda analizzata sulla base delle informazioni raccolte durante la fase di *due diligence* e le proiezioni effettuate dal fondo stesso. In preparazione delle discussioni del comitato viene preparato il *Preliminary Investment Memorandum (PIM)*, un documento generalmente di circa 30-40 pagine che riassume l'opportunità di investimento all'*investment committee*. Contiene tutte le sezioni tipiche di un *investment memorandum* standard, ma con un maggiore livello di dettaglio riguardo a come l'operazione possa contribuire alla strategia e agli obiettivi del fondo.

- c. Proposta di investimento: Se l'investimento viene ritenuto valido, l'*investment committee* presenta una prima offerta (*bid*) alla *target company*, dando avvio a una fase di negoziazione. Da qui si procede alla redazione di una *letter of intent (LOI)* non vincolante e al successivo periodo di esclusività, in cui la società in vendita sceglie un solo potenziale acquirente con cui condurre negoziazioni esclusive. Segue una fase finale di *due diligence* più approfondita sulla società oggetto dell'operazione, che può durare fino ad ulteriori 3 mesi, a seconda della complessità dell'azienda.
- d. Accordo definitivo: Al termine di questo dettagliato processo di *due diligence*, il fondo di *private equity* può sottoscrivere formalmente l'investimento oppure, nel caso, rinunciare all'operazione. Dunque procede alla firma dei documenti per l'accordo definitivo tra le parti, denominati *Share Purchase Agreement (SPA)* o *Asset Purchase Agreement (APA)*. Questi sono documenti legali che formalizzano i termini e le condizioni dell'accordo tra le due società coinvolte nell'operazione. Rappresentano un contratto vincolante per entrambe le parti, acquirente e venditore, e includono elementi fondamentali come gli *asset* oggetto dell'operazione, il corrispettivo pattuito, le dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*) e le condizioni per il closing.

4. Gestione della società: Una volta completata l'acquisizione della portfolio company, il fondo si occupa della sua ristrutturazione e gestione attiva.

Avendo utilizzato la *due diligence* per ottenere una visione chiara della società oggetto di acquisizione, il fondo cercherà di sfruttare le informazioni raccolte per sviluppare un *internal operating model*, ovvero un piano operativo che definisca come l'investimento verrà gestito durante i 5-7 anni di permanenza nel portafoglio. In molti casi, questo comporta l'incremento di investimenti in aree sotto-capitalizzate, tagli dei costi (come ad esempio licenziamenti del personale o chiusura di divisioni poco profittevoli), modifiche alla strategia di vendita, oppure acquisizioni aggiuntive di aziende più piccole da integrare nella società, al fine di creare sinergie di costo o di ricavo tra le due realtà, nell'ottica di una strategia di espansione. Tali operazioni sono piuttosto comuni e vengono definite *bolt-on acquisitions*.

Durante il periodo di gestione, possono essere effettuate delle distribuzioni di capitale agli investitori dal reddito generato dalla società acquisita, ad esempio tramite i dividendi.

5. Disinvestimento dalla società: In teoria, l'investimento può essere disinvestito o liquidato in qualsiasi momento durante il periodo di gestione. Tuttavia, ciò avviene generalmente solo dopo che i cambiamenti operativi e finanziari iniziano a produrre effetti concreti, tipicamente dopo almeno 2-3 anni di gestione. Il tempo medio di partecipazione nelle *portfolio companies* è di 5,7 anni nell'arco degli ultimi venti anni, con valori sopra la media corrispondenti a 6,7 anni nel 2024.

Le motivazioni alla base del disinvestimento possono includere il ricevimento di un'offerta particolarmente vantaggiosa, cambiamenti imprevisti nel mercato di riferimento o nel contesto macroeconomico che richiedono un ripensamento della strategia, oppure la fisiologica necessità di distribuire i profitti agli investitori dopo il normale periodo di gestione.

Le modalità attraverso cui effettuare l'*exit* da un investimento sono diverse e variano in funzione delle condizioni di mercato, della maturità dell'impresa e della strategia del fondo. Le opzioni possibili sono la quotazione in Borsa (*IPO*), la vendita a un altro fondo di *private equity* (*secondary buyout*), la cessione ad un

acquirente industriale (*trade sale*) o, meno frequentemente, la riacquisizione da parte del management (*management buyout*). Ciascuna modalità presenta implicazioni diverse in termini di tempi, ritorni attesi e complessità operativa.

Il fondo di *private equity* procederà quindi alla distribuzione dei proventi generati dalla liquidazione tra gli investitori (*LPs*) e il *general partner*, che tratterrà una percentuale dei profitti sotto forma di *carried interest*.

1.4 Principali Players Globali

A livello globale esistono migliaia di fondi di *private equity* che operano tramite le varie strategie, in forte crescita negli ultimi anni sia a livello di *Assets Under Management (AUM)* che di numero assoluto di fondi presenti sul mercato. Tuttavia, il settore è oggi dominato da pochi colossi che operano su scala globale, controllando complessivamente trilioni in *AUM* e influenzando direttamente le dinamiche globali del mercato.

Un recente trend è rappresentato dal consolidamento che si sta verificando nell'industria. La tendenza al consolidamento sta accelerando, con *general partner (GP)* di grandi dimensioni e diversificati che acquisiscono realtà più piccole per aumentare la propria scala operativa ed espandersi in nuove *asset class*. Di conseguenza, le preferenze degli investitori (*LPs*) si stanno spostando verso gestori affermati, in grado di offrire una gamma più ampia di strategie e una maggiore stabilità, rendendo più difficile per società di minori dimensioni e indipendenti competere per ottenere capitale. Un mercato più concentrato presenta implicazioni contrastanti per gli investitori, da un lato offre maggiore stabilità e riduce l'onere amministrativo legato alla gestione di molteplici relazioni con diversi fondi, dall'altro può limitare la varietà di scelta e ridurre la concorrenza.

Di seguito la lista delle 10 maggiori società di *private equity* (sulla base dell'*AUM* aggiornato al 31/12/2024):

1. Blackstone: 1.127 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1985 da Stephen A. Schwarzman (attuale CEO e *Chairman*). Headquarters a New York, USA.

2. Apollo: 751 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1990 da Leon Black, Josh Harris, Antony Ressler e Marc Rowan (attuale CEO). Headquarters a New York, USA.
3. KKR: 638 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1976 da Jerome Kohlberg, Henry Kravis e George Roberts. Headquarters a New York, USA.
4. The Carlyle Group: 441 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1987 da William E. Conway Jr, Daniel A. D'Aniello e David M. Rubenstein. Headquarters a Washington DC, USA.
5. EQT AB: 269 Miliardi di euro in gestione, fondata nel 1994 da Conni Jonsson con il supporto della famiglia Wallenberg. Headquarters a Stoccolma, Svezia.
6. TPG: 246 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1992 da Jim Coulter e David Bonderman. Headquarters a San Francisco, USA.
7. CVC Capital Partners: 200 Miliardi di euro in gestione, fondata nel 1981 da Donald Mackenzie, Rolly van Rappard e Steve Koltès. Headquarters a Lussemburgo.
8. Bain Capital: 185 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1984 da Mitt Romney, Coleman Andrews ed Eric Kriss (ex *partners* della società di consulenza Bain and Company). Headquarters a Boston, USA.
9. Thoma Bravo: 179 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 2008 da Carl Thoma e Orlando Bravo. Headquarters a Chicago, USA.
10. Hellman & Friedman: 115 Miliardi di dollari in gestione, fondata nel 1984 da Warren Hellman e Tully Friedman. Headquarters a San Francisco, USA.

Emerge chiaramente un dato significativo riguardo la geografia delle maggiori società di investimento in *private equity*: 8 delle 10 maggiori sono state fondate e hanno la loro sede centrale negli Stati Uniti. Questa concentrazione geografica evidenzia il ruolo dominante statunitense nel settore, sia in termini di capitali gestiti che di capacità di attrarre investitori a livello globale.

CAPITOLO 2: PRIVATE EQUITY IN ITALIA E VALORIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI

2.1 Leve di Creazione del Valore nelle Portfolio Companies

Nel corso degli ultimi quarant'anni circa, i gestori di fondi di *buyout* hanno investito capitali in un contesto caratterizzato da tassi di interesse in calo e da una crescita generalizzata costante del valore degli *asset*. In questo periodo, i *general partners* hanno potuto fare affidamento sulla leva finanziaria e sull'aumento delle valutazioni degli *asset* di alta qualità per generare rendimenti superiori alla media per gli investitori e creare valore. In particolare, l'ultimo decennio è stato straordinario per il *private equity*, con un aumento dei multipli delle transazioni del 50-60% tra il 2010 e il 2020.

Tuttavia, ora i tempi sono cambiati. A partire dal 2022 i tassi d'interesse sono aumentati vertiginosamente a causa della recente ondata di inflazione, portando il costo del debito a livelli mai visti negli ultimi 20 anni. La performance dei fondi ne ha conseguentemente risentito, con le opportunità di investimento e di creazione di valore che sono diventate più complesse da individuare rispetto al passato, contribuendo ad un calo sostanziale del *fundraising* dei fondi di questo tipo tra le crescenti preoccupazioni degli investitori riguardo la capacità dei gestori di sovraperformare altre *asset class* nel contesto attuale. Anche se i tassi d'interesse stanno calando, si sta affermando una nuova realtà macroeconomica che richiede più del solo acume finanziario basato su uno strategico uso del debito per generare rendimenti sostanziali. I fondi di *buyout* devono ora concentrarsi maggiormente su strategie di creazione del valore di tipo operativo.

Andremo ora ad analizzare nel dettaglio la gestione delle portfolio companies da parte dei fondi di *private equity*, specificatamente nelle operazioni di *buyout*.

Dopo aver individuato una società target, averne completato l'acquisizione e aver sviluppato una solida tesi di investimento, il fondo ha a disposizione un periodo di 5-7 anni per aumentarne il valore e ottenere i rendimenti richiesti dai *Limited Partners*. Una strategia efficace di creazione del valore inizia nella fase di scelta dell'azienda da acquisire, la quale dovrà possedere caratteristiche che presentino chiare opportunità per migliorare l'operatività e intraprendere rapidamente un percorso di crescita. Infatti, i *general partners* tendono a concentrarsi particolarmente su società con una redditività

operativa debole o il cui potenziale di crescita è limitato dall'alto indebitamento, dipendendo principalmente da fonti di finanziamenti esterne.

Le strategie utilizzate dai fondi di private equity per creare valore nelle proprie *portfolio companies* e ottenere ritorni sono principalmente quattro, di seguito elencate nel dettaglio:

- Espansione dei multipli: Questa si verifica quando una società viene acquistata e successivamente rivenduta a un multiplo di valutazione più elevato rispetto a quello inizialmente pagato. Se una società è oggetto di un *leveraged buyout (LBO)* e viene venduta a un prezzo superiore rispetto a quello di acquisto, l'operazione genera un profitto per il fondo che effettua il *buyout*. Il multiplo di riferimento utilizzato nel settore è l'*EV/EBITDA*, ovvero il rapporto tra *Enterprise Value* della società target e il suo *EBITDA*, acronimo di *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*, il quale rappresenta la redditività operativa escludendo l'impatto della struttura del capitale e del trattamento contabile dell'ammortamento delle immobilizzazioni.

La formula per calcolare il profitto derivante dall'espansione dei multipli è:

$(\text{Multiplo di uscita} - \text{Multiplo d'acquisto}) \times \text{EBITDA}$ nell'anno del disinvestimento.

In generale, le società con multipli di valutazione più bassi tendono ad essere di dimensioni minori e presentano un rischio d'investimento più elevato, rispetto a quelle di dimensioni maggiori che registrano solitamente multipli più elevati.

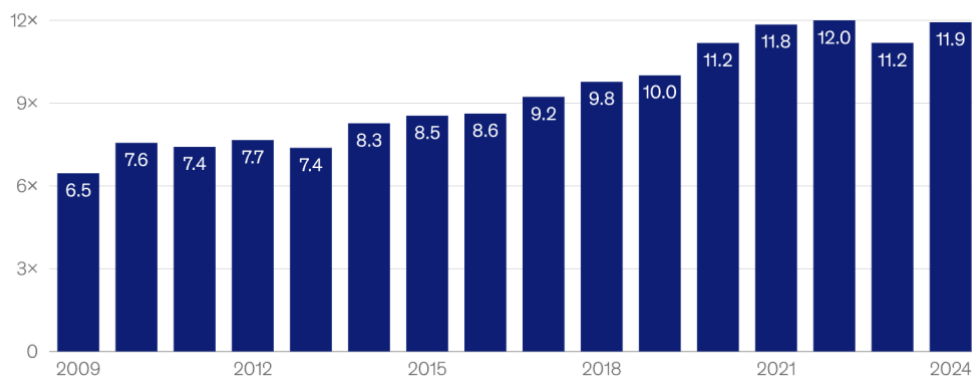
Nelle operazioni di *buyout*, il prezzo che il fondo paga per acquistare la società target è uno degli aspetti più rilevanti da considerare, in quanto l'acquisizione di un'ottima azienda può rivelarsi un pessimo affare finanziario se questa viene pagata un prezzo eccessivo (sempre calcolato in riferimento al *EV/EBITDA*). In termini semplici, l'obiettivo dell'espansione dei multipli è quello di comprare a poco e vendere a molto. Tuttavia, disinvestire con successo una *portfolio company* ad un multiplo più alto di quello pagato non è semplice, in quanto spesso dipende dalle condizioni di mercato nel settore di riferimento in quel periodo specifico. Infatti, considerato l'elevato grado di incertezza legato alle condizioni di mercato e agli eventi imprevedibili che possono influenzare significativamente il multiplo di uscita, la *best practice* generalmente adottata nei modelli di *leveraged buyout*

è quella di assumere un *exit multiple* pari al multiplo di acquisto, effettuando una proiezione conservativa tale che la tesi di investimento del fondo non sia eccessivamente dipendente dalla vendita ad un multiplo maggiore.

Comunque, il fondo può perseguire l'espansione dei multipli aumentando la qualità e la dimensione dell'azienda, tramite decisioni strategiche che accelerino la crescita del fatturato e i margini di profitto. Pur non rappresentando una garanzia, la probabilità di realizzare un'uscita a un multiplo più elevato aumenta se il fondo riesce a implementare interventi strategici efficaci. Un aumento dei multipli è molto frequente anche quando viene applicata una strategia “*buy and build*”, infatti se la società cresce considerevolmente di dimensioni tramite *add-on acquisitions* di aziende minori che vengono integrate nell'operatività, l'azienda risultante solitamente avrà una valutazione maggiore in termini di multiplo dell'*EBITDA* al termine del periodo di gestione.

Nel corso dell'ultimo decennio, questa leva ha rappresentato il principale *driver* dei fondi di *buyout* per generare rendimenti, con il multiplo mediano di acquisto *EV/EBITDA* che ha registrato un incremento da 8.3 nel 2014 a 11.9 nel 2024. Le previsioni per il futuro indicano che quest'incremento costante che ha trainato i profitti dei fondi non continuerà negli anni a venire a causa del contesto di tassi d'interesse più elevati, nel quale i *general partners* dovranno porre maggiore attenzione al miglioramento della performance operativa.

Median global buyout entry multiple, purchase price/EBITDA¹

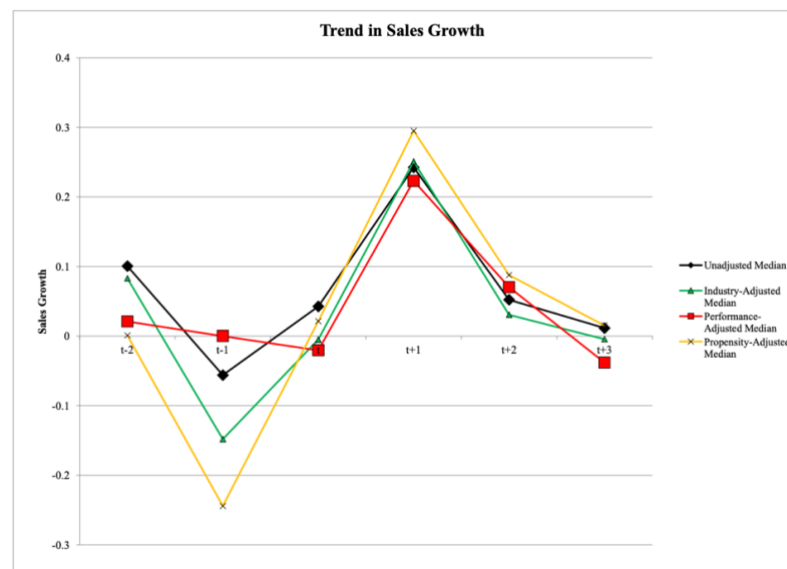


- Crescita del fatturato: L'obiettivo del fondo di *private equity* è aumentare il valore della società acquisita e uno dei metodi principali per farlo è aumentare i suoi

ricavi. Questo può avvenire in molti modi: aumentando la qualità dei prodotti o servizi offerti, alzando i prezzi (a condizione di mantenere il volume di vendita), espandendosi in nuove aree geografiche o in nuovi segmenti di mercato, sviluppando nuovi prodotti o servizi per diversificare l'offerta, migliorando la strategia di marketing e il team di vendita, o acquisendo altre aziende più piccole (nell'ambito di una strategia di *add-on acquisitions*).

Uno studio di settore mostra evidenze di un aumento significativo e rapido della crescita del fatturato in seguito ai *buyout* di società private. L'incremento mediano della crescita del fatturato, dal periodo *pre-buyout* al secondo anno dopo l'acquisizione, è superiore del 61,7% rispetto alla variazione mediana nel settore nello stesso intervallo temporale, evidenziando una chiara accelerazione nel ritmo di crescita dei ricavi. Questa crescita repentina avviene solitamente nei primi due anni di gestione da parte del fondo, tornando vicina allo zero al terzo anno *post-buyout*, il *general partner* ha infatti l'obiettivo di implementare rapidamente cambiamenti strategici efficaci al fine di ottenere ritorni in un minor tempo. Tale crescita riflette sia un'espansione organica sia una crescita per acquisizioni, strategia piuttosto frequente, con *add-on acquisitions* successive al *buyout* identificate nel 41,3% dei casi analizzati nello studio. I ricavi dei *buyouts* nei quali si verificano queste successive acquisizioni crescono mediamente più velocemente rispetto a quelli dove esse non sono presenti.

Trend in sales growth. This figure presents trends in median *SalesGrowth* for private PE buyout firms. Year *t* represents the buyout year.



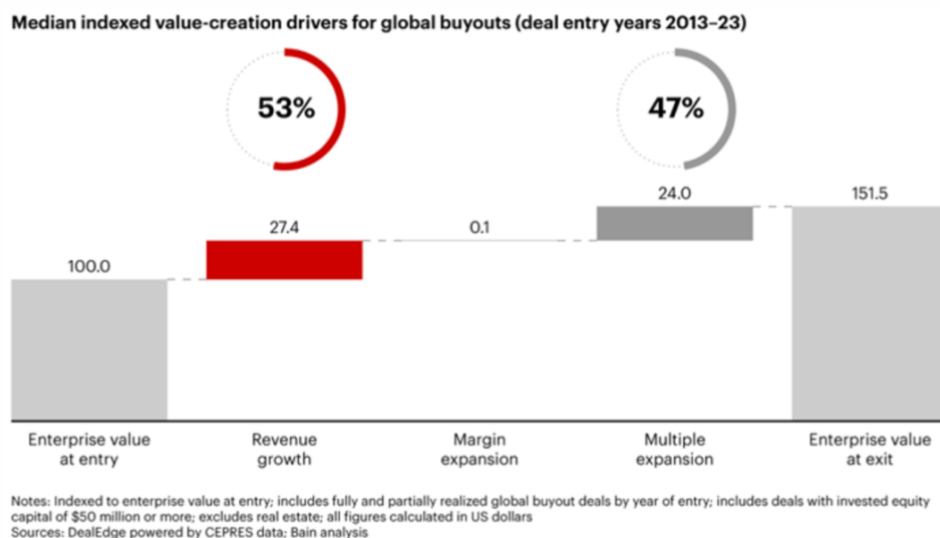
Questa leva di creazione del valore ha rappresentato un *driver* fondamentale dei ritorni dei fondi nell'ultimo decennio, i quali in fase di selezione delle società target indirizzano sistematicamente i loro investimenti in aziende dal potenziale di crescita inespresso, immettendo capitale per supportare un rapido incremento del fatturato e sbloccare valore.

Inoltre, le società che registrano una crescita a doppia cifra dei ricavi vengono solitamente vendute a multipli di valutazione più elevati rispetto a quelle che crescono lentamente. In questo modo, l'aumento del fatturato contribuisce anche all'espansione dei multipli, generando ulteriore valore per il fondo.

- Espansione dei margini: L'obiettivo principale di quasi tutte le operazioni di *private equity* è quello di aumentare gli utili della società acquisita, in particolare l'*EBITDA*, la metrica di valutazione di riferimento nel settore. Questa crescita può derivare da una crescita del fatturato, come visto precedentemente, ma anche da un aumento dei margini operativi, solitamente ottenuto tramite una riduzione dei costi. La creazione di valore attraverso interventi operativi comporta risolvere le inefficienze di gestione e ottimizzare l'operatività della società. Interventi che vengono generalmente attuati dai *general partners* includono: licenziamenti del personale, razionalizzazione della struttura di governance, eliminazione di funzioni non strettamente necessarie, dismissione di *assets* o divisioni *non-core*, e rafforzamento della catena di approvvigionamento. Espandere i margini dell'azienda target è quasi sempre parte della tesi di investimento in un *buyout*, rispettare tali previsioni si rivela tuttavia un compito più complesso. Su questa tematica, un'analisi condotta da *Bain & Company* su 33 *buyouts* nel settore software mostra che in 31 casi (94% del totale) era stata prevista una crescita mediana del margine operativo pari a 560 punti base nell'arco dei cinque anni di gestione. Tuttavia, in media, l'aumento effettivo dei margini dopo cinque anni è risultato significativamente inferiore rispetto alle proiezioni iniziali. Le ragioni di questa scarsa implementazione sono varie, in primo luogo realizzare un aumento significativo dei margini spesso non era critico per ottenere ritorni, in quanto una costante espansione dei multipli nell'ultimo decennio e la crescita del fatturato fornivano già ottimi rendimenti. La forte crescita dei ricavi che i fondi hanno

generalmente perseguito richiede consistenti investimenti, che possono minare il piano di aumento della redditività dati gli alti costi, presentando talvolta un *trade-off* tra questi due obiettivi. Inoltre, realizzare un piano efficace di aumento dei margini richiede un'attenta e completa *due diligence*, che integri aspetti tecnici, commerciali e operativi in una visione olistica della società target. Una *due diligence* che offra una visione unificata e a 360 gradi del potenziale dell'azienda consente di cogliere tutte le interdipendenze chiave tra strategia e operatività, fondamentali per assicurare che il piano per realizzare una crescita profittevole venga eseguito con successo.

Diversi studi evidenziano che, negli ultimi dieci anni, i fondi di *buyout*, in media, hanno largamente trascurato l'espansione dei margini come leva di creazione del valore. Nel contesto attuale di tassi d'interesse più elevati e dopo anni di crescita ininterrotta delle valutazioni, l'espansione dei multipli non è più in grado di trainare i rendimenti dei fondi. Generare *outperformance* richiederà sempre più un approccio operativo concreto, identificando opportunità per rendere le *portfolio companies* più snelle ed efficienti, migliorandone la redditività.



L'importanza dell'incremento dei margini per ottenere rendimenti sostanziali è evidenziata dagli studi dai quali emerge che i fondi con le migliori performance (*top-quartile*) hanno dimostrato una chiara capacità di creare valore attraverso interventi operativi volti ad aumentare i margini. In questi casi, il miglioramento

dei margini ricopre un ruolo significativamente più rilevante rispetto a quanto avviene nei fondi dalle performance nella media, rappresentando uno degli elementi che conferisce ai *deals* dai miglior rendimenti il loro vantaggio competitivo.

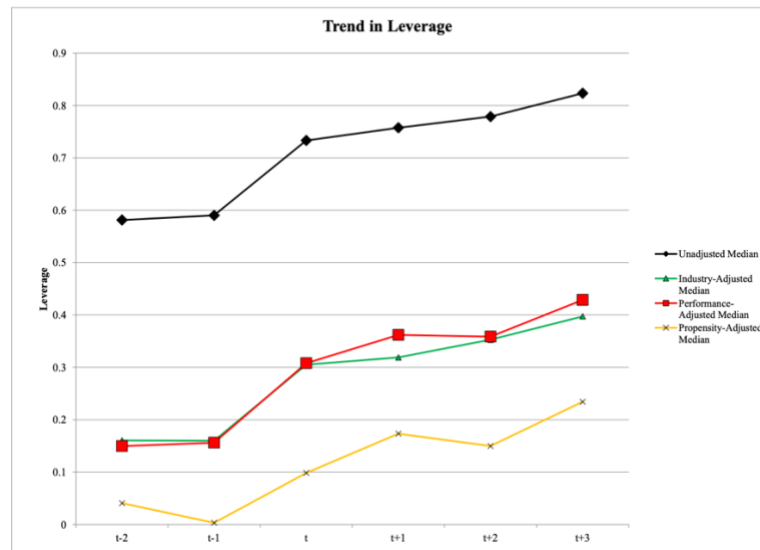
- Deleveraging: I *buyout* vengono solitamente finanziati utilizzando un'alta percentuale di debito, mentre il fondo di private equity contribuisce solo con una parte minore di equity, in un'operazione denominata *Leveraged Buyout (LBO)*. Un livello elevato di leva finanziaria iniziale può aumentare i rendimenti, a condizione che il tasso di interesse sul debito sia inferiore al costo del capitale proprio. Le motivazioni alla base dell'ampio utilizzo della leva finanziaria sono diverse, infatti essa consente a una quantità limitata di capitale del fondo di controllare un volume significativamente maggiore di ricavi e utili (l'intera società), permettendo allo stesso tempo di effettuare un numero maggiore di investimenti in diverse società avendo a disposizione un ammontare limitato di capitale, impiegandone solo una piccola parte per ogni *deal*. Inoltre, la spesa per il pagamento degli interessi sul debito è deducibile dal reddito imponibile dell'impresa, riducendo l'ammontare di imposte che questa versa e generando il cosiddetto scudo fiscale. Successivamente, durante il periodo di gestione, il fondo può ottenere rendimenti crescenti man mano che una quota maggiore di debito viene rimborsata attraverso la liquidità generata dalla società. Questo processo viene chiamato *deleveraging*, il quale rappresenta la riduzione progressiva del debito netto (ovvero il debito totale al netto della liquidità) durante il periodo di gestione. Con la diminuzione del saldo di debito netto della società, il valore dell'*equity* detenuto dal fondo aumenta, poiché una quota crescente del debito viene rimborsata utilizzando il *free cash flow (FCF)* generato dalla società acquisita tramite LBO. Tuttavia, un elevato debito comporta anche rischi sostanziali, in quanto la maggior parte del rischio di ribasso e del rischio di default deriva da una struttura del capitale con un'alta porzione di debito. Per questo motivo, una parte fondamentale del processo di *underwriting* consiste nel verificare che la società acquisita sia in grado di far fronte agevolmente al pagamento del capitale di debito ed i relativi interessi. Infatti, questa strategia crea

effettivamente valore solamente se il *free cash flow* riesce a coprire ampiamente le spese annuali di rimborso del debito, altrimenti il debito frena la crescita della società in quanto non ha a disposizione liquidità da investire in progetti di crescita. Nell'ultimo decennio, il rapporto medio *debt-to-equity* nelle operazioni di *buyout* è stato pari a 4x, il che indica che il 75% del totale del valore di acquisizione (*Enterprise Value*) è stato finanziato tramite debito. Questo valore è stato storicamente particolarmente elevato negli anni del primo *boom* del private equity negli anni '90 e prima della crisi del 2008, con un gran numero delle maggiori transazioni iconiche dell'industria realizzate con percentuali di debito tra l'80 e il 90%. Un esempio significativo è l'*LBO* di TXU Corp. nel 2007 da parte di un consorzio di fondi di *private equity* guidato da KKR, il più grande *buyout* della storia, il quale fu completato per \$45 Miliardi, con una componente di debito dell'88%. L'acquisizione della società energetica si rivelò infine un enorme insuccesso, con la presentazione di istanza di fallimento secondo il *Chapter 11* nel 2014, anche a causa dell'enorme debito accumulato che era divenuto insostenibile.

Sebbene nei decenni passati la leva finanziaria è stato il principale strumento utilizzato per generare ritorni nelle operazioni di *buyout*, negli ultimi anni i fondi hanno fatto un ricorso minore a questa leva, caratterizzata da rischi molto alti in caso di evoluzioni impreviste del mercato o di difficoltà della società. Quest'evoluzione è stata ulteriormente accelerata dall'attuale contesto di tassi di interesse più elevati, con i fondi che hanno ridotto la percentuale di debito usata per finanziare le loro acquisizioni.

Il grafico sottostante illustra l'evoluzione del rapporto mediano *debt-to-assets* delle società oggetto di *buyout*, evidenziando il chiaro aumento del debito al momento dell'acquisizione da parte del fondo (individuato come l'anno t).

Trend in leverage. This figure presents trends in median *DebtToAssets* for private PE buyout firms. Year t represents the buyout year.



Le quattro leve di creazione del valore analizzate sopra contribuiscono alla quasi totalità dei ritorni dei fondi di buyout, è opportuno notare come esistano altre strategie che vengono impiegate meno di frequente per contribuire ai rendimenti.

Una di queste è la *dividend recapitalization*, che si verifica quando un fondo di *private equity* emette nuovo debito con il solo scopo di distribuire agli azionisti, ovvero il fondo stesso, un dividendo straordinario una tantum. La fonte del dividendo distribuito a seguito di una *dividend recapitalization* deriva dal nuovo debito e non dagli utili generati dalla società. Quest'operazione viene effettuata per monetizzare i profitti derivanti dall'*LBO* prima dell'*exit* completa dall'investimento, infatti il *timing* dell'operazione presenta il vantaggio aggiuntivo di incrementare l'*IRR* del fondo, in quanto i proventi vengono incassati prima.

Una strategia trattata parzialmente in due delle quattro leve principali, è quella del *buy and build*, nella quale il fondo acquisisce una *platform company* ben posizionata in un determinato settore, e ne espande le operazioni acquisendo aziende minori da integrare, al fine di creare una società di maggiori dimensioni e sfruttare le sinergie con le diverse aziende target. Affinché questa strategia funzioni, le *add-on acquisitions* devono essere *accretive*, ossia l'azienda acquirente (*platform company*) deve essere valutata a un

multiplo più elevato rispetto alle società acquisite. La maggiore scala e diversificazione derivanti da queste operazioni di consolidamento contribuiscono a generare *cash flows* più stabili e prevedibili, due caratteristiche particolarmente apprezzate dagli investitori. Le *add-on* possono offrire numerosi vantaggi alla *platform company*, tra cui un miglioramento del *branding*, un maggior potere di determinazione dei prezzi e una migliore mitigazione dei rischi grazie alla diversificazione dei ricavi. Inoltre, ciò aumenta la probabilità di disinvestire ad un multiplo più elevato rispetto a quello di ingresso, favorendo così l'espansione dei multipli come visto precedentemente.

2.2 Metriche di Performance per la Valutazione dei Rendimenti

Per valutare la performance dei fondi di *private equity*, il settore deve considerare alcune caratteristiche tipiche di questa *asset class*. Tra queste, l'assenza di una quotazione di mercato continua e il fatto che gli investitori effettuano i loro investimenti versando il capitale in più fasi, attraverso le cosiddette *capital calls*, ricevendo i rendimenti tramite più distribuzioni scaglionate nel tempo. Valutare i rendimenti di questa tipologia di fondi non è lineare come per gli strumenti finanziari quotati in borsa, poiché le società o gli *assets* detenuti dal fondo non hanno un valore a cui vengono scambiati sui mercati, come invece accade per le società quotate, e dunque richiedono metriche di valutazione specifiche. Tenendo conto di queste caratteristiche, il settore utilizza 6 diverse metodologie per misurare la performance, di seguito elencate nel dettaglio:

- Internal Rate of Return (IRR): Il tasso interno di rendimento rappresenta il tasso annuo di crescita composto di un investimento, tenendo conto dei flussi di cassa nel tempo. Esso calcola il tasso che rende uguale il valore attuale dei flussi di cassa futuri all'esborso iniziale sostenuto, rendendo il valore attuale netto dell'investimento pari a zero. Il calcolo dell'*IRR* tiene conto non solo dell'entità dei rendimenti, ma anche della loro tempistica (*time value of money*). In sostanza, l'*IRR* individua il tasso di rendimento equivalente che si otterrebbe se l'intero investimento fosse effettuato in un'unica soluzione, maturasse un tasso di rendimento composto per l'intero periodo considerato, e venisse poi liquidato alla

fine. Ciò implica che i rendimenti realizzati in un intervallo temporale breve hanno un impatto maggiore sull'*IRR* rispetto a quelli ottenuti in tempi maggiori.

I fondi di *buyout* hanno solitamente un obiettivo minimo di *IRR* del 20%, mentre fondi di *growth equity* e *venture capital* hanno un target più elevato, circa il 25-30%, dato il maggior rischio. L'*IRR* è una delle metriche principali utilizzate dai *GPs* nel processo di *fundraising* per convincere i *LPs* ad investire nel fondo, evidenziando nei materiali di marketing le performance passate della società di *private equity*. Una ricerca della Harvard Business School mostra i livelli di *IRR* che i fondi promuovono agli investitori come indicatore della performance attesa, la quale mostra che la maggioranza dei fondi comunica a fini di marketing un *IRR* del 20-25%:

Table 11: Net IRR marketed to LPs.
The typical IRR that private equity investors market to their LPs.

	Mean	AUM		IRR		Age		Offices	
		Low	High	Low	High	Old	Young	Local	Global
0 - 5%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5 - 10%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10 - 15%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
15 - 20%	15.6	18.8	12.5	13.0	13.0	23.3	8.8	18.9	11.1
20 - 25%	50.0	40.6	59.4	65.2	47.8	53.3	47.1	45.9	55.6
25 - 30%	23.4	25.0	21.9	21.7	30.4	20.0	26.5	24.3	22.2
> 30%	10.9	15.6	6.3	0.0	8.7	3.3	17.6	10.8	11.1
Number of responses	64	32	32	23	23	30	34	37	27

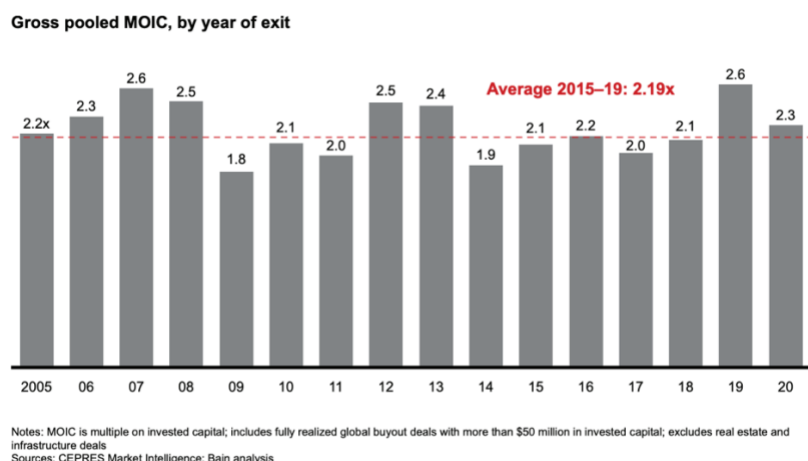
- *Multiple on Invested Capital (MOIC)*: Il *MOIC* è una metrica usata per descrivere il valore totale di un investimento come multiplo rispetto al capitale complessivamente investito. Rappresenta una misura semplice e diretta di quanto sia stato guadagnato da un investimento in termini assoluti, relativamente al suo costo iniziale. Esso, a differenza dell'*IRR*, non tiene conto del *time value of money*, in quanto la tempistica di ricezione dei *cash flows* non è presa in considerazione, ma solo il loro valore assoluto. Un *MOIC* elevato infatti può essere ottenuto su un arco temporale eccessivamente lungo e, dunque non risultare così sostanziale una volta considerato il ritorno su base annua. Questo rende il *MOIC* una metrica meno adatta per confrontare investimenti con orizzonti temporali differenti. Ad esempio, un *MOIC* di 2.0x ottenuto nell'arco di tre anni riflette un rendimento

annuo significativo, corrispondente ad un *IRR* del 26%, mentre lo stesso *MOIC* su 5 anni corrisponde ad un *IRR* solamente del 15%.

Questa metrica, così come l'*IRR*, può essere espressa sia in termini lordi (*gross MOIC*) che al netto delle spese di gestione (*net MOIC*). Gli investitori considerano principalmente il *MOIC* e l'*IRR* netti, in quanto rappresentano il rendimento effettivo che otterranno, dopo aver sottratto le *management fees* e il *carried interest* del *general partner*.

Il *MOIC* è una delle metriche principali, utilizzata dai fondi insieme all'*IRR*, per descrivere la loro performance, rappresentando il valore totale che il fondo in questione ha creato.

Un report della società di consulenza Bain & Co riporta il *gross MOIC* medio dei fondi di *buyout* interamente disinvestiti:



- Total Value to Paid-in Capital (TVPI): Il *TVPI* è una metrica utilizzata per misurare il ritorno totale di un fondo, calcolato come multiplo relativamente al *Paid-in Capital*, ovvero il capitale impegnato dai *LPs* che è stato effettivamente investito dal fondo (*called capital*). La formula rappresenta il rapporto tra il valore totale delle distribuzioni realizzate e delle partecipazioni non ancora liquidate del fondo, rispetto al capitale versato dai *LPs*, fornendo una visione complessiva del valore creato. Sebbene il *TVPI* sia utile per valutare la creazione di valore complessiva, non fornisce indicazioni sulla tempistica dei rendimenti né sulla liquidità dell'investimento, in quanto misura i ritorni in termini assoluti e include

anche le partecipazioni non ancora monetizzate. Questa metrica è molto simile al *MOIC*, poichè entrambi vengono utilizzati per rappresentare il valore lordo complessivo (realizzato e non realizzato) di un investimento. La differenza si trova nel denominatore: mentre il *MOIC* divide il valore totale dell'investimento o del fondo per l'investimento iniziale, il *TVPI* lo divide per il capitale effettivamente versato (*paid-in capital*). Dunque, quando un fondo è completamente investito e tutte le *capital calls* sono state effettuate, il *TVPI* sarà uguale al *MOIC*. Tuttavia, quando gli investitori non hanno ancora versato l'intero capitale impegnato, il *TVPI* risulterà superiore al *MOIC*, poichè tiene conto esclusivamente del capitale effettivamente versato (*paid-in capital*).

- *Distributed to Paid-in Capital (DPI)*: Il *DPI* si concentra sulla componente liquida dei rendimenti, misurando il capitale distribuito agli investitori in rapporto al capitale da essi versato nel fondo. A differenza del *TVPI*, questo multiplo considera solamente i rendimenti effettivamente realizzati e distribuiti ai *LPs*, senza includere le partecipazioni non ancora liquidate. Il denominatore, invece, è lo stesso per entrambe le metriche, ovvero le contribuzioni di capitale effettuate dagli investitori (*Paid-in Capital*). Rispetto alle altre metriche, il *DPI* è una misura più certa e oggettiva della performance del fondo di *private equity*, poichè il valore non realizzato è generalmente incerto e molto volatile, mentre le distribuzioni di capitale rappresentano il rendimento *cash* effettivamente ottenuto dagli investitori. Questo può generare talvolta sostanziali differenze tra il *DPI* e il *TVPI* di uno stesso fondo, specialmente se una larga parte del portafoglio non è stata ancora disinvestita. Un esempio notevole dell'importanza del *DPI* rispetto ad altre metriche come il *TVPI* ed il *MOIC*, è il caso della recente bancarotta di Northvolt, il produttore europeo di batterie per auto elettriche. Goldman Sachs, infatti, ha comunicato a novembre che svaluterà a zero il proprio investimento da 900 milioni di dollari nella società. All'inizio di quest'anno, Goldman Sachs aveva comunicato ai *limited partners* dei suoi fondi di *private equity* che l'investimento in Northvolt aveva raggiunto un valore superiore a quattro volte l'importo inizialmente investito e che si attendeva un valore pari a sei volte entro il 2025. Dunque, aveva mostrato un *TVPI* tra 4.0x e 6.0x per l'operazione, a fronte di un

DPI realizzato successivamente di 0x, sollevando intensi dibattiti riguardo le valutazioni delle *portfolio companies* non ancora liquidate presentate dai fondi agli investitori.

- *Residual Value to Paid-In Capital (RVPI)*: Il *RVPI* misura il valore non realizzato degli investimenti residui rispetto al capitale conferito dagli investitori. Questo multiplo riflette il *fair value* teorico del portafoglio in un determinato momento, fornendo indicazioni sul valore delle partecipazioni detenute dal fondo che non sono ancora state monetizzate. Anche in questo caso, il denominatore è lo stesso del *TVPI*, ovvero il *Paid-In Capital*, mentre al numeratore si trova solamente il valore residuale del fondo, in attesa che esso sia convertito in liquidità e distribuito agli investitori. Il *RVPI* può essere combinato con il *DPI* per ottenere il *TVPI*, il quale infatti include sia le distribuzioni di capitale già effettuate (*DPI*) che il capitale ancora investito nelle *portfolio companies* (*RVPI*). Questa metrica varia molto durante l'arco di vita del fondo, poichè le società in portafoglio vengono valutate ogni trimestre, ed essendo aziende private non è possibile ricavare un valore oggettivo in ogni specifico momento. Questo causa un'alta volatilità del *RVPI*, come illustrato precedentemente con il caso Northvolt, dove a variare bruscamente è stato proprio il *RVPI* del fondo dato l'improvviso fallimento della società in gestione.
- *Public Market Equivalent (PME)*: Mentre le metriche precedentemente analizzate mirano a valutare il successo dei fondi di *private equity* (o delle singole operazioni), il *PME* persegue un obiettivo diverso, si propone di valutare, o meglio di confrontare, la decisione di allocare capitale al *private equity*. Questo viene fatto simulando un investimento teorico degli stessi flussi di cassa nel mercato azionario, al fine di rispondere alla domanda: "quale sarebbe stato il rendimento se i flussi di cassa fossero stati investiti nel mercato azionario di riferimento?". Il *PME* è stato sviluppato originariamente da Austin Long e Craig Nickels alla fine degli anni '90. All'epoca, gli autori sostenevano che l'*IRR* fosse una metrica insufficiente per valutare la performance dei fondi, ponendosi l'obiettivo di individuare un metodo più efficace per farlo.

Nello specifico, il calcolo del *PME* si basa su un portafoglio ipotetico investito nel mercato azionario, generalmente in un indice di riferimento (es. S&P 500 o MSCI World). Per ogni conferimento effettuato nel fondo di *private equity*, un importo equivalente viene allocato in questo portafoglio teorico. Allo stesso modo, per ogni distribuzione ricevuta dal fondo, il saldo del portafoglio ipotetico quotato viene ridotto dello stesso importo. Alla fine del ciclo di vita del fondo, quando l'investimento è completamente disinvestito, la sua performance può essere confrontata con quella del portafoglio teorico investito nel mercato azionario. Un limite nel computo del *PME* deriva dalla scelta dell'indice di riferimento, in quanto i diversi indici azionari performano in maniera differente, portando a conclusioni distinte in base a quello scelto. Inoltre, si tratta di una costruzione prettamente teorica, poiché è improbabile che la cadenza dei flussi di cassa in un indice azionario quotato coincida con quella tipica degli investimenti nel fondo. Un altro limite riguarda il suo utilizzo nel calcolo finale dell'*IRR*. A causa della citata tempistica dei flussi di cassa nel *private equity* e della complessità dei calcoli in un portafoglio quotato che è teorico, si stima circa una probabilità su cinque di non arrivare ad alcun valore finale di confronto significativo. Gli stessi autori Long e Nickels affermano che si potrebbe verificare una situazione in cui un fondo sovraperforma nettamente l'indice azionario di riferimento grazie a grandi distribuzioni frequenti nel tempo, distorcendo il calcolo di un valore che permetta di effettuare un confronto rilevante tra i due investimenti. Questo ha portato a successive nuove versioni della formula originaria: il *PME+* e il *Kaplan-Scholar PME*. Il *PME+* utilizza la stessa metodologia del *Long-Nickels PME*, ma applica una costante alle distribuzioni per evitare situazioni in cui il valore attuale netto risulti negativo. Come nel *PME* originario, anche il *PME+* produce come risultato finale un *IRR*. A differenza delle due metodologie precedenti, il *Kaplan-Schoar PME* fornisce un multiplo di rendimento rettificato per il mercato di riferimento, invece che un *IRR*. Se il valore finale è superiore a uno, significa che il fondo ha sovraperformato l'indice azionario considerato, se invece è inferiore a uno lo ha sottoperformato. Questa versione, tuttavia, non considera il valore temporale degli investimenti o delle distribuzioni, influenzando l'accuratezza del confronto.

Negli ultimi trent'anni, i fondi di *buyout* statunitensi hanno generato un rendimento netto medio del 13,1%, in confronto all'8,1% registrato da un indice di performance calcolato secondo il metodo *PME* di Long-Nickels e utilizzando l'S&P 500 come indice di riferimento, mostrando una chiara sovraperformance del *private equity*. Tuttavia, se si analizzano i rendimenti a partire dal 2009, l'S&P 500 ha sostanzialmente raggiunto gli stessi ritorni dei fondi di *buyout* americani, attestandosi circa al 15%. Se confrontato con l'MSCI World Index, il *private equity* continua a sovraperformare i mercati azionari, sia per quanto riguarda i fondi di *buyout* che di *venture capital* e *growth equity*.

Horizon investment returns, by asset class, %¹

		1 year Q4 2023–Q3 2024	3 years Q4 2021–Q3 2024	5 years Q4 2019–Q3 2024	10 years Q4 2014–Q3 2024	25 years Q4 1999–Q3 2024
Private	Buyout	8.5	6.3	15.6	14.1	13.4
	Growth equity/ venture capital	2.7	-5.2	14.3	14.5	10.7
Public	MSCI World Index	33.1	9.6	13.6	10.6	6.9
	S&P 500	36.3	11.9	16.0	13.4	8.2

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

2.3 Evoluzione del Private Equity in Italia e Struttura del Mercato

Il *private equity* in Italia rappresenta un settore in forte espansione, che sta assumendo un ruolo sempre più rilevante nel panorama finanziario e imprenditoriale del paese. Più di 141 miliardi di euro investiti e poco meno di 71 miliardi raccolti è il bilancio dell'attività degli ultimi 35 anni dei fondi di *private equity* e *venture capital* attivi in Italia, secondo il calcolo dell'AIFI, Associazione italiana di *private equity*, *venture capital* e *private debt*.

Negli ultimi due decenni, il quadro del *private equity* in Italia ha visto una forte evoluzione. I primi sviluppi del settore risalgono alla metà degli anni '80, quando nove società finanziarie private ed enti bancari diedero origine all'AIFI, fondata nel maggio

del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel *private equity* e nel *venture capital*. Dal 2014, l'Associazione ha esteso anche ai fondi di *private debt* l'opportunità di aderire, divenendo Associazione Italiana del *Private Equity, Venture Capital e Private Debt*. L'Associazione ha principalmente una funzione istituzionale, svolgendo intensa attività di rappresentanza e di promozione di iniziative tese a creare, in Italia ed all'estero, condizioni favorevoli per i fondi di investimento che rappresenta. AIFI contribuisce allo sviluppo del settore mantenendo un dialogo costante con gli organi legislativi, con l'obiettivo di migliorare il quadro normativo e regolamentare le attività dei fondi. Inoltre, l'associazione promuove seminari e convegni aperti al pubblico, dove si affrontano temi specifici, si analizzano i dati più aggiornati tramite report di settore e si presentano i risultati di ricerche significative realizzate durante l'anno. Questi eventi, proposti dai membri AIFI e guidati da esperti del settore, rappresentano un utile strumento di aggiornamento per gli operatori. Tra gli strumenti di AIFI per monitorare il mercato degli investimenti in capitale di rischio c'è anche il Private Equity Monitor (PEM), un osservatorio che ogni anno pubblica un rapporto di ricerca sul mercato italiano del *private equity*. Il report fornisce a operatori e analisti informazioni utili sull'andamento del settore, sulle tendenze del momento e sulle principali operazioni concluse nell'anno.

Dalla metà degli anni '90, l'industria italiana del *private equity* ha iniziato a crescere in modo significativo, spinta anche dal fenomeno della "*new economy*". Questo ha portato ad un primo picco tra il 2000 e il 2001, con 86 operatori attivi nel mercato. Tra il 2005 e il 2010, si è assistito ad un progressivo incremento del numero di fondi, che ha raggiunto un massimo di 129, accompagnato da un aumento della dimensione media dei capitali gestiti (*AUM*). In seguito, a causa della crisi finanziaria del 2008, il settore ha attraversato una fase di consolidamento, che ha portato all'uscita di alcuni operatori e alla fusione di altri.

Nonostante i progressi, i fondi italiani restano ancora di dimensioni contenute rispetto al panorama europeo del *private equity* e del *venture capital*. Infatti, in media negli ultimi 15 anni soltanto il 9,14% del totale degli oltre 1.160 miliardi di euro di investimenti in Europa ha riguardato target italiani, evidenziando il ritardo rispetto al resto del continente. La Francia guida la classifica con una spesa complessiva di 24,2 miliardi di euro, seguita dalla Germania con 15 miliardi. Tuttavia, l'Italia precede la Spagna sia per ammontare

totale investito (13 miliardi contro 9,2 miliardi di euro) che per trend di sviluppo, secondo le statistiche di Invest Europe e di AIFI-PwC.

Le società di *private equity* italiane effettuano principalmente investimenti nel settore del *mid-market*, coerentemente con la struttura produttiva del Paese caratterizzata da una moltitudine di piccole e medie imprese (PMI). Questo orientamento riflette la rilevanza che tali imprese rivestono all'interno del tessuto economico nazionale e la loro attrattività come target di investimento. Infatti, il mercato italiano si presenta particolarmente interessante per l'industria del *private equity*, grazie alla presenza di diversi settori di eccellenza come la moda, il design, il lusso e l'alimentare, nei quali le numerose aziende a conduzione familiare spesso rappresentano un simbolo di qualità riconosciuto a livello internazionale.

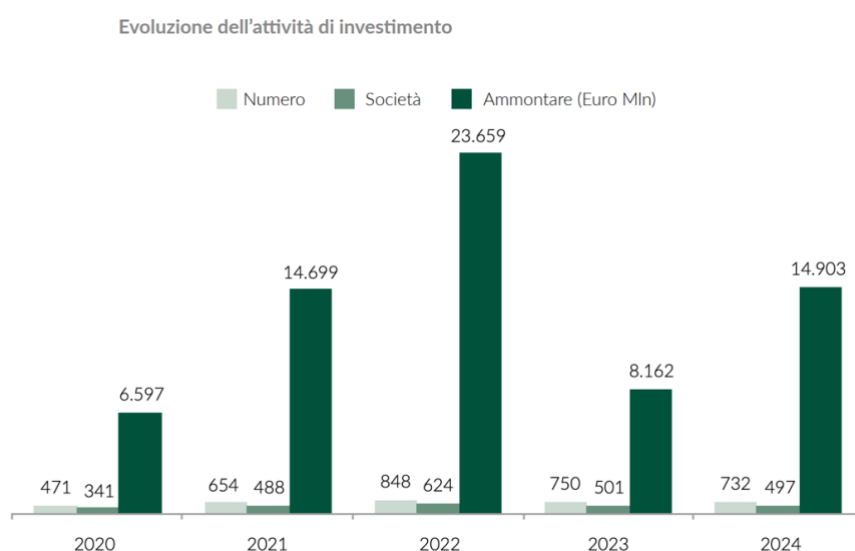
Secondo quanto rilevato dal Private Equity Monitor, nel 2022 sono stati registrati in totale 441 *deals*, con una crescita del 14% rispetto al 2021. Il *fundraising* totale per fondi di *private equity* e *venture capital* in Italia è stato di 5,9 miliardi di euro nel 2022, con una crescita del 3% rispetto ai 5,7 miliardi del 2021. In termini di tipologia di operazioni, i *buyout* occupano la maggiore quota di mercato (80%) e continuano a mostrare una crescita costante, anche grazie al crescente ricorso ad operazioni di *add-on* da parte delle *portfolio companies* dei fondi. In particolare, le imprese a conduzione familiare rappresentano i principali target di investimento, seguite dai *secondary buyout* (transazioni tra due fondi) e dalle dismissioni di rami d'azienda da parte di gruppi nazionali (*carve-outs*). Merita attenzione l'aumento delle operazioni di *add-on*, che nel 2022 hanno raggiunto quota 210, con una crescita del 45% rispetto all'anno precedente. Questo dato conferma l'importanza dei processi di aggregazione industriale come strumento per affrontare un contesto competitivo complesso, come quello in cui operano molte imprese italiane, beneficiando del consolidamento in settori altamente frammentati.

Il numero complessivo di operatori attivi negli investimenti in capitale di rischio è pari a 241, di cui 15 al loro primo ingresso nel mercato italiano. Gli investitori internazionali rappresentano il 51% del totale e stanno aumentando la loro presenza investendo in aziende italiane con elevato potenziale di crescita. Per quanto riguarda la provenienza geografica dei capitali raccolti sul mercato, il 55% ha origine domestica, mentre il 45% proviene da investitori esteri. Analizzando i principali *LPs*, il 18% della raccolta è stato

effettuato tramite fondi pensione e fondi di previdenza (890 milioni di euro), seguiti dalle compagnie assicurative per il 13% (678 milioni) e dalle banche per il 9% (448 milioni).

Le regioni che hanno registrato il maggior numero di investimenti sono Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna, che insieme rappresentano il 58% del totale delle operazioni effettuate in Italia, seguite da Toscana, Piemonte e Lazio. Le regioni del Nord, storicamente decisamente più attive di quelle del Sud e del Centro, continuano a trainare l'intero comparto, con una particolare concentrazione di fondi nell'area di Milano.

L'analisi della distribuzione settoriale degli investimenti evidenzia come, nel 2024, il comparto dell'ICT (comunicazioni, computer ed elettronica) abbia rappresentato il principale target di investimento in termini di numero di operazioni, con una quota del 30%, seguito dal settore dei beni e servizi industriali, con un peso del 17%, e dal medicale (11%). La distribuzione degli investimenti per classi di fatturato delle aziende target evidenzia come le imprese di piccola e media dimensione (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro), pur avendo attratto risorse per circa il 16% del totale, rappresentino, anche per il 2024, il principale target verso cui sono indirizzati gli investimenti in Italia, con una quota del 77% sul numero complessivo di operazioni. Tuttavia, una parte delle operazioni coinvolge anche aziende di grandi dimensioni (con un fatturato compreso tra 101 e 300 milioni di euro). In questo contesto, le *platform companies*, responsabili dell'attuazione di strategie di *add-on*, sono generalmente imprese con ricavi superiori ai €100 milioni.



2.4 Principali Players in Italia

Uno studio condotto da Gain.pro, fornitore leader di dati nel settore *private markets*, identifica i dieci maggiori fondi di *private equity* attivi in Italia, stilando una classifica sulla base dell'*Enterprise Value* complessivo gestito. La tabella sottostante riporta i suddetti fondi, con il relativo *Headquarter*, il numero di società italiane in portafoglio, l'*EV* gestito, l'*EBITDA* medio delle *portfolio companies*, il numero di investimenti dal 2018 e il *fundraising* negli ultimi 5 anni.

Emerge come i grandi fondi internazionali statunitensi e britannici effettuino la maggioranza degli investimenti in società italiane, mentre i fondi domestici occupano solo due posizioni in classifica, di cui una rappresentata dall'istituzione pubblica Cassa Depositi e Prestiti (CDP).

Region Rank	Investor	HQ	Portfolio Count	EV Managed (€bn)	Average portfolio EBITDA (€m)	Entries since '18	Fundraising 5yr (€bn)
1	F2i SGR	Italy	12	12.9	163.0	10	2.5
2	Blackstone	US	5	12.2	472.3	4	197.8
3	Investindustrial	UK	15	6.7	67.6	10	5.5
4	Bain Capital	US	4	6.6	196.0	3	38.2
5	Cassa Depositi e Prestiti	Italy	11	5.9	133.0	6	-
6	Ardian	France	12	4.1	64.8	13	33.0
7	CVC	UK	7	3.9	56.9	9	68.9
8	Permira	UK	3	3.5	129.8	4	33.1
9	Neuberger Berman	US	19	3.4	38.2	15	20.3
10	Carlyle	US	7	2.9	83.8	5	51.1

CAPITOLO 3: ANALISI DI TRE CASI EMPIRICI IN ITALIA

3.1 Analisi del caso Forgital Group – The Carlyle Group

3.1.1 Attori coinvolti nella transazione

Forgital Group

Forgital è un gruppo leader con sede a Velo D'Astico (Vicenza) specializzato nella produzione di anelli laminati senza saldature, sia in sezioni rettangolari che profilate, e di moduli ventilatori assemblati, coprendo la più ampia gamma di dimensioni. L'azienda è specializzata nella forgiatura di anelli laminati e dispone di tecnologie avanzate che consentono di lavorare un'ampia varietà di materiali, tra cui titanio, leghe di nichel e cobalto, acciaio al carbonio, acciaio legato, acciaio inossidabile e alluminio. La catena di approvvigionamento semplifica il processo produttivo dei clienti attraverso un sistema integrato di tecnologie e servizi che racchiude tutte le fasi del progetto: dalla lavorazione preliminare fino a quella finale, includendo attività come finitura, saldatura e *macroetching*.

Il gruppo con sede in Italia e con più di 150 anni di storia è una delle società leader nella produzione di componenti in metallo forgiato per l'industria aerospaziale, energetica, edile, mineraria e altri ambiti industriali. Fondato nel 1873 dalla famiglia Spezzapria, opera oggi con stabilimenti ubicati in Italia, Francia, Stati Uniti e con un organico di 1.100 dipendenti, vantando clienti in oltre 40 Paesi.

The Carlyle Group (NASDAQ: CG)

Carlyle è una delle principali e più diversificate società di investimento a livello globale, con 441 miliardi di dollari di *assets under management* distribuiti su 3 segmenti di business e 636 veicoli di investimento. Fondata nel 1987 a Washington D.C., conta oggi oltre 2.300 professionisti operativi in 29 uffici situati in 4 continenti. La missione condivisa a livello globale è quella di generare valore sostenibile nel lungo periodo per investitori, aziende partecipate, azionisti, collaboratori e comunità. Sin dalla fondazione oltre trent'anni fa, il fondo ha sempre perseguito l'obiettivo di creare *partnership* durature in tutte le nostre aree di attività, collaborando con i partner per individuare soluzioni in grado di generare valore sostenibile e un impatto positivo. La fiducia e la credibilità

costruite nel tempo si basano sulla scala globale, sull'*expertise* settoriale e sulla varietà di prospettive che consentono di offrire soluzioni più efficaci e contribuire alla crescita delle imprese nelle quali investe. Ogni investimento viene affrontato sfruttando l'intera piattaforma del Gruppo, così da identificare nuove opportunità, trasformare i modelli di business e promuovere l'innovazione.

Stonepeak

Stonepeak è una primaria società di investimento alternativa specializzata in infrastrutture e *real assets*, con circa 70 miliardi di dollari di *assets under management*. Attraverso investimenti globali in aziende difensive e basate su asset tangibili, Stonepeak si propone di creare valore per i propri investitori e per le società in portafoglio, con un'attenzione particolare alla protezione del capitale e alla generazione di rendimenti elevati in relazione al rischio. In qualità di sponsor di veicoli di investimento in *private equity* e *private credit*, Stonepeak fornisce capitale, supporto operativo e una partnership strategica per favorire la crescita degli investimenti nei settori di riferimento, che includono infrastrutture digitali, energia e transizione energetica, trasporti e logistica, e immobiliare. La sede principale si trova a New York e possiede uffici a Houston, Londra, Hong Kong, Seul, Singapore, Sydney, Tokyo e Abu Dhabi.

3.1.2 Struttura dell'acquisizione da parte di The Carlyle Group

La società di *private equity* The Carlyle Group ha annunciato il 29 maggio 2019 l'acquisizione del 100% del capitale di Forgital Group da membri della famiglia fondatrice Spezzapria (che deteneva l'83%) e dal socio di minoranza Fondo Italiano d'Investimento, gestito da Neuberger Berman (che deteneva il restante 17%).

La transazione ha valutato l'*Enterprise Value* di Forgital Group 950 milioni di euro. L'*equity* per l'acquisizione è stato fornito dai veicoli d'investimento Carlyle Europe Partners V (CEP V), il fondo dedicato ai *buyout* nel segmento *upper-mid market* europeo, e Carlyle Partners VII (CP VII), fondo di *buyout* statunitense.

L'esecuzione dell'accordo (*closing*) è avvenuto l'11 settembre 2019, dopo l'autorizzazione *antitrust* da parte della Commissione Europea e la non esecuzione del *golden power* da parte di Francia e Italia.

Forgital ha chiuso il 2017 con 419,4 milioni di euro di valore della produzione, un *EBITDA* di 82,7 milioni e un debito finanziario netto di 108,8 milioni. Dunque, il corrispettivo pagato da Carlyle per l'acquisizione rappresenta un multiplo di 11,49x rispetto all'*EBITDA* e di 2,27x rispetto al fatturato. Come riportato nel capitolo relativo alle Leve di creazione del valore nelle *portfolio companies*, il multiplo *EV/EBITDA* mediano nelle operazioni di *buyout* a livello globale nel 2019 è stato di 10.0x, pertanto si evidenzia come l'ammontare pagato da Carlyle sia piuttosto elevato. In particolare considerando che il settore nel quale opera Forgital, essendo una società industriale, presenta generalmente multipli di valutazione inferiori rispetto a diversi altri settori caratterizzati da maggiore crescita e marginalità, come ad esempio il settore tecnologico.

Gli elementi chiave alla base della motivazione dell'investimento di Carlyle sono la solida posizione competitiva di Forgital nel settore aerospaziale (caratterizzato da margini più elevati rispetto alle altre aree industriali), l'opportunità di accelerare l'espansione internazionale del gruppo, l'eccellente reputazione dell'azienda per le sue tecnologie avanzate, i prodotti di alta qualità ed un eccellente servizio clienti. Filippo Penatti, Managing Director di Carlyle Europe Partners, ha spiegato queste motivazioni al momento dell'annuncio dell'operazione: "Ammiriamo il solido modello di business di Forgital, la sua eccellenza manifatturiera e l'elevata capacità di innovazione. In collaborazione con il management esperto e il personale altamente qualificato, siamo felici di supportare l'espansione di Forgital attraverso la creazione di una piattaforma di crescita globale, con particolare attenzione al settore aerospaziale".

L'operazione è stata strutturata dal fondo come un *Leveraged Buyout (LBO)*, infatti è stata finanziata attraverso l'emissione di debito per 505 milioni di dollari, specificatamente *senior secured notes* con scadenza nel 2026 ed un tasso d'interesse del 7,375%. In aggiunta, è stata attivata una linea di credito *revolving super senior* da 80 milioni di euro. Questi strumenti di debito sono stati emessi da F-Brasile S.p.A. e F-Brasile US LLC, entità interamente controllate da fondi gestiti da The Carlyle Group. I proventi dell'emissione sono stati destinati, tra l'altro, al finanziamento parziale del prezzo d'acquisto di Forgital Italy S.p.A. e al rifinanziamento della maggior parte del debito già esistente. L'agenzia di rating Standard & Poor's ha assegnato un rating "B" alle suddette obbligazioni, dato il rapporto tra flusso di cassa operativo ed interessi passivi pari a più di 2,5 volte, ed il rapporto debito/EBITDA sostenibilmente al di sotto di 6.0x.

La transazione è stata dunque finanziata per il 48% tramite debito, in particolare obbligazioni senior, e per la restante parte da capitale proprio contribuito dal fondo.

3.1.3 Gestione della società da parte del fondo

Nei cinque anni di gestione (2019-2024), Carlyle ha collaborato con la *leadership* della società per ampliare e istituzionalizzare il *management team*, riposizionare il business durante la pandemia attraverso iniziative operative e di efficientamento, migliorare i processi di approvvigionamento e funzionali in tutta l'azienda, incrementare significativamente il portafoglio ordini e diversificare la base clienti, sviluppando nuovi prodotti in segmenti e piattaforme sinergiche e acquisendo clienti in nuovi settori. Marco De Benedetti, Chairman di Carlyle Italia, ha commentato così l'evoluzione della società: “Siamo orgogliosi di aver supportato Forgital in un periodo così trasformativo per il suo sviluppo. Grazie all'investimento, alla collaborazione e alla competenza settoriale del team, riteniamo che Forgital sia oggi ben posizionata per cogliere le opportunità di crescita di lungo termine nei suoi principali mercati di riferimento, quali l'aerospaziale, la difesa e le applicazioni industriali. Siamo certi che l'azienda continuerà a rafforzare la sua posizione di leadership in Europa nel settore dei componenti forgiati.”

Nell'aprile 2021, il fondo Carlyle ha nominato Meddah Hadjar, ex dirigente di General Electric, come nuovo CEO di Forgital, succedendo al CEO ad interim Aldo Carrabino, che continuerà ad operare come CFO del Gruppo. Il nuovo CEO è stato scelto con la responsabilità di guidare lo sviluppo internazionale dell'azienda e di rafforzare la sua presenza nel settore aerospaziale.

La società, durante i 5 anni di proprietà Carlyle, ha dovuto affrontare l'importante sfida della pandemia da Covid-19, con i ricavi che hanno subito una significativa riduzione negli anni 2020, 2021 e 2022, a causa dalla ridotta domanda generalizzata dei clienti industriali, soprattutto nell'aerospaziale. Nel 2023 si è assistito ad un cambio di rotta, il Gruppo ha infatti generato ricavi per 428,5 milioni di euro, con il settore aerospaziale che ha rappresentato il 63% delle vendite e i mercati industriali che hanno contribuito per il restante 37%. Rispetto ai dati del 2022, si è registrato un incremento significativo del fatturato nell'esercizio 2023, pari al +22,3%. Il fatturato del settore aerospaziale è cresciuto del +28,4%, mentre quello del comparto industriale ha riportato un aumento del +9,7%. L'incremento dei ricavi, trainato principalmente dal comparto aerospaziale,

riflette la strategia del fondo di focalizzarsi su questo specifico segmento di mercato. L'*EBITDA* nel 2023 è aumentato del 38% rispetto al 2022, grazie alla crescita del fatturato, al miglioramento dell'efficienza operativa e alle iniziative adottate per mitigare l'impatto dell'aumento dei costi energetici.

3.1.4 Exit del fondo e vendita a Stonepeak

La società di *private equity* Stonepeak ha annunciato il 16 dicembre 2024 di aver acquisito la società italiana Forgital da The Carlyle Group. La transazione valuta l'*Enterprise Value* di Forgital 1.5 miliardi di euro, secondo due fonti riportate da Reuters. Il completamento dell'operazione (*closing*) è previsto per il secondo trimestre del 2025 ed è subordinato all'ottenimento delle consuete approvazioni regolamentari. Il fondo statunitense è riuscito a prevalere nel processo di vendita iniziato la scorsa estate, superando la concorrenza degli altri due fondi arrivati all'ultimo round di offerte Cinven e Warburg Pincus.

Per finanziare l'operazione, strutturata come un *Leveraged Buyout*, Stonepeak apporterà 795 milioni di euro di capitale proprio e Forgital emetterà nuovi titoli obbligazionari *senior secured* per un ammontare di 760 milioni di dollari. Le obbligazioni esistenti da 505 milioni di dollari, emesse da Forgital durante la gestione Carlyle, saranno rimborsate, rifinanziando dunque il debito già esistente della società.

L'*EBITDA* del Gruppo Forgital nel 2023 è stato di 72,5 milioni di euro, mentre il fatturato 428,5 milioni di euro. Dunque, Stonepeak ha acquisito Forgital Group per un multiplo *EV/EBITDA* di 20,7x, o 3,5 volte il fatturato 2023. Tuttavia, i dati di bilancio sono proiettati in grande crescita al termine del 2024, anno per cui si prevede un fatturato di 500 milioni circa con un *EBITDA* di 130 milioni. Dato che l'accordo è stato raggiunto prima della fine dell'anno fiscale 2024, i multipli di uscita del fondo sono stati calcolati sulla base dei risultati del 2023. I multipli piuttosto elevati pagati da Stonepeak, sostanzialmente superiori a quelli pagati nel 2019 da Carlyle (*EV/EBITDA* 11,49x e *EV/Revenue* 2,27x) riflettono sia una generale espansione dei multipli nel settore aerospaziale, sia la forte crescita prevista nel 2024, con l'*EBITDA* 2024 proiettato quasi al doppio dell'anno precedente (130 milioni vs 72,5).

Passando all'analisi dei rendimenti realizzati dal fondo Carlyle, notiamo come Forgital Group sia stata acquisita nel 2019 per 950 milioni di euro di *EV*, di cui 445 capitale proprio del fondo. La società è stata poi rivenduta dopo 5 anni al fondo Stonepeak, in una

transazione tra due *financial sponsors* (*Secondary buyout*), per 1,5 miliardi di euro. Al momento della cessione, la società aveva un debito di 603 milioni di euro e 15 milioni di cassa. Data la formula dell'*Enterprise Value*= *Equity Value* + Debito netto, il capitale proprio di Carlyle al momento dell'*exit* era pari a 912 milioni di euro (*Equity Value*= 1500 - 603 + 15).

Dunque, il capitale proprio investito da The Carlyle Group è cresciuto da 445 milioni nel 2019 a 912 nel 2024, corrispondendo ad un multiplo sul capitale investito (*MOIC*) del 2,05x, nonostante l'*EV* sia cresciuto solo del 57% (da 950 milioni a 1,5 miliardi), riflettendo l'impatto positivo della leva finanziaria. Il tasso interno di rendimento annuo (*IRR*) realizzato è stato pari al 15,44%.

3.2 Analisi del caso La Piadineria – Permira

3.2.1 Attori coinvolti nella transazione

La Piadineria

La Piadineria è leader di mercato nel segmento del *fast casual* in Italia, con oltre 400 punti vendita situati in centri città, centri commerciali, stazioni ed aeroporti su tutto il territorio nazionale. L'azienda offre piadine fresche e di alta qualità, simbolo della tradizione italiana, preparate interamente in loco e farcite secondo le preferenze dei clienti. La Piadineria si distingue per l'utilizzo di ingredienti freschi, di alta qualità e rigorosamente *Made in Italy*, mantenendo al contempo un'eccellente rapporto qualità-prezzo. Fin dalla sua fondazione nel 1994, La Piadineria ha registrato una crescita straordinaria, che le ha permesso di diventare la seconda catena di ristorazione in Italia, perfezionando continuamente i propri processi, migliorando le tecnologie e investendo nella formazione e nello sviluppo del personale. Oggi La Piadineria conta su un team di oltre 2.500 persone che servono quotidianamente circa 70.000 clienti.

Permira

Permira è una società di investimento globale che supporta imprese di successo con ambizioni di crescita. Fondata nel 1985, la società investe in due principali *asset class*, *private equity* e *credit*, con un capitale complessivo (*AUM*) di circa 80 miliardi di euro. I fondi di *private equity* di Permira realizzano investimenti sia di maggioranza di lungo periodo (*Buyout*), sia di minoranza (*Growth Equity*), concentrandosi su cinque settori chiave: tecnologia, beni di consumo, sanità, servizi e transizione climatica. I fondi di *credit* di Permira supportano le imprese offrendo soluzioni di finanziamento flessibili attraverso operazioni di *Direct Lending*, *Strategic Opportunities*, gestione di *CLO* e *Structured Credit*. Permira conta oltre 500 professionisti distribuiti in 16 uffici tra Europa, Stati Uniti e Asia.

CVC Capital Partners (Euronext Amsterdam: CVC.AS)

CVC è uno dei principali investitori globali nei mercati privati, attivo nel *private equity*, *secondaries*, *credit* e infrastrutture, con una rete internazionale di 30 uffici locali e circa 200 miliardi di euro di *assets under management*. La piattaforma di *private equity* gestisce 119 miliardi di euro e comprende quattro strategie: Europa/Americhe, Asia, *Strategic*

Opportunities e Growth. La piattaforma di *credit* gestisce 45 miliardi di euro, mentre il business dei *secondaries* 18 miliardi di euro. La capacità di mobilitare in modo integrato tutte le risorse globali disponibili conferisce a CVC un vantaggio competitivo sia nella ricerca di nuove opportunità di investimento, sia nella creazione di valore durante il periodo di gestione. CVC adotta un approccio replicabile alla creazione di valore, collaborando con i migliori team di gestione per aumentare l'efficienza operativa e reinvestire nella crescita. Tutte le attività sono orientate alla costruzione di aziende migliori, sia nel presente sia in ottica futura. CVC si distingue per una cultura imprenditoriale e orientata alla *performance*, fondata sull'obiettivo di generare rendimenti eccezionali per i propri clienti. CVC Capital Partners plc è una società per azioni quotata su Euronext Amsterdam.

3.2.2 Struttura dell'acquisizione da parte di Permira

La società di *private equity* Permira ha annunciato il 21 dicembre 2017 di aver sottoscritto un accordo vincolante con IDeA Taste of Italy, fondo italiano specializzato nel settore agroalimentare gestito da DeA Capital Alternative Funds SGR, per acquisire il controllo del Gruppo La Piadineria.

Permira ha rilevato la quota del 70% detenuta da IDeA Taste of Italy, il quale l'aveva acquisita nel 2015 dai due fondatori Franco Beccaria e Antonio Milani. I due cofondatori avevano reinvestito nel gruppo, acquisendo parte della quota del 30% che in precedenza faceva capo al terzo socio Donato Romano, con il 30% della società che quindi era stato redistribuito tra Beccaria, Milani e Donato. Il fondo IDeA Taste of Italy ha reinvestito nella società per una quota del 10%, con la quota di proprietà di Permira che si attesta dunque al 60% del capitale sociale.

La transazione ha valutato l'*Enterprise Value* de La Piadineria 250 milioni di euro, a fronte di ricavi stimati per il 2017 a quota 60 milioni di euro e un *EBITDA* pari a 20 milioni, in netta crescita rispetto agli anni precedenti. Dunque, il corrispettivo pagato da Permira per l'acquisizione rappresenta un multiplo di 12,5x rispetto all'*EBITDA* e di 4,17x rispetto al fatturato. Si tratta di multipli elevati, soprattutto per un'azienda abbastanza piccola come era La Piadineria nel 2017, risultato di un'asta che è stata molto affollata, alla quale hanno partecipato tutti i più blasonati *private equity*, come Bain Capital, Clessidra sgr, L Catterton, Carlyle e TA Associates. La forte crescita della catena

di ristorazione ha rappresentato un altro fattore rilevante nella determinazione dei multipli di valutazione, infatti, nei quattro anni precedenti, La Piadineria è stata in grado di raddoppiare la rete di punti vendita e triplicare il fatturato.

Le motivazioni alla base dell'investimento da parte di Permira sono la posizione di leadership nel mercato del *fast casual* in Italia, un segmento della ristorazione che combina la rapidità del *fast food* con la qualità degli ingredienti e l'esperienza di consumo tipiche della ristorazione tradizionale, e la rapida espansione del Gruppo, con un tasso annuo di crescita del fatturato di oltre il 40% tra il 2013 e il 2017. Fabrizio Carretti, Responsabile per l'Italia di Permira, ha commentato così l'investimento: "Negli ultimi anni La Piadineria si è distinta grazie ad un modello di business che coniuga l'offerta di un prodotto di alta qualità e orientato ai gusti del consumatore, con prezzi competitivi e una gestione efficiente del network di punti vendita. Crediamo molto nella squadra manageriale guidata da Donato Romano, che ha già raggiunto importanti risultati in termini di crescita. Supporteremo La Piadineria nell'ingresso in nuovi mercati, e metteremo al servizio del Gruppo la nostra esperienza nel settore ed il nostro network internazionale".

3.2.3 Gestione della società da parte del fondo

Le leve di creazione di valore impiegate da Permira sono state diverse. Un'ampia e ben eseguita espansione dei punti vendita a gestione diretta, arrivando ad una rete di oltre 400 ristoranti partendo da una cospicua presenza al nord Italia, spingendosi poi anche in centro e sud Italia, tramite posizioni in centro città o lungo strade trafficate, oltre che nei principali centri commerciali. Investimenti significativi nella crescita del brand e forti campagne di *brand awareness*, inclusi annunci televisivi, radio e digitali. La pratica di nutrire il rapporto con i clienti, che ha portato La Piadineria a occupare il primo posto sulla base del *Net Promoter Score* e di altre metriche di fedeltà, confermandosi leader del settore e nella frequenza degli acquisti. La digitalizzazione del business attraverso lo sviluppo di punti di contatto digitali, che oggi contribuiscono a un terzo del fatturato, inclusi chioschi di auto ordinazione, app per il *click and collect* e lo sviluppo del canale *delivery*. Il fondo Permira ha, dal 2018, supportato il gruppo in un percorso di crescita in Italia e all'estero, con il duplice obiettivo di ampliare la base clienti e di consolidare l'identità del brand. La formula proposta nei ristoranti a marchio La Piadineria si basa

sull'offerta di oltre trenta tipologie di piadina, preparate con un impasto fresco, interamente prodotto nello stabilimento di Montirone (in provincia di Brescia).

Nel 2021 è stato lanciato anche lo *spin-off* Tasty&Free, nato dall'esigenza di accontentare chi segue un regime alimentare privo di glutine e di lattosio.

Il management, sotto il controllo di Permira, è riuscito in soli sei anni a triplicare sia *EBITDA* che fatturato, espandendo notevolmente i punti vendita, passati da 165 a fine 2017 a più di 400 nel 2024, tutti a gestione diretta. Anche il numero di dipendenti del gruppo è più che raddoppiato, contando oggi circa 2.500 collaboratori rispetto ai 1.000 del 2017.

3.2.4 Exit del fondo e vendita a CVC Capital Partners

La società di *private equity* CVC Capital Partners ha annunciato il 15 gennaio 2024 di aver acquisito il 100% de La Piadineria da Permira. La transazione valuta l'*Enterprise Value* della società 600 milioni di euro, secondo diverse fonti vicine alla transazione. Il completamento dell'operazione (*closing*) è avvenuto nell'aprile 2024, a seguito delle consuete approvazioni regolamentari. L'*equity* per l'acquisizione è stato fornito dal veicolo d'investimento CVC Capital Partners Fund VIII.

Per finanziare l'operazione, il fondo acquirente ha fatto ricorso a un finanziamento bancario da 200 milioni di euro, sotto forma di prestito sindacato, ovvero erogato da un consorzio di banche. CVC ha optato per questa soluzione rispetto al mercato del *private credit*, spesso utilizzato nelle operazioni di *buyout* ma più costoso del debito bancario tradizionale, dati i tassi d'interesse generalmente maggiori.

L'*EBITDA* de La Piadineria è stato di 53 milioni di euro nel 2023, con un fatturato di 193 milioni. I multipli di valutazione della società sono stati dunque un *EV/EBITDA* di 11,32x e un *EV/Revenue* di 3,11x. L'acquirente CVC ha valorizzato particolarmente la crescita vertiginosa della società, accelerata ulteriormente negli ultimi anni, l'*EBITDA* infatti è aumentato del 66% rispetto al 2022 e i ricavi del 38,8%. Questa crescita è sostenuta dall'elevato ritmo di espansione dei punti vendita, con una media di 50 nuovi locali all'anno. Il modello di business altamente scalabile, l'espansione all'estero e i margini elevati (*EBITDA margin* del 27%) hanno contribuito ai multipli consistenti della transazione.

Passando all'analisi dei rendimenti realizzati dal fondo Permira, notiamo come La Piadineria sia stata acquisita alla fine del 2017 per 250 milioni di euro di *EV*. Il fondo è arrivato a possedere una quota indiretta cumulata pari all'83,17%. Considerando il debito netto della società, che a termine 2018 ammontava a 44 milioni, il capitale proprio del fondo (proprietario dell'83,17%) corrispondeva a 171 milioni di euro. La società è stata poi rivenduta dopo 6 anni al fondo CVC Capital Partners, in una transazione tra due *financial sponsors* (*Secondary buyout*), per 600 milioni di euro. Al momento della cessione, la società aveva una posizione finanziaria netta di 55 milioni di euro. Data la formula dell'*Enterprise Value*= *Equity Value* + Debito netto, il capitale proprio di Permira al momento dell'*exit* era pari a 453 milioni di euro, $Equity Value = (600 - 55) * 83,17\%$.

Dunque, il capitale proprio investito da Permira è cresciuto da 171 milioni nel 2017 a 453 nel 2024, corrispondendo ad un multiplo sul capitale investito (*MOIC*) del 2,65x. Il tasso interno di rendimento annuo (*IRR*) realizzato è stato pari al 17,6%, considerando il periodo di detenzione in portafoglio da fine 2017 a inizio 2024.

3.3 Analisi del caso Irca Group – The Carlyle Group

3.3.1 Attori coinvolti nella transazione

Irca Group

Fondata in Italia nel 1919 dalla famiglia Nobili, Irca Group è il principale operatore italiano e tra i maggiori player a livello europeo nella produzione di semilavorati per la pasticceria e panificazione. Il Gruppo serve grandi aziende alimentari e artigiani in oltre cento paesi, con soluzioni di alta qualità per creazioni irresistibili. Fornisce un mix completo di soluzioni per ogni categoria: cioccolato, creme, decorazioni in cioccolato, frutta, pistacchi e frutta secca, mix per pasticceria e panificazione, oltre a soluzioni per gelato artigianale. Irca è attiva anche nel comparto dei semilavorati per la gelateria artigianale con il brand Joy Gelato sviluppando più di 200 prodotti.

Il Gruppo ha sede a Gallarate (Varese) ed è attivo con 22 stabilimenti produttivi in tutto il mondo e oltre 2.400 dipendenti.

The Carlyle Group (NASDAQ: CG)

Il fondo di investimento globale Carlyle è già stato descritto nell'analisi del primo caso studio sull'operazione Forgital Group.

Advent International

Advent è uno dei principali investitori globali nel *private equity*, impegnato a collaborare management, imprenditori e fondatori per supportare la trasformazione delle imprese. Dalla sua fondazione nel 1984, Advent ha sviluppato competenze specialistiche in cinque settori chiave: servizi aziendali e finanziari, beni di consumo, sanità, industriale e tecnologia. In qualità di una delle più grandi partnership private al mondo, gli oltre 600 professionisti distribuiti su cinque continenti sfruttano l'intero ecosistema di risorse globali di Advent per supportare e guidare le aziende in portafoglio nel raggiungimento dei loro obiettivi strategici. In tutte le aree, i team locali di Advent affiancano i management team in varie operazioni, comprese quelle complesse e di *growth equity*, che spaziano dalle operazioni *public-to-private* ai *carve-outs* da società multinazionali.

Advent International detiene più di 86 miliardi di dollari in gestione ed ha completato ad oggi oltre 380 transazioni in 42 paesi.

3.3.2 Struttura dell'acquisizione da parte di Carlyle

La società di *private equity* The Carlyle Group ha annunciato il 9 giugno 2017 l'acquisizione dell'80% del capitale di Irca Group dal fondo di investimento Ardian e da membri della famiglia fondatrice Nobili, che continuerà a gestire la società.

L'*equity* per l'acquisizione è stato fornito dal veicolo d'investimento Carlyle Europe Partners IV (CEP IV), il fondo dedicato ai *buyout* nel segmento *upper-mid market* europeo. L'esecuzione dell'accordo (*closing*) è avvenuto il 5 luglio 2017, a seguito delle consuete autorizzazioni regolamentari.

La transazione ha valutato l'*Enterprise Value* di Irca 520 milioni di euro. La società ha chiuso il 2016 con un fatturato di 251 milioni di euro, di cui il 25% al di fuori dell'Italia, e un *EBITDA* di 40 milioni. Dunque, i multipli di valutazione dell'operazione sono stati un *EV/EBITDA* di 13x e un *EV/Revenue* di 2,07x. Il multiplo di 13 volte l'*EBITDA*, notevole per il settore industriale, è stato determinato sia dalla forte crescita registrata negli anni precedenti all'acquisizione (*CAGR* dei ricavi del 10% e del 26,1% dell'*EBITDA*), sia dal posizionamento leader di Irca nella produzione di ingredienti specializzati per pasticceria, panificazione e gelateria.

Le motivazioni dell'investimento di Carlyle sono da individuare nel posizionamento distintivo, grazie alla forte identità *Made in Italy*, la portata globale, l'elevata qualità e varietà dell'offerta di prodotti, le competenze in Ricerca & Sviluppo, l'ottima capacità gestionale del management e il significativo potenziale di crescita, in particolare all'estero. Il *track record* di crescita sostenuto da Irca deriva dalla sua costante attenzione e comprensione dei bisogni dei clienti, dalla sua capacità innovativa e dalla tipica eccellenza italiana nel creare ingredienti alimentari di alta qualità.

3.3.3 Gestione della società da parte del fondo

Durante i 5 anni di gestione del fondo, Irca Group ha registrato una crescita eccezionale, affermandosi come produttore leader in Europa nei mercati della pasticceria artigianale e del gelato. Carlyle ha supportato la crescita di Irca in molteplici aree, a partire dagli investimenti in innovazione del prodotto ed espansione geografica, fino al rafforzamento del management e delle sue competenze, creando una struttura organizzativa più dinamica e flessibile nel gestire processi decisionali complessi.

Irca, sotto la gestione Carlyle, ha avviato un percorso di crescita sia organica che tramite acquisizioni, date le opportunità di consolidamento presenti nel settore molto frammentato in cui opera. La strategia di espansione internazionale, con un focus particolare sul mercato statunitense, è stata sviluppata effettuando *add-on acquisitions*, nello specifico acquisendo due società internazionali di minori dimensioni già presenti nel settore.

La prima acquisizione effettuata dal gruppo è stata Dobra, produttore internazionale di decorazioni di cioccolato di elevata qualità con sede in Olanda e 3 siti produttivi dislocati negli Stati Uniti, Vietnam e Belgio. Acquisita nell'ottobre 2018, Dobra costituisce una perfetta integrazione con Irca, considerando le significative sinergie sia in termini di offerta di prodotti sia di diversificazione geografica. Con questa acquisizione, infatti, da un parte integra la gamma dei prodotti offerti, considerato che Dobra ha un catalogo di ben 375 semilavorati, e dall'altra guarda verso nuovi mercati, visto che i prodotti dell'azienda olandese raggiungono 80 paesi sparsi per il mondo.

Nel marzo 2021 Irca ha poi acquisito In2Food Gourmet, leader in America nella distribuzione di prodotti europei a marchio premium, destinati principalmente al mercato della pasticceria. L'acquisizione di In2Food rafforza la presenza di Irca negli USA e potenzia la rete distributiva aziendale a livello globale. A seguito dell'acquisizione, la stima delle vendite generate dal Gruppo nel mercato americano supereranno i 35 milioni di dollari. In2Food è stata integrata in Dobra USA, filiale locale del Gruppo, con l'obiettivo di dare un'accelerazione alla sua strategia di crescita attraverso una maggiore penetrazione del mercato americano, sfruttando la profonda esperienza di Mike Clever, fondatore nonché CEO di In2Food, che è diventato il nuovo Managing Director America del Gruppo Irca.

Filippo Penatti, Managing Director di Carlyle Europe Partners, ha commentato così l'evoluzione della società: "Siamo orgogliosi di aver collaborato con Paolo Perego e con il suo eccezionale management team nella trasformazione di Irca degli ultimi cinque anni, aiutando la società a diventare un produttore B2B leader in Europa nel suo settore. Investendo nelle sue competenze produttive, diversificando la sua offerta di prodotti anche attraverso l'acquisizione strategica di Dobra, espandendo la presenza globale dell'azienda con la penetrazione negli Stati Uniti, e rafforzando il management, Irca ha

realizzato una crescita eccellente e superiore a quella del mercato di riferimento. Considerando la qualità del management, siamo fiduciosi che Irca proseguirà nella sua traiettoria di crescita con il supporto dei suoi nuovi azionisti".

Il fatturato di Irca Group è passato da 251 milioni di euro a 365 milioni a fine 2021, registrando una crescita significativa nonostante le chiusure del settore durante il Covid, che hanno causato un calo dei ricavi nel 2020, per poi recuperare nettamente l'anno successivo. La percentuale di ricavi generati all'estero è raddoppiata, dal 25% del 2017 al 50% nel 2021, numeri che riflettono il successo della strategia di espansione internazionale implementata da Carlyle. L'*EBITDA* si è attestato sui 63 milioni di euro, in crescita del 57% rispetto al momento dell'acquisizione, un risultato notevole considerando i grandi investimenti effettuati per l'espansione.

3.3.4 Exit del fondo e vendita ad Advent International

La società di *private equity* Advent International ha annunciato l'11 aprile 2022 di aver acquisito Irca Group da The Carlyle Group. La transazione valuta l'*Enterprise Value* della società 1 miliardo di euro, secondo diverse fonti vicine alla transazione. Il completamento dell'operazione (*closing*) è avvenuto nel terzo trimestre 2022, a seguito delle consuete approvazioni regolamentari.

L'acquisizione è stata supportata da una struttura di finanziamento composta da un *bridge-to-bond* fornito da BNP Paribas e Goldman Sachs, con un rapporto di leva finanziaria di 5,75 volte l'*EBITDA*, poi sostituito da un prestito *PIK* (*Payment-in-Kind*) da parte di Carlyle Credit, CVC Credit e Park Square Capital, ad una leva complessiva di circa 8 volte l'*EBITDA*. L'importo del finanziamento erogato dal consorzio di fondi di *private credit* è pari a 600 milioni di euro, rappresentando il 60% del valore totale dell'acquisizione.

L' *EBITDA* di Irca Group nel 2021 è stato di 63 milioni di euro, mentre il fatturato 365 milioni di euro. Dunque, Advent International ha acquisito Irca per un multiplo *EV/EBITDA* di 15,87x, o 2,74 volte il fatturato 2021. L'espansione dei multipli rispetto ai valori d'ingresso nel 2017 (*EV/EBITDA* di 13) è stata trainata dalla consistente crescita di Irca negli anni, la resilienza dimostrata in situazioni di crisi come il Covid e l'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime, e soprattutto il posizionamento competitivo

di leader globale nel settore di riferimento, con numerose opportunità di espansione ulteriore in diverse geografie tramite acquisizioni strategiche.

Passando all'analisi dei rendimenti realizzati dal fondo Carlyle, notiamo come Irca Group sia stata acquisita nel 2017 per 520 milioni di euro di *EV*. Il fondo che aveva inizialmente acquisito una quota dell'80%, ha successivamente aumentato la sua partecipazione, arrivando a possedere una quota pari al 97%. Considerando il debito netto della società, che a termine 2018 ammontava a 348 milioni, il capitale proprio del fondo corrispondeva a 172 milioni di euro (520 di *EV* - 348 di PFN). La società è stata poi rivenduta dopo 5 anni al fondo Advent International, in una transazione tra due *financial sponsors* (*Secondary buyout*), per 1 miliardo di euro. Al momento della cessione, la società aveva una posizione finanziaria netta di 315 milioni di euro. Data la formula dell'*Enterprise Value*= *Equity Value* + Debito netto, il capitale proprio di Carlyle al momento dell'*exit* era pari a 685 milioni di euro (*Equity Value*= 1000 – 315).

Dunque, il capitale proprio investito da Carlyle è cresciuto da 172 milioni nel 2017 a 685 nel 2022, corrispondendo ad un multiplo sul capitale investito (*MOIC*) del 4x, quadruplicando il capitale investito in soli 5 anni. Il tasso interno di rendimento annuo (*IRR*) realizzato è stato pari al 31,95%, considerando il periodo di detenzione in portafoglio da giugno 2017 ad aprile 2022. L'operazione analizzata ha registrato il tasso di rendimento più elevato tra i 3 casi studio trattati, evidenziando l'efficacia di una chiara strategia di *buy and build*, crescendo per acquisizioni sinergiche e rafforzando ulteriormente la leadership di settore fondata sul forte riconoscimento del *Made in Italy*.

CONCLUSIONE

In questa tesi è stata effettuata un'analisi approfondita del settore del *Private Equity*, concentrandosi in particolare sulla tipologia di investimento del *buyout*, sul contesto italiano e sulle modalità attraverso le quali i fondi generano valore all'interno delle proprie *portfolio companies*. Dopo aver esaminato le principali caratteristiche strutturali del settore, la sua storia, le diverse strategie di investimento e le metriche utilizzate per valutare i rendimenti, la trattazione si è progressivamente focalizzata sul mercato italiano, evidenziando la sua evoluzione, le peculiarità legate alla struttura industriale e le dinamiche che lo contraddistinguono rispetto agli altri mercati. Particolare attenzione è stata riservata alle strategie impiegate dai fondi per valorizzare le società acquisite, evidenziando l'importanza della fase di gestione operativa nel generare rendimenti elevati, i quali non derivano solamente dalla scelta di società di qualità in cui investire, ma anche e soprattutto dalla capacità dei fondi di ottimizzarne le operazioni ed espandersi.

L'analisi dei tre casi empirici, nello specifico tre operazioni di *buyout* condotte in Italia da primari fondi di *private equity* negli ultimi anni, ha offerto un quadro dettagliato del processo di investimento, la sua struttura e le diverse strategie di creazione del valore implementate, presentando esempi concreti della teoria trattata. Inoltre, un'analisi quantitativa dei rendimenti consente di valutare i ritorni che questa tipologia di fondi offre ai propri investitori, dimostrando l'attrattiva del *private equity*, capace di generare rendimenti mediamente maggiori rispetto ai mercati azionari. Il rendimento annuo medio realizzato dalle tre operazioni di investimento analizzate è stato infatti del 21,66%.

Il *Private Equity* è un settore in grande crescita, grazie alle numerose opportunità di investimento in aziende private e le robuste raccolte di capitale sottoscritte da investitori istituzionali negli ultimi anni, attratti dagli alti rendimenti. Al contempo, l'approccio di investimento dei fondi si sta evolvendo, oggi infatti prevalgono strategie orientate alla creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, attraverso il miglioramento operativo delle aziende partecipate. In questo contesto di crescita, anche in Italia il settore ha registrato una forte espansione, restando tuttavia ancora indietro rispetto a nazioni europee come Francia e Germania.

Sono state scelte per i casi studio appositamente tre operazioni nelle quali il fondo avesse già realizzato l'*exit*, così da analizzare l'intero ciclo di vita dell'investimento,

l'acquisizione, la gestione e infine la vendita. Le strategie di creazione del valore attuate da Carlyle con Forgital e Irca, e da Permira con La Piadineria sono differenti, seppur abbiano alcuni punti in comune e abbiano tutte prodotto ottimi rendimenti.

Nella gestione di Forgital Group, il fondo Carlyle ha puntato sul riposizionamento del business principalmente nel settore aerospaziale, dati i margini maggiori e gli sviluppi geopolitici. Questo maggiore focus sul settore ha contribuito all'espansione dei multipli osservata al momento dell'*exit*, con l'azienda che ha beneficiato dei multipli più elevati dell'aerospaziale. Un'altra leva che il fondo è stato in grado di sfruttare per ottenere un rendimento di 2,05 volte il capitale investito è stata l'utilizzo del debito, finanziando la transazione con circa il 50% di obbligazioni. La crescita dell'*EBITDA*, l'espansione dei multipli e la leva finanziaria hanno portato il fondo a generare un tasso interno di rendimento del 15,44%.

Nell'operazione La Piadineria, Permira ha intrapreso una strategia di crescita aggressiva, espandendo a ritmo elevato i suoi punti vendita a gestione diretta, con una media di 50 nuove aperture all'anno. La crescita rapida e profittevole durante i 6 anni di gestione ha permesso di incrementare l'*EBITDA* da 20 milioni al momento dell'ingresso a 53 milioni quando è stata venduta, rappresentando un perfetto esempio di gestione operativa efficace, capace di rendere la catena di ristorazione leader di settore. L'aumento di fatturato generato dai punti vendita, sempre mantenendo margini elevati, ha portato il fondo Permira a generare un tasso interno di rendimento del 17,6%.

Carlyle ha utilizzato leve leggermente diverse nell'operazione Irca Group, perseguendo una strategia di espansione internazionale tramite *add-on acquisitions*, possiamo osservare in questo caso come una serie di acquisizioni sinergiche possa accelerare il percorso di crescita e permettere alla società di scalare velocemente a livello globale. Questa strategia di *buy and build* ha contribuito anche all'espansione dei multipli, passati da 13x al momento dell'ingresso a 15,87x all'*exit*. Questa leva insieme alla forte crescita e ad una riduzione del debito durante il periodo di gestione, hanno permesso a Carlyle di generare un eccezionale tasso interno di rendimento del 31,95%, il maggiore tra i tre.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Claudia Zeisberger, Michael Prah, Bowen White. (2017). Mastering private equity: Transformation via venture capital, minority investments and buyouts. John Wiley & Sons.

Guy Hands (2022). The dealmaker: Lessons from a life in private equity. Bantam Press.

Fabrizio Di Lazzaro (2021). Economia aziendale: Principi e metodologie. Giappichelli.

Moonfare. (2024). A Guide to Private Equity Investment Strategies. Moonfare.
<https://www.moonfare.com/pe-masterclass/pe-investment-strategies>

HarbourVest Partners. (2023). How Does the Size of Private Markets Compare to Public Markets? HarbourVest. <https://www.harbourvest.com/insights-news/insights/cpm-how-does-the-size-of-private-markets-compare-to-public-markets/>

Forbes Finance Council. (2024). Why Is Private Equity Gaining Popularity? Forbes. <https://www.forbes.com/councils/forbesfinancecouncil/2024/05/09/why-is-private-equity-gaining-popularity/>

EY Global. (2023). Are You Harnessing the Growth and Resilience of Private Capital? EY. https://www.ey.com/en_gl/insights/private-business/are-you-harnessing-the-growth-and-resilience-of-private-capital

Morgan Stanley. (2024). Private Equity Secondaries in Volatile Markets. Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/private-equity-secondaries-volatile-markets>

Investopedia. (2024). Distribution Waterfall. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/d/distribution-waterfall.asp>

Moonfare. (2024). How Does Private Equity Work? Moonfare.
<https://www.moonfare.com/pe-masterclass/how-does-pe-work>

Corporate Finance Institute. (2023). Private Equity Transaction Timeline. CFI. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/private-equity-transaction-timeline/>

McKinsey & Company. (2025). Global Private Markets Report 2025. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report>

FirmRoom. (2023). PE Deal Process: A Detailed Guide. FirmRoom Blog. <https://firmroom.com/blog/pe-deal-process>

Street of Walls. (2019). Private Equity Investment Process. Street of Walls. <https://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-investment-process/>

Moonfare. (2023). Private Equity Consolidation: How the Industry Is Changing. Moonfare. <https://www.moonfare.com/blog/private-equity-consolidation>

KKR & Co. Inc. (2024). Private Equity | Alternatives Unlocked. KKR. <https://www.kkr.com/alternatives-unlocked/private-equity>

Investopedia. (2023). The World's Top 10 Private Equity Firms. Investopedia. <https://www.investopedia.com/articles/markets/011116/worlds-top-10-private-equity-firms-apo-bx.asp>

DealEdge. (2022). Creating Value in Private Equity: Moving Beyond Multiple Expansion. DealEdge. <https://www.dealedge.com/insights/creating-value-in-private-equity-moving-beyond-multiple-expansion/>

Roland Berger. (2023). Private Equity Value Creation. Roland Berger. <https://www.rolandberger.com/en/Expertise/Solutions/Private-Equity-Value-Creation.html>

Bocconi Students Investment Club (BSIC). (2024). An Update on the Private Equity Industry. BSIC. <https://bsic.it/an-update-on-the-private-equity-industry/>

McKinsey & Company. (2022). Bridging Private Equity's Value-Creation Gap. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/bridging-private-equitys-value-creation-gap>

Wall Street Prep. (2023). LBO Returns Attribution Analysis and Value Creation. Wall Street Prep. <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/lbo-returns-attribution-analysis-value-creation/>

A Simple Model. (2022). How Private Equity Firms Generate Returns. A Simple Model. <https://www.asimplemodel.com/insights/how-private-equity-firms-generate-returns>

Cohn, J., Hotchkiss, E., & Towery, E. (2022). Sources of value creation in private equity buyouts of private firms. SSRN. https://download.ssrn.com/22/01/16/ssrn_id4010143_code333695.pdf

Korteweg, A., & Sorensen, M. (2023). Performance measures in private equity. SSRN. https://download.ssrn.com/23/10/07/ssrn_id4595553_code502093.pdf

A Simple Model. (2022). Value Drivers in an LBO Model. A Simple Model.
<https://www.asimplemodel.com/insights/value-drivers-in-an-lbo-model>

Wall Street Prep. (2023). IRR – Internal Rate of Return. Wall Street Prep.
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/irr-internal-rate-of-return/>

Moonfare. (2024). Multiple on Invested Capital (MOIC). Moonfare.
<https://www.moonfare.com/glossary/multiple-on-invested-capital-moic>

Bain & Company. (2021). Global Private Equity Report 2021. Bain & Company.
https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain_report_2021-global-private-equity-report.pdf

Wall Street Prep. (2023). TVPI – Total Value to Paid-In Capital. Wall Street Prep.
<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/tvpi-total-value-to-paid-in-capital/>

Financial Times. (2023). Article on Private Markets Growth. Financial Times.
<https://www.ft.com/content/33de9bfc-bc03-4d01-8867-6270e95ea49c>

Corporate Finance Institute. (2023). Distributed to Paid-In Capital (DPI). CFI.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/distributed-to-paid-in-capital/>

Moonfare. (2024). Residual Value to Paid-In Capital (RVPI). Moonfare.
<https://www.moonfare.com/glossary/residual-value-to-paid-in-capital-rvpi>

PitchBook. (2023). IRR vs. PME: What’s the Difference? PitchBook.
<https://pitchbook.com/blog/what-is-the-difference-between-irr-and-pme>

Bain & Company. (2020). Public vs. Private Markets: Global Private Equity Report 2020. Bain & Company. <https://www.bain.com/insights/public-vs-private-markets-global-private-equity-report-2020/>

Treblepeak. (2024). Five Private Equity Metrics Investors Should Know. Treblepeak.
<https://www.treblepeak.com/2024/05/09/5-private-equity-metrics/>

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2015). What Do Private Equity Firms Say They Do? Harvard Business School Working Paper.
https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/15-081_9baffe73-8ec2-404f-9d62-ee0d825ca5b5.pdf

AIFI. (2024). Rapporto sul Private Equity, Venture Capital e Private Debt in Italia 2024. AIFI.
<https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=n426lGNs4K18KvcJziBDQk3g55938Y>

AI FI. (2023). Analisi del Mercato del Capitale di Rischio in Italia. AI FI.
<https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=K8e0S3kUJl683o315aZ5E52l7io4tS>

Catarinella, M. (2023). Private Equity in Italia: Evoluzione e Prospettive [Tesi di laurea, Politecnico di Torino]. Polito Webthesis.
<https://webthesis.biblio.polito.it/secure/30708/1/tesi.pdf>

Esperto Business Plan. (2024). Private Equity in Italia: Analisi e Trend. Esperto Business Plan. <https://esperto-business-plan.eu/private-equity-in-italia/>

Milano Finanza. (2024). Private Equity: una Storia da 141 Miliardi. Milano Finanza.
<https://www.milanofinanza.it/news/private-equity-una-storia-da-141-miliardi-ma-la-strada-da-fare-in-europa-e-ancora-lunghissima-202404171932227886>

Milbank LLP. (2019). Milbank Advises on the Financing of Carlyle's Acquisition of Forgital. Milbank.com. <https://www.milbank.com/en/news/milbank-advises-initial-purchasers-and-lenders-on-the-financing-of-the-carlyle-groups-acquisition-of-forgital.html>

Carlyle Group. (2019). Carlyle to Acquire Forgital, Italian Specialist Manufacturer. Carlyle.com. <https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/carlyle-group-acquire-forgital-italian-specialist-manufacturer>

Carlyle Group. (2019). Carlyle Group Closes Forgital Acquisition. Carlyle.com. <https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/carlyle-group-closes-forgital-acquisition>

BeBeez. (2019). Carlyle sigla l'acquisto di Forgital: deal da 950 mln di euro. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/carlyle-sigla-lacquisto-di-forgital-deal-da-950-mln-euro/>

S&P Global Ratings. (2019). Regulatory disclosure on Forgital Group (sourceId 11087457). S&P Global.
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/11087457>

Carlyle Group. (2024). Carlyle agrees to sell Forgital Group to Stonepeak. Carlyle.com. <https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/carlyle-agrees-to-sell-forgital-group-to-stonepeak>

Reuters. (2024). Carlyle to sell Italy's Forgital to Stonepeak. Reuters.
<https://www.reuters.com/markets/deals/carlyle-agrees-sell-italys-forgital-stonepeak-2024-12-16/>

BeBeez. (2024). Prosegue l'asta per Forgital: Carlyle seleziona 5 pretendenti per un deal da 2 mld. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/prosegue-lasta-per-forgital-con-carlyle-che-ha-selezionato-una-short-list-di-5-pretendenti-per-il-deal-che-vale-2-mld-euro/>

Forgital Group. (2024). Sustainability Report 2023. Forgital. https://bebeez.it/wp-content/uploads/2024/11/Sustainability-report-2023_compressed1_compressed.pdf

S&P Global Ratings. (2024). Regulatory disclosure on Forgital Group (sourceId 13395724). S&P Global. <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/13395724>

Stonepeak. (2024). Stonepeak to acquire Forgital Group from Carlyle. Stonepeak.com. <https://stonepeak.com/news/stonepeak-to-acquire-forgital-group-from-carlyle>

Il NordEst Economia. (2021). Meddah Hadjar è il nuovo AD di Forgital: focus aerospazio. IlNordEst.it. <https://www.ilnordest.it/economia/imprese/lex-general-electric-meddah-hadjar-e-il-nuovo-ad-di-forgital-nel-futuro-dellazienda-sempre-piu-aerospazio-nq21fnbn>

Forgital Group. (2024). About Us. Forgital.com. <https://www.forgital.com/about-us/>

Industria Vicentina. (2024). Carlyle cede Gruppo Forgital a Stonepeak. IndustriaVicentina.it. <https://www.industriavicentina.it/imprese/carlyle-cede-gruppo-forgital-stonepeak-IV20246>

Carlyle Group. (2024). Our Firm: Overview. Carlyle.com. <https://www.carlyle.com/our-firm>

BeBeez. (2021). Permira va al controllo de La Piadineria: un deal da 250 milioni. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/permira-va-al-controllo-de-la-piadineria-un-deal-250-milioni/>

Permira. (2024). CVC agrees to acquire La Piadineria from Permira. Permira.com. <https://www.permira.com/news-and-insights/announcements/cvc-agrees-to-acquire-la-piadineria-from-permira>

BeBeez. (2023). Dialoghi fra CVC Capital Partners e Permira sulla cessione de La Piadineria. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/dialoghi-in-corso-fra-cvc-capital-partners-e-permira-che-valuta-la-cessione-della-sua-partecipazione-ne-la-piadineria-catena-di-ristorazione-al-fondo-britannico/>

La Piadineria. (2017). Comunicato stampa 21 dicembre 2017. La Piadineria. <https://bebeez.it/files/2017/12/CS-Piadineria-21-dic-17-def.pdf>

Il Sole 24 Ore. (2023). La Piadineria, Permira studia la cessione. [IlSole24Ore.com. https://www.ilsole24ore.com/art/la-piadineria-riassetto-permira-studia-cessione-AFcncJq](https://www.ilsole24ore.com/art/la-piadineria-riassetto-permira-studia-cessione-AFcncJq)

Pambianco Wine & Food. (2024). La Piadineria accelera nel 2023: l'EBITDA margin sale al 27%. [Pambianconews.com. https://wine.pambianconews.com/2024/10/la-piadineria-accelera-nel-2023-lebitda-margin-sale-al-27/232757/](https://wine.pambianconews.com/2024/10/la-piadineria-accelera-nel-2023-lebitda-margin-sale-al-27/232757/)

Bloomberg. (2024). CVC Chooses Banks Over Private Credit in Latest Buyout Deals. [Bloomberg.com. https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-19/cvc-chooses-banks-over-private-credit-in-latest-buyout-deals](https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-19/cvc-chooses-banks-over-private-credit-in-latest-buyout-deals)

Retail Food. (2025). Valota: “La Piadineria, spazio per altre 50 aperture e crescita su tutti i canali”. [RetailFood.it. https://www.retailfood.it/2025/04/01/valota-la-piadineria-spazio-per-altre-50-aperture-crescita-su-tutti-i-canali](https://www.retailfood.it/2025/04/01/valota-la-piadineria-spazio-per-altre-50-aperture-crescita-su-tutti-i-canali)

AIFI. (2024). Documento di analisi sulle operazioni di private equity in Italia. AIFI. <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=2E831Y24c18o15t060TV31BXHGrco6>

Advent International. (2024). Global Reach – Italia. [Adventinternational.com. https://www.adventinternational.com/it/global-reach/italia/](https://www.adventinternational.com/it/global-reach/italia/)

Vitale & Co. (2022). Advent International – Operazione IRCA. [Vitale-co.com. https://www.vitale-co.com/it/operazioni/advent-international.html](https://www.vitale-co.com/it/operazioni/advent-international.html)

VareseNews. (2018). IRCA compra Dobla e diventa leader mondiale nel mercato della pasticceria. [VareseNews.it. https://www.varesenews.it/2018/10/irca-compra-dobla-diventa-leader-mondiale-nel-mercato-della-pasticceria/755374/](https://www.varesenews.it/2018/10/irca-compra-dobla-diventa-leader-mondiale-nel-mercato-della-pasticceria/755374/)

IRCA Group. (2021). IRCA acquisisce In2Food – comunicato stampa. IRCA Group. https://bebeez.it/wp-content/uploads/2021/03/Il-Gruppo-Irca-acquisisce-In2Food-distributore-americano-leader-in-prodotti-a-marchio-premium_12.03.2021.pdf

Reuters. (2022). Advent buys Italian dessert ingredients firm IRCA from Carlyle. [Reuters.com. https://www.reuters.com/article/business/advent-buys-italian-dessert-ingredients-firm-irca-from-carlyle-idUSKCN2M30XN](https://www.reuters.com/article/business/advent-buys-italian-dessert-ingredients-firm-irca-from-carlyle-idUSKCN2M30XN)

Hovingh, F. (2023). European private credit grabs market share fuelled by M&A. [LinkedIn Pulse. https://www.linkedin.com/pulse/european-private-credit-grabs-market-share-fuelled-ma-floris-hovingh/](https://www.linkedin.com/pulse/european-private-credit-grabs-market-share-fuelled-ma-floris-hovingh/)

BeBeez. (2023). Advent International acquisisce la divisione Sweet Ingredients del gruppo Kerry tramite IRCA. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/e-ufficiale-irca-advent-international-acquisisce-la-divisione-sweet-ingredients-del-gruppo-kerry/>

Advent International. (2022). Presentazione IRCA – Aprile 2022 (Investor deck). Adventinternational.com. <https://bebeez.it/wp-content/uploads/2022/04/2022-04-11-Advent-Irca-ITA-vF.pdf>

Carlyle Group. (2022). Advent International to acquire leading artisanal food ingredients producer IRCA. Carlyle.com. <https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/advent-international-acquire-leading-artisanal-food-ingredients>

BeBeez. (2017). Carlyle acquisisce IRCA (comunicato stampa). BeBeez. <https://bebeez.it/files/2017/06/CS-CarlylIrca.pdf>

BeBeez. (2022). Advent conquista IRCA: deal da oltre un miliardo di euro. BeBeez. <https://bebeez.it/private-equity/advent-conquista-il-big-dei-semilavorati-per-pasticceria-irca-deal-da-oltre-un-mld-euro/>