

Il ruolo del Private Equity nei risanamenti aziendali

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Domenico Curcio

CORRELATORE

Emilio Falco Matr. 784171

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1	7
IL PRIVATE EQUITY: STRUTTURA, FUNZIONAMENTO E ATTORI	7
1.1. Definizione e origini del Private Equity	7
1.2. Private Equity e strumenti alternativi	10
1.3. Le principali tipologie di operazioni di Private Equity	13
1.4. Gli attori del Private Equity	16
1.5. La normativa di riferimento	19
1.5.1 Direttiva AIFM, Fondi EuVECA ed ELTIF e Piani Individuali di Risparmio (PIR)	21
1.5.2 Quadro normativo italiano	24
1.6 Le fasi operative di un'operazione di Private Equity	26
1.6.1 Costituzione e strutturazione dell'operazione	28
1.6.2 Analisi, negoziazione e perfezionamento dell'investimento	30
1.6.3 Gestione della partecipazione e disinvestimento	32
1.7. Valutazione degli investimenti di Private Equity	35
1.7.1. Metodologie di valutazione tradizionali: Multipli e Discounted Cash Flow (DCF)	37
1.7.2. Tecniche di valutazione avanzate e specifiche: Adjusted Present Value (APV) e PEP Driver's Grid	39
1.7.3. Misurazione della performance: IRR, NAV, cash multiple, RVPI	41
1.8. Il mercato del Private Equity	43
1.8.1. Il mercato italiano ed europeo: evoluzione, operatori e dinamiche	46
1.8.2. Le criticità strutturali e congiunturali del settore del Private Equity	48
CAPITOLO 2	52
LA CRISI D'IMPRESA E I PROCESSI DI RISANAMENTO AZIENDALE	52
2.1. Definizione di crisi d'impresa	52
2.1.1 La crisi fisiologica e la crisi patologica: la classificazione secondo la dottrina economico-aziendale	54
2.2 Cause della crisi d'impresa	56
2.2.1 Squilibri economici, patrimoniali e finanziari	57
2.2.2 Le cause interne ed esterne della crisi d'impresa: errori strategici, gestionali e fattori esogeni	59
2.3. Modelli di rilevazione e prevenzione della crisi	61
2.3.1 Indicatori di allerta	63
2.3.2 Modelli statistici predittivi (Z-Score, Ohlson, Altman)	65
2.3.3. Modelli logit e probit applicati alla crisi d'impresa	67
2.4. Strategie di risanamento aziendale	69
2.4.1. Ristrutturazione operativa e ristrutturazione finanziaria	70
2.4.2 Il Rilancio Competitivo e la Gestione della Crisi come Opportunità di Riposizionamento	72
2.5 Gli strumenti e i professionisti del risanamento d'impresa	74
2.5.1 Gli strumenti giuridici per la gestione della crisi	75
2.5.2 Il ruolo dei professionisti nel processo di risanamento	77
2.7. La gestione della crisi d'impresa in Italia: Analisi dei casi, dati rilevanti e interventi normativi e pubblici	79
CAPITOLO 3	83
PRIVATE EQUITY E RISANAMENTI AZIENDALI: IL CONFRONTO TEORICO	83

3.1 Private Equity e imprese in crisi	83
3.1.1. <i>L'intervento nelle operazioni distressed</i>	84
3.1.2 <i>I fondi specializzati in turnaround</i>	86
3.2. Le fasi operative di un risanamento supportato dal Private Equity	88
3.2.1. <i>Due diligence rafforzata</i>	89
3.2.2. <i>Elaborazione di un piano industriale orientato al rilancio</i>	91
3.2.3. <i>Definizione della nuova governance</i>	93
3.3 La creazione di valore nei risanamenti aziendali	95
3.3.1. <i>Active ownership e intervento manageriale</i>	96
3.3.2 <i>Ricapitalizzazione e gestione del debito</i>	99
3.3.3 <i>Sviluppo di nuove linee di business</i>	101
3.4. Exit strategy in operazioni di risanamento	103
3.4.1. <i>IPO come sbocco naturale</i>	104
3.4.2. <i>Cessione industriale</i>	106
3.4.3. <i>Secondary Buyout</i>	108
3.5. Fattori critici di successo.....	110
3.5.1. <i>L'importanza della velocità di intervento</i>	111
3.5.2 <i>L'allineamento degli interessi tra gestore, management e stakeholder</i>	113
3.6. Confronto teorico tra modelli di risanamento tradizionali e modello di intervento Private Equity	114
3.6.1 <i>Differenze operative e strategiche</i>	116
3.6.2 <i>Punti di forza e criticità di ciascun approccio</i>	118
CAPITOLO 4	122
<i>ANALISI EMPIRICA SUL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY NEI RISANAMENTI AZIENDALI: I CASI DI VERSALIS E AUTOGRILL.....</i>	122
4.1 Metodologia della ricerca.....	122
4.1.1 <i>Finalità dello studio e gap nella letteratura</i>	124
4.1.2 <i>Criteri di selezione dei casi e fonti documentali.....</i>	125
4.1.3 <i>Indicatori utilizzati e limiti metodologici</i>	127
4.2 Il caso Versalis	129
4.2.1 <i>Profilo aziendale e genesi della crisi</i>	131
4.2.2 <i>Intervento del Private Equity e strategie di risanamento</i>	133
4.2.3 <i>Analisi dei risultati: indicatori economici, patrimoniali e gestionali</i>	135
4.3 Il caso Autogrill.....	137
4.3.1 <i>Contesto aziendale e criticità pregresse</i>	139
4.3.2 <i>Supporto finanziario e riorganizzazione strategica</i>	140
4.3.3 <i>Valutazione dei risultati e prospettive post-risanamento</i>	142
4.4 Confronto tra i due casi	144
4.4.1 <i>Somiglianze nell'approccio al risanamento</i>	146
4.4.2 <i>Differenze settoriali e strategiche</i>	148
4.4.3 <i>Lezioni operative e ruolo del Private Equity nei due modelli</i>	149
Conclusioni	153
Bibliografia.....	155

INTRODUZIONE

In un contesto economico segnato da instabilità sistemica, cambiamenti regolatori e profonde trasformazioni strutturali, la capacità delle imprese di gestire e superare le crisi diventa fondamentale per assicurare continuità operativa, stabilità occupazionale e competitività. In questo scenario, il private equity non si limita più a un ruolo marginale: si è consolidato come uno strumento strategico, integrato nei processi di trasformazione aziendale e capace di offrire molto più di una semplice iniezione di capitale.

Questa tesi nasce dall'esigenza di indagare il ruolo del private equity come strumento di risanamento nelle crisi d'impresa, mettendo in luce potenzialità operative, condizioni di efficacia e fattori critici che ne influenzano l'impatto. L'interesse per questo tema si colloca al crocevia tra economia aziendale, finanza strategica e diritto della crisi, in un periodo in cui gli strumenti alternativi di finanziamento e governance guadagnano sempre più centralità nel dibattito accademico e professionale.

Capire come, quando e perché il private equity riesca a creare valore in aziende in crisi è oggi una sfida sia teorica sia pratica. La ricerca si propone due obiettivi: da una parte, tracciare i profili distintivi dell'approccio del private equity rispetto ai tradizionali modelli di turnaround; dall'altra, valutare quanto questo strumento possa rappresentare una risposta efficace alle situazioni di crisi, concentrandosi su creazione di valore, riorganizzazione della governance, gestione del rischio e adozione di politiche sostenibili.

Attraverso l'analisi integrata di aspetti teorici, normativi ed empirici, si intende mettere in luce non solo i vantaggi, ma anche i limiti e le criticità che accompagnano tali operazioni.

La metodologia adottata è di tipo qualitativo-comparativo. Dopo un primo inquadramento concettuale del private equity (Capitolo 1) e una panoramica sui modelli di crisi e risanamento d'impresa (Capitolo 2), la ricerca si concentra sul rapporto tra fondi di private equity e imprese in difficoltà, analizzando le diverse fasi operative del loro intervento, le modalità di creazione di valore e le strategie di uscita (Capitolo 3).

Infine, viene proposta un'analisi empirica comparata su due casi aziendali italiani – Versalis e Autogrill – scelti per la loro rappresentatività in termini di settori, approcci strategici e modelli di governance, allo scopo di valutare sul campo l'efficacia delle operazioni condotte e derivarne implicazioni teorico-pratiche (Capitolo 4).

La struttura della tesi segue un percorso che va dal generale al particolare, dalla teoria all'esperienza concreta. Solo un approccio integrato — capace di unire l'analisi concettuale alla pratica operativa

— può restituire autenticamente la complessità del fenomeno. Questo metodo mira a offrire un contributo sia alla letteratura scientifica sia al dibattito professionale, creando uno strumento utile anche per decisori aziendali e operatori del settore.

Considerando le continue trasformazioni che interessano il tessuto imprenditoriale italiano ed europeo, comprendere come il private equity possa influire positivamente sui processi di rilancio aziendale non è più solo opportuno, ma diventa indispensabile.

Questo lavoro si propone di fornire un contributo critico e consapevole in tal senso, collocandosi nel solco di una riflessione più ampia sulle forme innovative di intervento nel ciclo di vita dell'impresa, in particolare quando questa si trovi a un bivio tra declino e rinascita.

CAPITOLO 1

IL PRIVATE EQUITY: STRUTTURA, FUNZIONAMENTO E ATTORI

1.1. Definizione e origini del Private Equity

Il private equity è, prima di tutto, una visione. Non si tratta semplicemente di investire denaro in un'impresa, ma di scommettere sul suo potenziale inespresso, sul cambiamento possibile, sulla trasformazione. In genere, si concentra su aziende non quotate in Borsa, realtà spesso solide o promettenti, ma che attraversano una fase delicata: crescita da strutturare, crisi da superare, o magari una nuova direzione da intraprendere.

A differenza delle forme tradizionali di finanziamento, qui l'investitore non resta in disparte. Al contrario, entra nel vivo delle dinamiche aziendali, assumendo un ruolo attivo, quasi da co-protagonista. Non mette sul piatto solo capitali, ma porta in dote esperienza, visione strategica, relazioni industriali consolidate, e un bagaglio manageriale spesso decisivo. È proprio questa partecipazione diretta alla governance a fare la differenza: una presenza che può orientare scelte, valorizzare risorse interne, aprire nuovi scenari.

In fondo, il private equity è un percorso condiviso, in cui impresa e investitore cercano insieme di far emergere tutto il valore possibile, trasformando un'intuizione iniziale in una realtà solida e duratura (Borsa Italiana, s.d.). In questo contesto, il private equity si presenta come una sorta di ponte tra finanza e gestione d'impresa, un attore silenzioso ma determinante, capace di intervenire nei momenti cruciali del ciclo di vita aziendale. A differenza del venture capital, che guarda alle start-up con lo sguardo proiettato verso l'innovazione e il potenziale futuro, o del credito bancario, che resta ancorato a logiche di garanzia e prudenza, il private equity sceglie un'altra via. Entra nel capitale, partecipa alle decisioni, assume rischi condivisi. Non si limita a finanziare: accompagna, trasforma, talvolta rivoluziona. La sua natura è ibrida, certo, ma proprio in questa duplicità risiede la sua forza: unisce risorse e visione strategica, capitale e governance, in un equilibrio dinamico che può fare la differenza tra sopravvivenza e crescita, tra stagnazione e rilancio (De Vincentis, 2023, p. 5; Buonomo, 2024, p. 19).

Volgendo lo sguardo all'indietro, verso le origini del private equity, si arriva inevitabilmente agli Stati Uniti. È lì che tutto ebbe inizio, negli anni Cinquanta, quando un ristretto gruppo di investitori intravide un'opportunità dove altri vedevano solo rischio. Non c'erano ancora regole precise, né modelli consolidati: c'era piuttosto l'intuizione – quasi visionaria – che sostenere la crescita di imprese giovani, innovative, potesse generare valore nel tempo. Un'idea semplice, ma potente.

Eppure, quella fase pionieristica non bastò da sola a definire un settore. Perché il private equity, così come oggi lo conosciamo, cominciò a prendere forma solo più tardi, negli anni Ottanta. Un decennio di cambiamenti profondi, in cui tutto sembrava accelerare: i mercati si liberalizzavano, la finanza moltiplicava i suoi strumenti, le imprese cambiavano pelle. In questo contesto in fermento, le operazioni di leveraged buyout divennero sempre più frequenti. Acquisizioni costruite con debito, sì, ma orientate a ridisegnare strategie, a sbloccare potenzialità rimaste inesprese, a trasformare rigidità in opportunità.

Fu allora che il private equity smise di essere solo un'opzione tra le tante e si impose come strumento privilegiato per agire in profondità. Non si trattava più soltanto di finanziare, ma di intervenire. Di ripensare modelli industriali, razionalizzare strutture troppo complesse, recuperare risorse dimenticate. Un modo per fare impresa – e al tempo stesso per cambiarla – che da lì in poi non avrebbe più smesso di evolversi (Mengassini, 2023, pp. 4–6; Buonomo, 2024, pp. 21–23). Come hanno messo in luce Gompers e Lerner (2001), la crescita del private equity non è stata un fenomeno isolato o improvviso, ma il risultato di un equilibrio delicato – e al tempo stesso dinamico – tra spinte di mercato e trasformazioni istituzionali. Un ecosistema, insomma, capace di adattarsi ai cambiamenti, di sperimentare, di innovare. Laddove regolamentazione, cultura finanziaria e capacità imprenditoriali si sono incontrate in modo fertile, il settore ha trovato terreno per svilupparsi rapidamente.

Diversa, invece, è stata la traiettoria europea. E, ancor più, quella italiana. Qui il cammino è stato più lento, più tortuoso, segnato da ostacoli profondi e radicati. Il tessuto imprenditoriale frammentato, dominato da piccole e medie imprese a conduzione familiare; una certa diffidenza verso l'ingresso di soggetti esterni nel capitale; e, non da ultimo, una finanza storicamente ancorata al canale bancario, più che all'equity. Tutto ciò ha ritardato la diffusione del private equity, rendendola inizialmente sporadica, marginale, quasi estranea rispetto alle consuetudini industriali nazionali.

Eppure, qualcosa è cambiato. A partire dagli anni Duemila, anche in Italia si è iniziato a respirare un'aria diversa. Nuovi operatori – spesso internazionali, ma non solo – hanno cominciato a muoversi con maggiore sistematicità. La normativa si è adeguata, seppure con qualche ritardo, creando spazi più chiari per l'azione degli investitori. E molte imprese, spinte dalla complessità crescente dei mercati, hanno cominciato a interrogarsi sul proprio futuro, mostrando una maggiore apertura verso

modelli di crescita più articolati. Così, lentamente ma con una direzione precisa, il private equity ha iniziato a trovare una sua collocazione anche nel panorama italiano. (Banca d'Italia, 2009, pp. 7–12). Le innovazioni regolamentari, come l'introduzione dei fondi EuVECA, ELTIF e PIR alternativi, hanno contribuito a canalizzare risparmio privato verso investimenti pazienti e a lungo termine, ampliando la base di capitali disponibili per le imprese non quotate (Buonomo, 2024, pp. 26–29). Sul piano macroeconomico, il private equity è progressivamente divenuto uno strumento strategico per lo sviluppo del tessuto produttivo, in particolare delle PMI, contribuendo al rafforzamento della struttura patrimoniale, alla crescita per linee esterne, all'internazionalizzazione e alla digitalizzazione. Secondo una visione ormai sempre più condivisa (AIFI, 2022, pp. 3–5), il private equity ha assunto un ruolo decisivo per la competitività e la tenuta del sistema economico italiano. Non si tratta più soltanto di una leva finanziaria per le imprese, ma di un vero e proprio catalizzatore di cambiamento. Oggi, questo tipo di investimento rappresenta uno strumento attraverso cui le aziende possono evolversi, rafforzarsi, prepararsi a sfide che richiedono visione strategica, capacità di adattamento e apertura all'innovazione.

Ciò che distingue il private equity da altre forme di finanziamento è l'approccio profondamente trasformativo. L'investitore non si limita a immettere risorse: interviene, orienta, costruisce. In una parola, partecipa. Agisce come "active owner", prendendo parte attiva alla vita dell'impresa, stimolandone il rinnovamento manageriale, sostenendone l'adozione di pratiche di governance più solide e trasparenti, promuovendo – là dove ancora manchino – politiche ESG capaci di integrare sostenibilità e valore economico.

Questo tipo di intervento ha effetti che vanno ben oltre il breve termine. Quando funziona, incide sul DNA stesso dell'impresa, ne riposiziona le priorità, la mette nelle condizioni di crescere in modo più consapevole, più resiliente. E proprio per questo, in un contesto produttivo come quello italiano – spesso caratterizzato da strutture familiari e da una certa avversione al cambiamento – il contributo del private equity può diventare, più che utile, essenziale (Visentin, 2017, pp. 14–15).

Negli ultimi anni, l'attenzione verso la sostenibilità ambientale, la responsabilità sociale e la governance etica ha contribuito a ridefinire in profondità il ruolo del private equity, spingendolo verso una visione più consapevole e responsabile. In questo contesto, l'esperienza di Ambiente SGR si impone come esempio emblematico: tra i primi in Europa a integrare in modo autentico i criteri ESG nelle proprie strategie d'investimento, dimostra con chiarezza che è possibile – e anzi proficuo – tenere insieme solidità finanziaria e impatto positivo sull'ambiente e sulla collettività (Visentin, 2017, pp. 31–35). Così, il private equity si configura oggi come uno strumento d'investimento sempre più in sintonia con gli orizzonti tracciati dall'Agenda 2030 e con le sensibilità emergenti degli investitori istituzionali più attenti ai temi della sostenibilità e dell'impatto sociale.

Guardando al suo cammino, si coglie una trasformazione profonda: da nicchia speculativa riservata a pochi, a pilastro dinamico dell'economia reale. Una metamorfosi che racconta la capacità del private equity di rinnovarsi, di interpretare i cambiamenti, di reinventarsi. La sua evoluzione – marcata da un processo di crescente istituzionalizzazione e da un'espansione ormai globale – parla di un modello d'investimento che ha saputo coniugare performance e responsabilità, rischio e visione di lungo periodo. In un tempo attraversato da incertezze, transizioni ecologiche e rivoluzioni tecnologiche, il private equity si rivela così una leva strategica, capace di accompagnare – e talvolta anticipare – il cambiamento, rafforzando la competitività e la resilienza dell'impresa contemporanea.

1.2. Private Equity e strumenti alternativi

Nel mondo odierno della finanza d'impresa, il private equity non è solo una tecnica d'investimento: è una leva strategica, un modo diverso di pensare alla crescita e al cambiamento aziendale. È uno strumento complesso, sì, ma non per questo distante. Anzi, la sua forza sta proprio nella capacità di inserirsi nei momenti più delicati della vita di un'impresa, offrendo risorse e visione dove servono davvero.

Rispetto ad altri strumenti, come il debito bancario tradizionale, il private equity segue un'altra logica: non si limita a finanziare, ma partecipa, interviene, accompagna. E si distingue anche dal venture capital, pur condividendo con esso la natura di capitale di rischio. La differenza, però, è sostanziale. Il venture capital guarda al futuro che deve ancora nascere: startup, idee in fase embrionale, progetti ad alto contenuto innovativo. Il private equity, invece, si rivolge a ciò che esiste già — imprese mature, magari pronte a cambiare pelle, a crescere, a riorganizzarsi. È un investimento che arriva quando c'è qualcosa da trasformare, non solo da immaginare. E in questo equilibrio tra ciò che è già solido e ciò che può diventarlo ancora di più, si gioca tutta la sua specificità (Zider, 1998). Non è solo la fase dell'intervento a segnare la differenza: cambiano anche i tempi, il rischio, l'impegno richiesto e la natura stessa dell'investimento. Il venture capitalist si muove all'inizio del percorso, quando tutto è ancora in divenire e l'incertezza regna sovrana; in quei momenti delicati, spesso assume un ruolo attivo, quasi da co-protagonista. Al contrario, l'investitore di private equity entra in scena più tardi, quando il modello di business è già definito. Il suo compito è un altro: affinare, razionalizzare, spingere l'azienda verso una maggiore solidità finanziaria e un'efficienza strategica più matura (Gompers e Lerner, 2001).

C'è poi un altro aspetto che, a ben guardare, segna una distinzione profonda: il modo in cui si crea valore. Il venture capital guarda avanti, quasi sempre. Scommette sul futuro, sull'idea giusta al momento giusto, su un'intuizione che — con il giusto supporto — può diventare impresa. L'attenzione è tutta rivolta all'innovazione, alla capacità di rompere gli schemi, di immaginare mercati nuovi prima ancora che esistano davvero. È una logica che premia il rischio, certo, ma anche la visione. Il private equity, invece, si muove in tutt'altra direzione. Qui l'orizzonte è più strutturato, più maturo. Il valore si costruisce passo dopo passo, attraverso interventi precisi: si lavora sulla governance, si limano le inefficienze, si riorganizza l'esistente. Non si tratta tanto di inventare, quanto di trasformare (De Vincentis, 2023, cap. 1.3). Queste operazioni esigono una visione strategica lucida e una notevole abilità nel ripensare, anche in modo drastico, l'intera struttura aziendale. Non di rado, è proprio l'impiego mirato della leva finanziaria a rendere possibile questo tipo di trasformazione. In tale prospettiva, il private equity può diventare un attore chiave nei percorsi di rilancio, offrendo risposte articolate e spesso decisive in contesti di profonda crisi industriale (Mengassini, 2023, pp. 76-88).

Sul piano teorico, queste differenze emergono chiaramente anche nell'evoluzione dei modelli interpretativi: il venture capital viene sempre più inteso come espressione di una finanza imprenditoriale, vicina all'idea di scommettere sul potenziale.

Il private equity, al contrario, si delinea come un attore strategico della finanza, più distante dall'orizzonte dell'innovazione e decisamente orientato al disinvestimento e alla massimizzazione dei ritorni attraverso multipli (Mengassini, 2023, p. 22). L'uso di indicatori come l'IRR, il NAV o il cash multiple riflette con chiarezza l'approccio fortemente orientato ai risultati che caratterizza i fondi di private equity. Una logica diversa, quasi opposta, rispetto a quella che domina nel venture capital, dove l'attenzione si concentra piuttosto sulla traiettoria di crescita futura e sulla capacità di affrontare l'incertezza del rischio sistemico (Buonomo, 2024, cap. 2.4).

Mettere a confronto il private equity con i tradizionali strumenti di finanziamento, come il debito bancario, permette di cogliere sfumature che vanno ben oltre la semplice differenza tecnica.

Il debito, in fondo, resta una formula rigida: un contratto scandito da oneri ricorrenti, garanzie da offrire e vincoli spesso pesanti da sostenere. Il private equity, invece, racconta un'altra storia.

Non si limita a immettere capitali: apre il capitale stesso, instaurando una relazione profonda tra impresa e investitore. Una sorta di alleanza strategica, capace di incidere nel cuore dei processi decisionali.

Non è solo una via alternativa per finanziare la crescita: è un'occasione per ripensare l'impresa, trasformandone il profilo manageriale e l'organizzazione interna, con effetti che spesso si rivelano decisivi nel lungo periodo (Visentin, 2017, p. 14). Inoltre, esso consente una maggiore flessibilità

nella gestione del rischio operativo e finanziario, permettendo un più efficace allineamento di interessi tra finanziatore e imprenditore (JP Morgan, 2023).

Quando il credito si fa più difficile da ottenere e la disintermediazione finanziaria avanza, le piccole e medie imprese si trovano a dover cercare nuove strade per crescere e resistere ai cambiamenti. In questo scenario, il private equity emerge come un alleato strategico, capace di offrire molto più di un semplice apporto di capitale. Già nel 2018, la presentazione Neafidi metteva in luce come strumenti alternativi — ad esempio i minibond — potessero certo affiancare i percorsi di finanziamento tradizionali, ma è nel private equity che si riconosce una risposta più ampia e profonda, capace di intrecciare risorse economiche, competenze operative e relazioni strategiche.

In particolare, nei momenti in cui l'impresa affronta passaggi delicati o salti di scala, questo tipo di investimento può fare la differenza. Diversamente dal debito, infatti, il capitale proprio non irrigidisce la struttura finanziaria: al contrario, le lascia il fiato necessario per respirare, adattarsi, ripensarsi. Anche quando lo scenario macroeconomico si fa incerto.

Un esempio concreto di questo approccio lo offre Azimut SGR, che interpreta il private equity non solo come leva di rendimento, ma come strumento per generare valore duraturo — sul territorio, nel tessuto produttivo, dentro le aziende stesse. È un modello che parla direttamente alle PMI italiane, accompagnandole in percorsi di trasformazione che vanno ben oltre l'immediato ritorno economico (Buonomo, 2024, cap. 3.1). Allo stesso tempo — e non è un dettaglio da poco — alcune tra le voci più autorevoli del panorama finanziario, come JP Morgan (2023) e la guida sugli investimenti alternativi dello stesso anno, insistono su un punto ormai difficile da ignorare: il private equity sta guadagnando sempre più spazio nei portafogli diversificati.

Non solo per la promessa, spesso mantenuta, di rendimenti superiori. Ma anche per la sua natura meno esposta alle oscillazioni dei mercati, e per quella capacità, più sottile ma fondamentale, di incidere sul tessuto stesso delle imprese. Trasformarle, guidarle verso modelli sostenibili, orientarle — in una parola —. È qui che entra in gioco l'ottica ESG, ma anche, e forse soprattutto, un certo modo di intendere la governance: più trasparente, più lungimirante. In questo senso, il PE non si limita a essere uno strumento finanziario; è anche, a suo modo, un motore di cambiamento.

E questo lo rende perfettamente allineato con lo spirito delle nuove direttrici normative europee e con quell'idea di investimento che oggi, più che mai, si vuole responsabile (Visentin, 2017, pp. 17-28).

In fondo, ciò che rende il private equity davvero unico rispetto al venture capital o al debito tradizionale è una combinazione di elementi distintivi: la natura dell'intervento, il ruolo che assume, l'orizzonte temporale, il livello di rischio e, soprattutto, l'impatto che genera.

Non si limita a finanziare: entra nel cuore dell'impresa, ne condivide la visione, ne accompagna la crescita. In questo senso, più che una fonte di capitale, è un partner strategico. Ed è proprio questa

sua capacità di agire in profondità, trasformando strutture e potenzialità, che ne fa oggi un pilastro essenziale della finanza moderna, oltre che una leva decisiva nel cammino verso un'economia più reattiva, responsabile e competitiva.

1.3. Le principali tipologie di operazioni di Private Equity

Tra le molteplici forme che il private equity può assumere, alcune operazioni si distinguono nettamente per struttura finanziaria, finalità strategiche e intensità dell'intervento sull'impresa coinvolta. Guardarle nel loro insieme, più che come frammenti isolati, aiuta a comprendere la portata profonda che questo strumento ha assunto nella finanza moderna.

Non si tratta solo di investimenti, ma di interventi capaci di ridisegnare interi assetti aziendali, sostenendo tanto la crescita quanto i processi di ristrutturazione. Esplorare le diverse categorie operative del private equity significa, dunque, entrare nel cuore di un meccanismo in cui capitale, competenze manageriali e tensione all'innovazione si fondono nella creazione di valore duraturo.

In questo contesto, il buyout – e in particolare la sua versione più emblematica, il leveraged buyout (LBO) – incarna l'intervento forse più audace e strutturato.

Qui l'acquisizione di controllo avviene principalmente attraverso l'uso del debito, con un effetto leva che punta ad amplificare i rendimenti dell'investimento. È una strategia che, nella sua essenza, mira a ottenere il massimo risultato con un impiego minimo di capitale proprio, scaricando parte del rischio sull'impresa acquisita. Spesso il debito è suddiviso in tranche, dalle più sicure (senior) alle più rischiose (mezzanine), in un equilibrio delicato tra leva finanziaria e sostenibilità operativa (Castellan, 2024, p. 37). Nel contesto italiano, il buyout costituisce la tipologia prevalente, come confermato dai dati AIFI e dalle analisi empiriche che evidenziano impatti positivi su margini operativi, razionalizzazione gestionale e capacità di crescita (Mengassini, 2023, pp. 68-90).

Queste operazioni fanno leva su strategie raffinate di ingegneria finanziaria e modelli di governance capaci di valorizzare al massimo l'impresa acquisita. All'interno di questo scenario si delineano alcune varianti di rilievo: nel management buyout (MBO), ad esempio, è il team di gestione già presente a rilevare l'azienda con il supporto del fondo; nel management buy-in (MBI), invece, è un nuovo gruppo dirigente a subentrare.

In entrambi i casi, al centro vi è una forte sintonia tra chi guida l'impresa e chi vi investe, sostenuta da una struttura contrattuale articolata e costruita su misura (Buonomo, 2024, pp. 35-36). Capita spesso che operazioni come MBO e MBI diventino strumenti chiave nei momenti delicati della vita di un'impresa: nei passaggi generazionali, ad esempio, oppure quando si tenta di ripartire dopo una

crisi. In quei frangenti, la guida interna o il coinvolgimento di nuove figure manageriali può fare la differenza tra un semplice cambio di rotta e una vera rinascita.

Diverso, invece, è l'approccio del growth capital. Qui l'attenzione si concentra su aziende che stanno crescendo, che hanno già tracciato una direzione promettente ma non sono ancora pronte per affrontare il mercato dei capitali. L'investimento non punta al controllo, ma si inserisce in punta di piedi, in minoranza o in affiancamento, per sostenere quel passo in più: che sia rafforzare la struttura produttiva, aprirsi a nuovi mercati o consolidare la presenza all'estero.

Senza stravolgere gli equilibri, ma accompagnando l'impresa nel suo percorso naturale di sviluppo (Maryam Asabbane, 2024, p. 21). In questo contesto, il fondo tende a svolgere un ruolo che va oltre il semplice apporto di capitale: agisce come partner strategico, affiancando il management e contribuendo alla crescita attraverso un confronto costante e mirato.

Un'impostazione, questa, sempre più centrale nelle operazioni recenti, come dimostrano anche le scelte delle SGR italiane – Azimut in primis – orientate verso investimenti patient capital, capaci di generare valore nel tempo e coerenti con una visione sostenibile, attenta agli obiettivi ESG (Buonomo, 2024, p. 84). Queste operazioni si rivelano particolarmente efficaci per le imprese familiari o per quelle che attraversano una fase di passaggio, dove l'ingresso di capitali esterni non spezza l'equilibrio esistente, ma anzi ne amplifica lo slancio, fungendo da catalizzatore anziché da elemento di rottura.

Il venture capital, invece, segue una logica del tutto diversa. Si colloca all'origine del percorso di crescita di un'impresa, là dove tutto è ancora in divenire. È un intervento che abbraccia l'incertezza e scommette sul potenziale, piuttosto che su risultati consolidati. Il suo orizzonte è più ampio, i rischi più marcati, ma è proprio in questa esposizione che risiede la sua forza.

Il suo obiettivo è sostenere start-up e imprese nelle fasi iniziali, realtà spesso prive di storicità economica ma animate da idee scalabili e da una forte tensione all'innovazione (Gompers e Lerner, 2001, p. 3). Nel venture capital, l'asimmetria informativa tra chi finanzia e chi intraprende è un dato inevitabile, quasi strutturale. A colmarla non è tanto la fiducia cieca, quanto un insieme di strumenti pensati per ridurre l'incertezza e allineare gli interessi: una governance partecipe, capace di incidere davvero sulle decisioni; un investimento che procede per tappe — seed, early, later stage — in modo da calibrare il rischio passo dopo passo; patti costruiti su misura, adattabili al contesto; e, non da ultimo, meccanismi di incentivo che spingano entrambi gli attori nella stessa direzione (Zider, 1998). Le fonti esaminate mostrano un punto di vista condiviso: sebbene il venture capital rappresenti solo una parte contenuta, in termini di volumi, rispetto al private equity tradizionale, il suo impatto è tutt'altro che marginale.

Al contrario, si rivela decisivo là dove l'innovazione tecnologica è più intensa, contribuendo in modo concreto alla generazione di valore e al consolidamento degli ecosistemi imprenditoriali più dinamici (De Vincentis, 2023, cap. 3). Il buon esito di molte operazioni di venture capital dipende, in larga parte, dalla capacità di delineare con chiarezza sin dall'inizio una strategia di uscita efficace. Che si tratti di una quotazione in Borsa, di una cessione industriale o di un passaggio di quote a un altro fondo, ciò che conta è la precisione con cui si costruisce quel percorso che, un giorno, permetterà all'investitore di disimpegnarsi con successo.

Accanto a questa visione programmata e proiettata alla valorizzazione, esiste un approccio del tutto diverso ma altrettanto strategico: quello del turnaround financing.

Qui si entra in scena quando tutto sembra andare nella direzione opposta, ovvero in contesti segnati da crisi profonde, dove è necessario intervenire per rimettere in carreggiata l'impresa. Non si tratta solo di riportare equilibrio nei conti, ma di riscrivere il senso stesso dell'attività, rivedere le priorità operative, ripensare il posizionamento sul mercato.

E in questo ambito, la letteratura più recente lo conferma, i fondi di private equity riescono spesso meglio delle aziende pubbliche. Merito di una governance snella, di una visione manageriale orientata al risultato e di una capacità d'azione che non conosce i tempi dilatati della burocrazia (Harrigan e Wing, 2021, p. 7).

Questi interventi possono concretizzarsi in forme diverse: capitale di rischio, debito convertibile o strumenti ibridi. Spesso nascono da logiche opportunistiche, è vero, ma ciò non toglie che possano produrre effetti positivi, talvolta decisivi, sulla continuità dell'attività e sulla tutela dell'occupazione (Shem e Mupa, 2024). In Italia, questo tipo di operazioni assume un significato particolare quando si parla di PMI a conduzione familiare.

Si tratta, infatti, di realtà spesso fragili sotto il profilo patrimoniale, restie al cambiamento e legate a una visione imprenditoriale tradizionale. Eppure, proprio queste imprese, una volta superato lo stallo iniziale o una fase critica, riescono talvolta a sprigionare un potenziale industriale sorprendente, come se la crisi stessa ne avesse risvegliato la forza latente.

Quanto al secondary buyout, esso segna una sorta di passaggio di testimone tra fondi di private equity: l'impresa non viene né quotata in borsa né acquisita da un attore industriale, ma semplicemente trasferita da un fondo a un altro. E, sebbene a prima vista possa apparire come una strategia di rilancio o di ulteriore valorizzazione, i dati più recenti raccontano una realtà più disincantata: nella maggior parte dei casi, il motore di queste operazioni non è tanto la fiducia in una crescita futura, quanto piuttosto il bisogno, talvolta impellente, del fondo uscente di rientrare in tempi brevi della liquidità investita (Wang, 2012, p. 1307).

Pur spesso criticati per la loro natura prettamente finanziaria, gli SBO possono in alcuni casi segnare l'inizio di una nuova fase di sviluppo. Accade soprattutto quando il fondo subentrante non si limita a replicare quanto già fatto, ma introduce una visione più ampia, strategie orientate alla crescita e competenze in grado di arricchire e rafforzare l'impresa (Degeorge et al., 2016, p. 28). Tuttavia, la letteratura italiana più recente mostra come la performance post-SBO non sia significativamente superiore a quella degli initial buyout, suggerendo un uso tattico piuttosto che strategico di questo strumento (Mengassini, 2023, pp. 76-82). Quando si guarda al fenomeno degli SBO con occhi attenti alla dimensione regolatoria, emerge con chiarezza la necessità di interrogarsi non solo sull'efficienza con cui il capitale viene allocato, ma anche sul ruolo – sempre più cruciale – degli investitori istituzionali nel garantire un adeguato presidio.

La loro funzione di vigilanza non può più essere considerata accessoria: è, al contrario, parte integrante dell'equilibrio complessivo del sistema.

Alla fine, ciò che colpisce delle molteplici forme assunte dal private equity è la loro varietà profonda. Pur condividendo l'intento di generare valore, ogni operazione risponde a logiche proprie, rispecchiando strutture, finalità e tempi differenti.

Comprendere queste logiche non è un esercizio teorico, ma un passaggio necessario per cogliere le ripercussioni che tali strumenti possono produrre, non solo sulla singola azienda coinvolta, ma sull'intera trama economico-produttiva in cui essa è inserita. L'analisi comparata lo dimostra con forza: oggi più che mai, il private equity non può evolvere senza riconoscere l'interdipendenza tra strategie industriali, obiettivi finanziari e una visione sostenibile del valore nel tempo.

1.4. Gli attori del Private Equity

Nel mondo del private equity, la fitta rete di attori in gioco racconta molto della sua natura sfaccettata, dove dinamiche finanziarie, visioni strategiche e relazioni personali si intrecciano costantemente. Al centro di questo sistema si collocano le Società di Gestione del Risparmio (SGR), che ne rappresentano la struttura portante.

Come sottolinea Buonomo (2024), le SGR svolgono un ruolo essenziale: dalla raccolta dei capitali alla scelta delle imprese su cui puntare, fino al monitoraggio costante e alla successiva uscita dall'investimento. In questo processo diventano un vero punto di raccordo tra gli investitori istituzionali e le realtà imprenditoriali, guidando le scelte operative lungo direttrici che tengono insieme rendimento, qualità della governance e attenzione alla sostenibilità.

È una funzione complessa, come riconosciuto anche da autorevoli voci in dottrina, che mette in luce la centralità crescente di queste società nella costruzione di valore nel lungo periodo (Mengassini

2023, pp. 6-9), possono operare mediante veicoli contrattuali o statutari, configurandosi come soggetti intermediari professionali dotati di specifica autorizzazione regolamentare.

Questo ruolo è rafforzato dalla loro capacità di gestire fondi alternativi (AIF), regolati dalla direttiva AIFM, che ha rafforzato gli obblighi di trasparenza e controllo a tutela degli investitori (Buonomo, 2024, p. 26).

Accanto alle SGR, un aspetto cruciale che definisce l'architettura del private equity è la relazione tra Limited Partners (LP) e General Partners (GP). I primi, solitamente investitori istituzionali, mettono a disposizione il capitale; i secondi, invece, ne assumono la gestione operativa.

È un rapporto fondato sulla fiducia, ma anche su un equilibrio sottile — e spesso instabile — tra il bisogno di delegare e la necessità di mantenere un certo controllo (Visentin, 2017, p. 4). In questo spazio intermedio, non di rado, si insinua il rischio di moral hazard, inevitabile conseguenza della distanza tra chi detiene la proprietà e chi prende le decisioni.

L'analisi condotta da Pignataro nel 2022 mette in luce come i General Partner agiscano da veri e propri “proprietari attivi”, profondamente coinvolti nell'elaborazione delle strategie operative delle imprese in portafoglio. È un ruolo che va ben oltre la supervisione: si tratta di un intervento diretto, capace di orientare il percorso dell'azienda e di generare valore in modo tangibile.

Allo stesso tempo, il rapporto tra Limited Partner e General Partner, segnato da un'inevitabile asimmetria informativa e decisionale, ha spinto nel tempo verso la costruzione di architetture contrattuali sempre più raffinate. Tra queste, i performance fee — o carried interest — rappresentano una delle soluzioni più emblematiche, pensate per favorire un'effettiva convergenza d'interessi tra chi investe e chi gestisce (Fidanza, 2023, p. 33).

Un altro tassello importante in questo scenario è rappresentato dai business angels e dai family office. I primi sono persone con elevate disponibilità patrimoniali che scelgono di investire in imprese ancora nelle fasi iniziali del loro percorso. Ma il loro contributo non si limita all'apporto di capitali: spesso mettono in campo esperienza, visione strategica e una rete di contatti preziosa.

Come evidenziato (De Vincentis 2023, p. 30), ciò che li rende davvero determinanti è la capacità di accompagnare le start-up nel loro sviluppo, offrendo una guida che può fare la differenza. I family office, dal canto loro, sono strumenti d'investimento creati da famiglie con grandi patrimoni: agiscono con tempi più flessibili e con uno sguardo attento alla solidità e alla protezione del capitale, spesso privilegiando un approccio paziente e orientato alla continuità (Pignataro, 2022, p. 15). Come osserva anche Fidanza (2023), negli ultimi anni si sta delineando un'evoluzione significativa: i family office, in particolare in Italia, stanno ampliando sempre più la loro esposizione diretta nel private equity. Non si limitano più a un ruolo marginale, ma in alcuni casi agiscono come limited partner sofisticati, consapevoli e ben strutturati.

La loro presenza va oltre il semplice apporto di capitale: diventano spesso sponsor pazienti e affidabili, capaci di accompagnare le imprese in percorsi di crescita organica, sostenendone le strategie di lungo periodo anche quando il contesto si fa incerto o complesso.

Diversa, ma complementare, è la logica che anima il corporate venture capital.

Qui è l'interesse strategico a guidare l'investimento: le grandi imprese istituiscono fondi interni per acquisire partecipazioni in realtà innovative, spesso affini o funzionali al proprio core business, cercando così non solo un ritorno economico, ma anche un'occasione per alimentare dall'interno il proprio rinnovamento. Come è stato poi sottolineato (Gompers e Lerner, 2001), il CVC rappresenta una forma ibrida tra investimento finanziario e integrazione verticale, in cui il ritorno economico si coniuga con obiettivi di scouting tecnologico e sinergie operative.

Una dimensione complessa, in cui la logica del profitto si intreccia con la strategia industriale, dando luogo a una relazione dinamica tra impresa madre e start-up partecipata. Altri invece (Asabbane, 2023) evidenziano come tali forme di investimento siano oggi sempre più guidate da criteri ESG e dalla necessità di innovazione sostenibile, in linea con l'evoluzione del capitalismo industriale. Un orientamento che consente alle imprese sponsor di generare vantaggi competitivi difficilmente imitabili: dalla penetrazione in nuovi segmenti di mercato all'accesso privilegiato a tecnologie emergenti, spesso prima ancora che esse raggiungano la piena maturità (Visentin, 2017, p. 31).

Infine, incubatori e acceleratori stanno assumendo un ruolo sempre più centrale nel mondo del private equity, in particolare nelle sue fasi iniziali. Sono realtà organizzate che offrono molto più di un semplice sostegno logistico o finanziario: rappresentano, piuttosto, veri e propri spazi di crescita per le start-up, dove queste possono affinare la propria identità, accedere a reti di contatti strategici e prepararsi ad affrontare il mercato e gli investitori.

C'è chi (Mengassini 2023, p. 17) li considera elementi fondamentali nel generare opportunità di investimento per i fondi di venture capital, quasi fossero filtri capaci di individuare il potenziale e incanalarlo verso i canali giusti. Altri (Catto 2015, p. 41) insistono sulla loro capacità di accelerare il percorso imprenditoriale, riducendo le incertezze tipiche delle fasi iniziali e aumentando le possibilità che un'idea si trasformi in un'impresa solida e credibile.

Guardando al sistema nel suo insieme, emerge con chiarezza una funzione meno visibile ma decisiva: quella di selezionare e formare. È qui che si riduce il rischio percepito da parte degli investitori istituzionali, ed è proprio in questa riduzione dell'incertezza che si crea lo spazio per una crescita imprenditoriale realmente innovativa.

In definitiva, osservare da vicino l'architettura degli attori nel private equity significa entrare in un sistema articolato, dove ogni soggetto – con le sue competenze, strategie e finalità – contribuisce in modo determinante al funzionamento dell'intero ecosistema finanziario. Comprendere nel dettaglio

questi ruoli non serve solo a decifrare il modo in cui operano i fondi, ma diventa anche una chiave per interrogarsi, con maggiore consapevolezza, sui meccanismi che oggi regolano la creazione del valore nel capitalismo. È nell'intreccio dinamico tra istituzioni, individui e forme ibride che si misura, in fondo, la capacità del sistema non solo di generare ritorni economici, ma anche di sostenere innovazione, crescita e, almeno in prospettiva, uno sviluppo capace di guardare al lungo periodo.

1.5. La normativa di riferimento

Il private equity, per lungo tempo rimasto ancorato a prassi consolidate e a un'impostazione fortemente contrattuale, ha iniziato lentamente a cambiare volto. Negli ultimi vent'anni, si è fatto strada un processo regolatorio sempre più evidente, spinto dall'urgenza di tenere insieme due istanze solo in apparenza contrapposte: la libertà dei capitali e la necessità di regole.

Così, accanto all'apertura dei mercati, si è fatto spazio l'esigenza – sempre più pressante – di garantire trasparenza, protezione per gli investitori, stabilità complessiva del sistema. Ma, a differenza di altri settori della finanza regolata, qui il legislatore ha scelto un passo diverso. Piuttosto che imporre vincoli rigidi, ha cercato di costruire un terreno fertile, capace di sostenere la crescita senza soffocarla, rispettando la natura dinamica, quasi artigianale, di questo strumento.

Il vero impulso verso un sistema regolatorio condiviso è arrivato dall'Unione Europea. Non si è trattato di un'imposizione astratta, ma del tentativo – tutt'altro che semplice – di ricucire le differenze tra normative nazionali e dare coerenza a un panorama fin troppo frammentato.

A guidare questo processo è stata, in particolare, la Direttiva 2011/61/UE, conosciuta come AIFM Directive. Un intervento decisivo. Con essa, infatti, si è scelto di introdurre criteri comuni per l'autorizzazione, la vigilanza e la trasparenza dei gestori di fondi alternativi, compresi quelli attivi nel private equity. Non bastavano più approcci disomogenei o regole lasciate alla discrezionalità dei singoli Stati: serviva un linguaggio condiviso, una base minima – chiara, solida – che definisse l'assetto organizzativo, le politiche di gestione del rischio e il modo in cui comunicare con gli investitori. E proprio qui, in questa esigenza di equilibrio tra libertà operativa e tutela del sistema, si coglie il senso più profondo di quella direttiva (Buonomo, 2023, pp. 26–27). La direttiva persegue un duplice intento, chiaro e ambizioso al tempo stesso.

Da una parte, mira a garantire una protezione solida e consapevole per chi investe; dall'altra, prova a rimuovere quegli ostacoli che, nel tempo, hanno rallentato la libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico. In particolare, si cerca di colmare le lacune informative che da sempre penalizzano tanto gli investitori istituzionali quanto quelli retail, spesso lasciati ai margini da un sistema percepito come opaco o distante.

In questo quadro, l'Unione Europea ha affiancato alla direttiva AIFM alcuni strumenti mirati, pensati per dare linfa all'economia reale e offrire nuove opportunità di finanziamento alle piccole e medie imprese. Ne sono un esempio i fondi EuVECA, pensati per sostenere start-up e imprese innovative con alto potenziale di crescita, e i fondi ELTIF, orientati invece verso investimenti a lungo termine in attività poco liquide ma strategiche.

Tuttavia, la portata effettiva di questi strumenti non si misura solo sulla carta: tutto dipende, in ultima analisi, dalla volontà concreta del sistema bancario e delle società di gestione del risparmio di scommettere davvero su questi canali, rendendoli parte integrante della pratica finanziaria quotidiana (Buonomo, 2023, p. 28; AIFI, 2022, p. 5).

Mentre in Europa si muovevano i primi passi verso una regolamentazione più organica, anche l'Italia ha cercato, a modo suo, di costruire un impianto normativo che fosse all'altezza delle sfide poste dall'economia reale. L'idea di fondo era chiara: valorizzare il private equity come leva per sostenere lo sviluppo del Paese. Non è stato un percorso semplice, ma alcuni strumenti hanno cercato di aprire la strada.

Tra questi, i Piani Individuali di Risparmio – i cosiddetti PIR – meritano una menzione particolare. Nati con l'intento di orientare il risparmio privato verso investimenti a lungo termine, hanno puntato soprattutto su strumenti finanziari legati a società italiane non quotate, offrendo così uno spazio anche ai fondi di private equity. Una scommessa, certo, ma con una visione ben precisa: legare il destino dell'investimento individuale a quello dell'impresa, nella speranza che entrambi possano crescere insieme (De Buonomo, 2023, pp. 29–30; NEAFIDI, 2018, pp. 14–15). I PIR nascono anche con un obiettivo chiaro: avvicinare il risparmio delle famiglie al mondo produttivo, coinvolgendo direttamente gli investitori retail e riducendo quella storica dipendenza dal sistema bancario che ha a lungo caratterizzato il finanziamento delle PMI italiane.

È un cambio di prospettiva, che guarda a forme più dinamiche e diversificate di sostegno all'economia reale.

Questo orientamento si è poi naturalmente intrecciato con l'architettura normativa delineata dal Testo Unico della Finanza, che resta il perno regolatorio per quanto riguarda la gestione collettiva del risparmio. Qui entrano in gioco le SGR e gli OICR: due strutture fondamentali, senza le quali i fondi di private equity non avrebbero una cornice operativa definita. Il TUF ne traccia i contorni con precisione: stabilisce le possibili forme giuridiche dei fondi — che possono essere nati da un contratto o da uno statuto —, ne regola la costituzione, la vigilanza (affidata a Banca d'Italia e Consob), e disciplina a fondo il rapporto fiduciario tra gestore e sottoscrittori, tutelandone gli interessi attraverso obblighi di governance e informativa trasparente (Buonomo, 2023, pp. 30–33).

Oltre alla normativa primaria, nel tempo ha preso forma un insieme più fluido ma altrettanto incisivo di riferimenti: standard operativi, buone pratiche, indicazioni regolamentari come circolari, linee guida, raccomandazioni. Non si tratta solo di tecnicismi, ma di strumenti che nascono dal confronto tra gli attori del settore e che, spesso, si rivelano più agili ed efficaci nell'orientare le scelte concrete. In questo contesto, un ruolo di primo piano è stato assunto dall'AIFI – l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt – che ha saputo porsi come punto di contatto tra operatori, autorità di vigilanza e decisori pubblici. La sua azione ha inciso profondamente nel dare forma a una cultura dell'investimento fondata su consapevolezza, sostenibilità e trasparenza. Attraverso l'elaborazione di codici di condotta e modelli valutativi condivisi, AIFI ha accompagnato la progressiva maturazione e professionalizzazione dell'intero comparto (AIFI, 2022, pp. 3–4).

Questo assetto regolatorio, per quanto già articolato, resta ancora in divenire. Il private equity, infatti, è una realtà fluida, che cambia forma nel tempo e si adatta al contesto, mutando sia nei protagonisti — dalle SGR ai family office, fino agli investitori istituzionali e ai club deal — sia negli strumenti operativi, come FIA, SPAC, PIR o fondi di fondi. È un terreno complesso, dove la normativa non può mai dirsi definitivamente compiuta: richiede aggiornamenti continui, capacità di lettura trasversale e un equilibrio delicato tra le esigenze del diritto europeo e quelle dell'ordinamento nazionale. In questo scenario, la regolazione smette di essere percepita come un ostacolo. Diventa, piuttosto, uno strumento propulsivo: un mezzo per accompagnare il private equity nei suoi intrecci con la politica industriale, l'economia reale, l'innovazione tecnologica e le sfide — sempre più urgenti — della transizione sostenibile (Visentin, 2017, pp. 15–17).

1.5.1 Direttiva AIFM, Fondi EuVECA ed ELTIF e Piani Individuali di Risparmio (PIR)

L'evoluzione normativa del private equity in Europa ha trovato un punto di svolta nella Direttiva 2011/61/UE, dedicata ai gestori di fondi di investimento alternativi e fù in quel momento che il settore ha cominciato a prendere una forma più compiuta, non più solo per prassi o consuetudine, ma dentro un disegno normativo capace di tenere insieme esigenze diverse: trasparenza, stabilità finanziaria, protezione degli investitori. Il recepimento italiano, avvenuto con il D.Lgs. n. 44 del 2014, ha dato concretezza a questa visione, introducendo regole più severe per le società di gestione: autorizzazioni, soglie patrimoniali, controlli sui rischi, obblighi informativi. Non si trattava solo di tecnicismi: si trattava — e si tratta tuttora — di responsabilità. Di un modo nuovo di intendere la gestione collettiva del risparmio, più consapevole, più esposta, ma anche più solida (Buonomo, 2024, p. 26). L'attuazione nazionale si è arricchita delle disposizioni regolamentari emanate da Banca d'Italia e

Consob, chiamate a definire con precisione i parametri tecnici su temi cruciali come la governance, le politiche di remunerazione, i conflitti di interesse e i meccanismi di controllo interno.

All'interno di questo quadro, la figura del gestore emerge con forza, non solo come soggetto operativo, ma anche come snodo fondamentale della vigilanza prudenziale. È a lui che spetta il compito di aderire a standard sovranazionali rigorosi in materia di due diligence, valutazione, governance e trasparenza informativa. Un impegno che non si esaurisce nel rispetto formale delle regole, ma che si colloca in una prospettiva di sorveglianza anticipatoria, orientata a prevenire le criticità prima ancora che si manifestino (De Vincentis, 2023, p. 21). La direttiva ha introdotto, tra le novità più incisive, un sistema di passaporto europeo: una misura che consente a un gestore autorizzato in uno Stato membro di operare in tutto il territorio dell'Unione. Una scelta che va nella direzione di una vera integrazione dei mercati dei capitali, superando i confini nazionali con un passo concreto.

Accanto a questo, il legislatore ha cercato di rispondere a un'esigenza annosa: facilitare l'accesso al capitale di rischio per le piccole e medie imprese europee. Lo ha fatto attraverso due strumenti specifici, pensati per dialogare tra loro senza sovrapporsi: i fondi EuVECA e gli ELTIF. I primi, introdotti con il Regolamento (UE) n. 345/2013, sono nati per sostenere startup e imprese in crescita, offrendo agli investitori qualificati un canale diretto verso realtà non quotate ma promettenti.

La loro forza sta nella semplicità: meno burocrazia, regole operative più leggere, maggiore libertà nella composizione del portafoglio. Il tutto, però, entro un perimetro ben definito, che vincola l'uso delle risorse agli scopi originari del fondo (Buonomo, 2024, p. 28). Diversamente, gli ELTIF – nati con il Regolamento (UE) n. 2015/760 e rivisti nel 2023 con l'introduzione del cosiddetto ELTIF 2.0 – sono strumenti pensati per indirizzare i capitali verso investimenti illiquidi e di lungo periodo, come infrastrutture, private equity o forme di credito alternative al sistema bancario.

La vera novità, tuttavia, risiede nell'apertura agli investitori retail, resa possibile grazie a un impianto normativo che, pur più esigente sotto il profilo informativo e consulenziale, mira a tutelare l'accesso consapevole a mercati tradizionalmente riservati a soggetti istituzionali (AIFI, 2022, p. 16-17).

Un ruolo di particolare rilievo è stato assunto dai Piani Individuali di Risparmio (PIR), introdotti in Italia con la Legge di Bilancio del 2017 e successivamente oggetto di vari interventi correttivi. Si tratta, in sostanza, di uno strumento pensato per orientare la fiscalità in modo strategico a sostegno dell'economia reale. La logica è chiara: offrire un incentivo fiscale – esenzione da capital gain, dividendi e imposte di successione – a chi, tra gli investitori retail, sia disposto a mantenere l'investimento per almeno cinque anni, destinando una parte significativa del proprio portafoglio a piccole e medie imprese italiane.

Nel tempo, l'impatto dei PIR è stato disomogeneo, anche a causa delle frequenti revisioni normative che ne hanno rallentato lo slancio iniziale. Eppure, nonostante queste discontinuità, i PIR hanno contribuito a canalizzare risorse verso fondi chiusi, gestiti da SGR con una solida specializzazione nel mid-market. Un canale, questo, che si è rivelato prezioso per avvicinare il risparmio privato al tessuto produttivo del Paese (Mengassini, 2023, p. 14).

Il quadro normativo che si delinea, pur articolato su più livelli, lascia intravedere una sintonia crescente tra iniziative europee e incentivi nazionali.

Un segnale incoraggiante, certamente. Ma non privo di ombre. Restano infatti nodi strutturali tutt'altro che trascurabili. La mancata armonizzazione fiscale tra gli Stati membri, ad esempio, continua a frenare l'efficacia del passaporto europeo, limitando di fatto l'appel transfrontaliero dei veicoli alternativi. E poi c'è la questione, non meno rilevante, della complessità: procedure autorizzative articolate e obblighi informativi onerosi finiscono per ostacolare l'accesso al mercato, soprattutto per gli operatori più piccoli, che faticano a reggere il peso di un sistema così esigente (Visentin, 2017, p. 16).

Serve, oggi più che mai, un quadro normativo più solido e coerente, capace di rendere l'accesso più semplice e al tempo stesso di rafforzare la competitività dell'intero sistema, nel solco tracciato dall'Unione dei mercati dei capitali. In questo contesto, l'apertura verso strumenti più inclusivi – penso agli ELTIF destinati al pubblico retail, o ai cosiddetti fondi “democratici” sostenuti da realtà dinamiche come Azimut – appare come una risposta concreta a un'esigenza ormai evidente: attrarre capitali pazienti, capaci di sostenere davvero l'economia reale.

Una risposta che prova a tenere insieme tre dimensioni non sempre facili da far convivere – rendimento, sostenibilità, accessibilità – ma che oggi rappresentano il cuore stesso di una finanza più moderna e responsabile (Buonomo, 2024, p. 89). La regolamentazione europea rivela con chiarezza la propria ambizione: non più concepire il private equity come uno strumento riservato agli investitori istituzionali, ma farne un vero e proprio motore sistemico, capace di indirizzare il risparmio verso un'allocazione più efficiente e concreta all'interno del tessuto produttivo europeo.

1.5.2 Quadro normativo italiano

Il quadro normativo italiano che riguarda il private equity si muove su più livelli. Prende le mosse dai principi europei e ne segue i regolamenti, ma nel tempo ha trovato una sua forma, un equilibrio tutto proprio. Negli ultimi vent'anni, infatti, si è delineato un sistema che cerca di tenere insieme due esigenze fondamentali: da un lato, la protezione del risparmio; dall'altro, il bisogno – sempre più urgente – di rafforzare la struttura finanziaria di un'economia fatta, per lo più, di piccole e medie imprese. Il punto di riferimento resta il Testo Unico della Finanza (TUF, D.Lgs. n. 58/1998), che ha recepito la direttiva AIFM e regola l'attività dei gestori collettivi. In questo contesto, fissa le condizioni per dar vita, gestire e distribuire gli OICR, compresi quelli pensati specificamente per operazioni di private equity (Buonomo, 2023, p. 26).

Al centro di questo sistema ci sono le Società di Gestione del Risparmio (SGR), realtà autorizzate dalla Banca d'Italia e sottoposte a un'attenta vigilanza congiunta insieme alla Consob. A loro è affidata la responsabilità di gestire fondi chiusi, siano essi riservati o destinati al pubblico. Hanno la possibilità di operare scegliendo tra la forma contrattuale e quella statutaria, sempre nel rispetto di modelli istituzionali improntati alla chiarezza e alla regolamentazione (Buonomo, 2023, pp. 30–31). Le Società di Gestione del Risparmio sono tenute a rispettare requisiti rigorosi, sia sotto il profilo patrimoniale che organizzativo e procedurale. Non si tratta di mere formalità: queste regole hanno un senso profondo, perché mirano a garantire, innanzitutto, una netta separazione tra il patrimonio della società e quello degli investitori. È un principio di tutela essenziale.

Allo stesso tempo, si impone un livello elevato di attenzione nella gestione del rischio e nella qualità dei rapporti con i clienti, affinché ogni scelta sia improntata a trasparenza, equilibrio e responsabilità (De Vincentis, 2023, pp. 22–25).

Negli ultimi anni, il legislatore italiano ha provato a spingere con più decisione verso l'accesso al private capital. Non con grandi proclami, ma introducendo strumenti concreti, pensati per incentivare l'incontro tra risparmio e impresa. Uno di questi, forse il più emblematico, è rappresentato dai PIR — i Piani Individuali di Risparmio — introdotti nel 2017. L'idea è semplice: offrire un beneficio fiscale a chi sceglie di investire, almeno in parte, nelle PMI italiane.

Poi, qualcosa è cambiato. Nel 2021, con l'introduzione dei “PIR alternativi”, lo sguardo si è allargato anche agli investimenti meno liquidi. Penso ai fondi ELTIF, alle società non quotate — a tutto quel mondo che spesso resta ai margini del mercato tradizionale.

È stato un passo importante, perché ha permesso di far confluire nuovi capitali proprio lì dove ce n'è più bisogno. In fondo, è anche così che si rafforza un sistema economico: creando ponti tra chi cerca opportunità e chi ha bisogno di essere sostenuto per crescere davvero (Azimut Direct, 2023).

Un tratto peculiare del panorama italiano è rappresentato dalla spinta verso strumenti di debito dedicati alle PMI, tra cui spiccano i minibond. Introdotti con il Decreto Sviluppo (D.L. 83/2012) e successivamente valorizzati dal Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013), questi strumenti hanno aperto una via alternativa al credito bancario tradizionale.

Ma non solo. Hanno anche favorito un terreno fertile per l'incontro tra fondi di private equity e operatori di private debt, dando forma a dinamiche di finanziamento più articolate, in cui la sinergia tra attori diversi diventa leva di crescita e stabilità (NEAFIDI, 2018, pp. 12–15).

Negli ultimi anni, anche in Italia, si avverte un'attenzione sempre più viva verso i criteri ambientali, sociali e di governance, i cosiddetti ESG. Non siamo ancora arrivati al punto in cui questi principi trovano spazio obbligatorio nei regolamenti dei fondi, è vero. Ma qualcosa si sta muovendo.

Le linee guida dei Principles for Responsible Investment, nate su scala internazionale, iniziano a essere adottate da un numero crescente di operatori. In molti casi, è la spinta degli investitori istituzionali a fare la differenza. E così, anche senza un vincolo formale, la dimensione etica e sostenibile dell'investimento comincia a radicarsi, silenziosamente ma con forza (Visentin, 2017, pp. 17–19).

Sul versante normativo, continuano a farsi sentire alcune fragilità: i tempi lunghi dei procedimenti autorizzativi, una certa opacità che ancora circonda la disciplina di strumenti finanziari ibridi, e un'armonizzazione fiscale che fatica a stare al passo con le direttive europee. Si tratta di nodi tutt'altro che secondari, soprattutto se si considera la necessità di offrire un quadro chiaro e competitivo agli operatori del settore. A ciò si aggiunge un altro limite evidente: i fondi orientati al retail stentano ancora a decollare, nonostante rappresentino una chiara opportunità per rendere più inclusivo e accessibile l'universo degli investimenti alternativi.

Eppure, guardando il quadro d'insieme, è innegabile che il diritto italiano del private equity abbia compiuto passi avanti notevoli. Ha cercato — non senza fatica — di trovare un equilibrio tra la dinamicità dei mercati, l'attrazione di capitali e il sostegno concreto alla crescita delle imprese. In questo processo, il ruolo delle autorità nazionali — dal Ministero dell'Economia e delle Finanze alla Banca d'Italia — è stato ed è tuttora decisivo: orientano, regolano, vigilano. Ma soprattutto disegnano i confini entro cui l'innovazione può muoversi senza compromettere la tenuta del sistema. Ed è proprio questo, oggi, il vero banco di prova: tenere insieme apertura e sicurezza, sperimentazione e regole. Perché solo su questa linea sottile il private equity potrà affermarsi davvero come motore di crescita stabile e duratura per il tessuto economico italiano.

1.6 Le fasi operative di un'operazione di Private Equity

L'attività di private equity non è mai un'operazione puramente tecnica. Dietro ogni investimento si cela un processo complesso, stratificato, che richiede non solo capitali, ma visione, competenze trasversali e una notevole capacità di lettura del contesto. A differenza di altre forme di finanza alternativa, qui non basta l'apporto economico: conta – forse più di tutto – la qualità dell'intervento, la coerenza delle scelte strategiche, la capacità di costruire valore nel tempo.

Non si tratta, insomma, di un semplice passaggio di risorse da un soggetto a un altro. È un percorso che comincia con l'ingresso nel capitale e prosegue con un accompagnamento costante dell'impresa, passo dopo passo, fino alla fase di disinvestimento. Ogni fase – dalla due diligence alla definizione della governance, fino alla strategia di uscita – implica un'interazione profonda tra dimensione finanziaria, aspetti legali, operativi e direzionali. E questo intreccio non è mai casuale.

Il private equity, in fondo, è un lavoro sul potenziale: sull'intuizione di ciò che un'impresa può diventare, se guidata e sostenuta nel modo giusto. È qui che si gioca la vera sfida, e forse anche il suo valore più autentico.

Il metodo seguito dalle società di gestione, che si tratti di realtà internazionali o domestiche, si sviluppa in tre momenti fondamentali. Si parte dalla fase in cui l'operazione viene pensata e strutturata: è qui che si delineano obiettivi, strategie e modalità di intervento. Poi si entra nel vivo, con la negoziazione e la formalizzazione dell'investimento, dove l'idea prende forma concreta. Infine, si apre la fase forse più delicata: quella della partecipazione attiva alla vita della società target, che accompagna la gestione fino alla scelta della via d'uscita.

Sebbene ciascuna fase risponda a esigenze diverse e impieghi strumenti specifici, tra loro non c'è mai vera cesura: sono passaggi che si richiamano l'un l'altro, legati da una logica coerente che restituisce l'immagine di un percorso unico, coeso e in continua evoluzione (Buonomo, 2023, pp. 46-55).

Di solito, tutto comincia con la fase di fund raising. È in questo momento che il general partner si mette in moto per raccogliere capitali, rivolgendosi a investitori istituzionali, family office, fondazioni o persino fondi sovrani. Il percorso si snoda attraverso strumenti ormai consolidati, come il private placement memorandum, e prende forma concreta grazie a roadshow pensati su misura, mirati a costruire fiducia e interesse intorno al progetto (Mengassini, 2023, p. 27).

Parallelamente si sviluppa la fase di sourcing delle opportunità di investimento, con attività di screening e analisi preliminare delle imprese target, selezionate secondo criteri di potenziale di crescita, posizionamento competitivo e compatibilità con la strategia del fondo (Buonomo 2023, p. 51). In questo scenario, la stesura di un business plan, condiviso tra i soci fondatori e gli investitori, diventa un elemento strategico di fondamentale importanza.

Non si tratta semplicemente di un documento che delinea proiezioni economico-finanziarie, ma di uno strumento cruciale per la negoziazione e la valutazione, capace di orientare le decisioni e le strategie future (Maryam Asabbane, 2023, pp. 43-46).

La seconda fase si trova nel punto di incontro tra l'analisi tecnica e giuridica e la formalizzazione contrattuale dell'intera operazione. Qui entra in gioco la due diligence, un momento fondamentale per scoprire rischi nascosti e valorizzare correttamente gli asset dell'impresa. È anche il momento in cui l'accordo prende forma, attraverso la stesura dei contratti di investimento, l'inserimento di clausole di earn-out e la progettazione di strumenti di incentivazione come i management package (Buonomo, 2023, pp. 51). Questa fase si conclude con il closing, il momento in cui l'operazione trova il suo compimento giuridico. È l'ingresso formale del fondo nel capitale dell'impresa, un passaggio che sancisce l'inizio di una nuova fase. Spesso, in parallelo, vengono definiti anche i patti parasociali, strumenti che regolano la governance e le modalità con cui verranno prese le decisioni, delineando le dinamiche future tra i soci (Pignataro, 2022, pp. 45-48).

L'ultima fase segna il passaggio decisivo verso quella che possiamo davvero definire la relazione tra il fondo e l'impresa. È qui che entra in gioco la gestione attiva della partecipazione. In questa fase, il private equity non si limita a un ruolo passivo, ma diventa protagonista, influenzando direttamente la governance e le scelte strategiche dell'impresa.

Gli interventi, che possono spaziare da aspetti organizzativi a finanziari, talvolta anche industriali, non sono solo correttivi, ma trasformativi, pensati per guidare l'impresa verso un nuovo equilibrio e una crescita sostenibile. È un impegno che va oltre il capitale, perché riguarda la direzione stessa dell'azienda (Scolavino, 2019, p. 67). Questa attività si sviluppa su un arco di tempo che si estende per anni, un periodo in cui il fondo rimane costantemente impegnato nel monitorare le performance. La fase di uscita, delicata e cruciale, viene preparata con grande attenzione, adattando le strategie di disinvestimento alle mutevoli condizioni di mercato, al progresso della società e alla valorizzazione del capitale investito (Degeorge et al., 2016, p. 1320; Wang, 2012, p. 1317).

La vera sfida nel private equity sta nel saper orchestrare con maestria l'intero ciclo dell'operazione, dalla raccolta fondi al disinvestimento. È proprio questa capacità di gestire ogni fase con precisione che ne fa il cuore pulsante del successo, distinguendo chi sa come affrontare ogni passo da chi, invece, rischia di inciampare lungo il percorso (Fidanza, 2021, pp. 52-54).

1.6.1 Costituzione e strutturazione dell'operazione

La fase di costituzione e strutturazione di un'operazione di private equity è il cuore pulsante dell'intero ciclo di investimento. È in questo momento che si traccia la rotta, si definiscono gli obiettivi e si gettano le basi per il successo futuro. Non è un semplice avvio: è un passo fondamentale che influenzerà ogni sviluppo successivo, dalla valutazione delle opportunità alla creazione di valore. Questo processo si sviluppa in tre momenti distinti, ma profondamente intrecciati: il fund raising, la selezione della società target e la redazione del business plan. Ognuno di essi gioca un ruolo cruciale nel plasmare l'operazione, con una visione chiara e mirata fin dall'inizio.

Il fund raising è il processo attraverso cui un gestore, generalmente una Società di Gestione del Risparmio (SGR) o una limited partnership, raccoglie capitali da investitori istituzionali, high net worth individuals o entità pubbliche e private per creare un veicolo di investimento. La strategia alla base di questa raccolta si basa su una proposta di valore chiara, che delinea il posizionamento del fondo, l'orizzonte temporale, le classi di attivi prescelte e gli obiettivi di rendimento da raggiungere. Come osservato (Buonomo 2024, p. 46), il fundraising non è un'attività che può essere affrontata senza una solida struttura giuridica. È infatti regolato da una serie di documenti complessi, come il Private Placement Memorandum (PPM), il Limited Partnership Agreement (LPA) e la subscription agreement, che stabiliscono con precisione i rapporti tra il gestore e gli investitori.

Tuttavia, oltre agli aspetti tecnici, ciò che realmente fa la differenza è la fiducia: la fiducia nella competenza del team di gestione, la trasparenza del modello operativo e la reputazione dell'organismo promotore. Sono questi gli elementi che, più di ogni altra cosa, determinano il successo di un'iniziativa di raccolta fondi (Mengassini, 2023, p. 27).

L'efficacia del fundraising, infatti, non si limita semplicemente alla raccolta di fondi. È strettamente legata alla reputazione consolidata nel tempo, a quella capacità di generare fiducia che solo un solido track record può garantire. Non è solo una questione di numeri, ma di relazioni durature. La vera sfida sta nel coinvolgere investitori istituzionali, convinti non solo dall'immediato, ma anche dalla promessa di un impegno a lungo termine (Catto 2015, p. 29).

Una volta creato il fondo, si passa alla fase di deal sourcing e alla selezione della società target. Inizia così il lavoro del gestore, che costruisce una pipeline di potenziali operazioni, spesso attraverso un'attività di scouting mirato e proattivo. Questo processo si avvale di una rete di advisor, intermediari e database settoriali, strumenti che aiutano a individuare le opportunità più promettenti.

La valutazione si basa su fattori fondamentali: la coerenza strategica, l'attrattività del settore, il potenziale di crescita, la solidità del management e la capacità di introdurre leve finanziarie e operative per far crescere ulteriormente l'impresa. Secondo alcuni autori (De Vincentis 2023, p. 21),

la qualità di una target si valuta anche in base alla sua compatibilità con il profilo di rischio e rendimento atteso dagli investitori, nonché alla capacità dell'impresa di generare valore nel medio periodo, ossia nei 4-7 anni successivi. Altri, però, mettono in evidenza come la selezione delle imprese stia progressivamente orientandosi verso metriche ESG e logiche di impatto, in sintonia con i principi del value investing sostenibile.

Un esempio concreto di questa tendenza si riscontra nell'approccio di Azimut SGR, che, nella progettazione dei propri fondi, favorisce imprese con un forte potenziale di crescita settoriale, ma anche con una solida capacità di adattarsi alle sfide legate alla transizione digitale e ambientale (Buonomo, 2024, p. 84).

Alla fine della fase istruttoria, si arriva alla stesura del business plan, che diventa il cuore pulsante dell'intera operazione. Questo piano non è solo un documento, ma una visione del futuro, una proiezione che delinea come l'impresa target si evolverà dal punto di vista economico e finanziario. È su di esso che si fonda la valutazione della società, la scelta della struttura finanziaria dell'investimento e la costruzione delle clausole contrattuali. Il business plan, infatti, raccoglie e integra molteplici elementi: analisi di mercato, piani di crescita, strategie operative, ma anche stime precise su EBITDA, flussi di cassa, ritorni attesi e l'utilizzo della leva finanziaria. Un lavoro complesso, ma imprescindibile per orientare le scelte future e dare sostanza all'intera operazione. Come sottolineato da alcuni (Asabbane 2023, p. 36), un business plan di successo non si limita a tracciare un percorso unidimensionale, ma riesce a cogliere sia le opportunità interne (come il miglioramento delle efficienze operative e l'incremento della marginalità), sia quelle esterne (ad esempio, attraverso acquisizioni, espansione geografica o digitalizzazione).

La sua stesura, infatti, nasce da un confronto continuo e profondo tra il team di investimento e il management dell'impresa target, supportati da consulenti strategici e legali. Questo dialogo, intrinseco e dinamico, è la chiave per creare una visione solida e realizzabile (Mengassini, 2023, p. 54). Il business plan non è solo uno strumento che segna l'inizio di un percorso, ma assume anche una funzione fondamentale di benchmarking interno.

Con il passare del tempo, infatti, offre la possibilità di monitorare costantemente il progresso verso gli obiettivi prefissati. Questo non solo permette di misurare i risultati, ma anche di adattare le decisioni strategiche in corso d'opera, affinando la direzione a mano a mano che emergono nuove necessità e opportunità (Catto, 2015, p. 34).

In un mercato tanto competitivo quanto regolato, la chiave per il successo risiede nella qualità con cui si avvia e si struttura ogni operazione. È questo l'elemento che, più di ogni altro, consente di collocare un investimento nel contesto giusto, massimizzando le opportunità che si presenteranno nelle fasi successive. Un aspetto che viene messo in evidenza anche nel documento redatto da Borsa

Italiana (s.d.), dove si sottolinea come il rispetto delle migliori pratiche giuridiche, finanziarie e strategiche fin dall'inizio dell'investimento possa davvero fare la differenza nel panorama del private equity, sia a livello italiano che europeo.

La pianificazione accurata, unita a una scelta oculata della target e a un piano industriale solido e sostenibile, non sono semplicemente passaggi tecnici: sono la base indispensabile su cui costruire valore durante l'intero ciclo di vita dell'investimento.

1.6.2 Analisi, negoziazione e perfezionamento dell'investimento

L'analisi, la negoziazione e il perfezionamento dell'investimento rappresentano un momento cruciale nel percorso del private equity. Si tratta di una fase complessa, dove la tecnica si intreccia con decisioni strategiche che vanno ben oltre i numeri. È un processo che unisce valutazioni economiche e finanziarie, costruzione di accordi contrattuali e abilità nel negoziare, in un gioco continuo di equilibri. Il passaggio dalla selezione della target al closing non è mai lineare: richiede un'attenzione meticolosa ai dettagli, una comprensione profonda dell'azienda in cui si investe e, forse ancora più importante, la capacità di gestire i rischi, che siano informativi, legali o operativi.

Ogni passo va calibrato, perché è lì che si gioca una parte significativa del successo dell'operazione. Il primo passo in questa fase è la due diligence, un processo che va ben oltre la semplice verifica tecnica. Si tratta di un'indagine profonda, che esplora la solidità economica, patrimoniale, legale e fiscale della società target. La sua funzione non è solo quella di raccogliere dati, ma di orientare ogni decisione successiva: dalla determinazione del prezzo alla definizione delle clausole contrattuali, fino alla pianificazione dell'intervento per creare valore.

È grazie a questo processo che possiamo scoprire eventuali passività nascoste, rischi reputazionali o vincoli regolatori che, se ignorati, potrebbero mettere a rischio l'intera operazione. Un passo necessario, ma delicato, che richiede attenzione per ogni sfumatura. La letteratura specializzata ci mostra come la due diligence si distribuisca su vari ambiti. Si parte dalla verifica degli asset, che comprendono sia quelli materiali che immateriali, per poi passare alla revisione dei contratti attivi, fino ad arrivare alla valutazione dei processi produttivi e delle competenze manageriali.

Ogni area si intreccia, creando un quadro complesso che va ben oltre una semplice analisi superficiale (Buonomo, 2023, pp. 54-55; Mengassini, 2023, p. 33).

Il processo di due diligence si inserisce in modo naturale nel cuore della negoziazione, dove il fondo di private equity, con l'appoggio dei suoi advisor legali e finanziari, si confronta con le altre parti per

definire i contorni dell'acquisizione. È una trattativa che non riguarda solo il prezzo, ma che tocca tutta una serie di aspetti delicati. Le trattative si sviluppano su più livelli, coinvolgendo non solo il fondo e il management della target, ma anche i soci uscenti, le banche che finanziano l'operazione e, in alcuni casi, altri coinvestitori.

La definizione dei contratti di investimento, con la loro firma, non è altro che il risultato di un continuo scambio che abbraccia una varietà di clausole: dagli aggiustamenti di prezzo (come gli *earn-out*) alle garanzie e indennità, fino ai patti di non concorrenza e agli accordi sulla governance futura. Ogni decisione, ogni clausola, è il frutto di un delicato equilibrio, che va ben oltre la mera cifra dell'acquisto (Mengassini, 2023, pp. 34-35). Parte della dottrina osserva che la formalizzazione delle garanzie in sede contrattuale costituisce uno strumento essenziale per la gestione del rischio *post-closing* (De Vincentis, 2023, p. 29).

Un aspetto fondamentale nell'organizzazione di un'operazione è la firma dei patti parasociali, che regolano le dinamiche interne tra i soci. Questi accordi stabiliscono diritti di voto, modalità decisionali, limiti alla trasferibilità delle quote e condizioni di *co-vendita*, come le clausole *drag-along* e *tag-along*. In pratica, i patti parasociali sono strumenti essenziali per garantire la stabilità del gruppo societario e per proteggere gli interessi del fondo, soprattutto quando quest'ultimo detiene una partecipazione di minoranza. In effetti, questi accordi si configurano come un meccanismo di governance raffinato, pensato per bilanciare il potere decisionale tra il fondo e gli imprenditori, creando una base solida per un'alleanza equilibrata (Catto, 2015, p. 37).

Il *closing* segna il culmine di un lungo processo negoziale, il momento in cui le partecipazioni vengono finalmente trasferite e il capitale messo in gioco. È un passaggio decisivo, che non avviene in un istante, ma è preceduto da una serie di atti fondamentali: il contratto di compravendita, quello di investimento, i patti parasociali e, se necessario, gli accordi su eventuali linee di finanziamento. È proprio in questa fase che si concretizzano le condizioni sospensive, come il *via libera* delle autorità regolatorie o il buon esito della *due diligence*, determinando il completo svolgimento dell'accordo (Buonomo, 2023, pp. 58-60).

Parte della letteratura segnala come il *closing* sia un evento ad alta densità tecnica, che richiede coordinamento tra le controparti e competenza nell'armonizzazione di profili legali, fiscali e finanziari (Pignataro, 2022, p. 53).

Un altro aspetto fondamentale riguarda la valutazione della società target, che si affina attraverso i risultati della *due diligence* e le previsioni del piano industriale. Il prezzo finale viene determinato utilizzando diversi metodi, tra cui l'*Enterprise Value/EBITDA* e il *Discounted Cash Flow*, affiancati da un'analisi comparativa con operazioni simili nel settore (Pignataro, 2022, p. 49). Strumenti come

il vendor loan e l'earn-out consentono di adattare il prezzo alle performance future dell'azienda, riducendo così l'asimmetria informativa e condividendo il rischio con il venditore.

L'approccio adottato nella strutturazione contrattuale dell'investimento si fonda su una logica economica che cerca di equilibrare due esigenze fondamentali: proteggere l'investitore e incentivare il management. In questo contesto, diversi studi evidenziano come i fondi includano spesso nel contratto clausole di retention, diritti di uscita privilegiati e meccanismi di governance condivisa. Questi strumenti hanno l'obiettivo di allineare gli interessi degli investitori finanziari con quelli degli attori industriali, creando così un terreno comune che favorisca la crescita e il successo dell'impresa (Mengassini, 2023, p. 39).

In sintesi, la fase di analisi, negoziazione e perfezionamento dell'investimento si presenta come un punto di incontro cruciale tra la strategia e gli aspetti giuridico-operativi del private equity. Non si tratta solo di un passaggio tecnico, ma della base sulla quale si costruirà la futura creazione di valore. Questo momento riflette un processo complesso, dove le logiche finanziarie, i vincoli legali e le considerazioni industriali si intrecciano, rendendo il private equity uno strumento di grande sofisticazione, capace di una negoziazione fine e mirata (Pignataro, 2022, p. 53).

1.6.3 Gestione della partecipazione e disinvestimento

Nel contesto del private equity, il periodo che va dalla gestione della partecipazione al disinvestimento è senza dubbio il più significativo. È il punto in cui il fondo, da una parte, si concentra sull'attuazione di strategie per creare valore e, dall'altra, si prepara alla valorizzazione dell'uscita dal capitale. Un momento ricco di complessità, dove le scelte non si riducono solo a numeri e piani finanziari, ma riflettono un continuo dialogo tra obiettivi strategici, operazioni concrete e valutazioni economiche. Qui, non si tratta solo di ottimizzare il ritorno sugli investimenti, ma di garantire che il cambiamento che viene attuato nell'azienda possa essere sostenibile nel lungo termine. La gestione attiva della partecipazione è ciò che distingue il private equity dalle altre forme di finanziamento. Non è semplicemente una questione di capitali investiti, ma di un controllo operativo che, pur essendo minoritario in termini di quote, gioca un ruolo fondamentale nella governance dell'impresa (Buonomo, 2023, pp. 61-63).

Il monitoraggio dell'impresa target si sviluppa su diverse linee, che vanno dalla revisione costante degli indicatori economico-finanziari, alla partecipazione attiva ai comitati strategici, fino al controllo delle performance manageriali e all'introduzione di processi di miglioramento operativo.

Ogni passo di questa ingegneria gestionale ha come obiettivo ottenere risultati concreti, influenzando direttamente la marginalità, la crescita dimensionale e l'efficienza dei flussi di cassa. Un approccio che non solo valuta, ma incide sul cuore stesso dell'azienda, puntando a risultati tangibili e misurabili (Mengassini, 2023, pp. 38-44). Le leve fondamentali che vengono messe in campo spaziano dall'organizzazione interna alla razionalizzazione dei processi produttivi, dalle trasformazioni digitali all'integrazione verticale. Non manca, in molti casi, l'apertura a nuovi mercati internazionali.

In questo contesto, è la competenza specifica dei general partner, unita alla loro capacità di promuovere una cultura orientata alla performance, a fare davvero la differenza nel guidare il cambiamento (Pignataro, 2022, p. 45).

La questione centrale riguarda la scelta della strategia di disinvestimento, un passo delicato che può seguire diverse strade. Si può optare per la quotazione in borsa, la vendita industriale, un riacquisto da parte dei soci originali, o una cessione a un altro fondo di private equity.

Ognuna di queste opzioni presenta i propri pro e contro. Le IPO, ad esempio, sono senza dubbio la soluzione più prestigiosa, ma anche la più complessa e rischiosa. Sono infatti efficaci solo quando l'impresa ha raggiunto una dimensione, una stabilità e una trasparenza gestionale tali da poter soddisfare le rigide richieste del mercato regolamentato (Scolavino, 2019, pp. 47-50). In Italia, tuttavia, le operazioni di disinvestimento attraverso IPO restano marginali rispetto ad altri mercati, a causa delle ridotte dimensioni medie delle imprese e della struttura poco dinamica del listino (Maio, 2018, pp. 36-37).

La vendita a soggetti industriali rappresenta spesso la scelta preferita quando l'azienda target possiede asset strategici che possono generare sinergie significative. In questo contesto, il buy-back emerge come una soluzione più rara, una sorta di opzione di riserva, che trova spazio principalmente quando i fondatori o i soci interni recuperano una solida capacità patrimoniale.

Un fenomeno in espansione, il secondary buyout (SBO), si concretizza nella cessione dell'impresa a un altro fondo di private equity. Sebbene questa prassi sia stata oggetto di critiche, accusata di non portare benefici evidenti all'impresa, vari studi ne sottolineano invece il ruolo stabilizzante nel mercato del capitale di rischio, particolarmente in situazioni di mercati azionari poco liquidi (Degeorge et al., 2016, pp. 132-134).

Il secondary buyout si manifesta principalmente in contesti dove i mercati azionari sono poco dinamici, accompagnati da una liquidità elevata nel mercato del debito. In questi casi, si aggiunge anche la necessità urgente del venditore di dismettere le proprie partecipazioni, accelerando così il processo di vendita (Wang, 2012, pp. 1309-1313).

Queste operazioni, pur non garantendo un miglioramento diretto dell'efficienza gestionale della società target, sono guidate principalmente da logiche di portafoglio del fondo uscente e dalle

necessità di reinvestimento del fondo subentrante. In termini finanziari, la valutazione di tali operazioni si basa su indicatori come l'Internal Rate of Return (IRR), il Net Asset Value (NAV) e il cash multiple, strumenti che permettono di misurare la performance dell'investimento lungo tutto il suo ciclo (Buonomo, 2023, pp. 69-71). Raggiungere gli obiettivi di rendimento è certamente fondamentale, ma non può avvenire a discapito della coerenza strategica o della sostenibilità industriale dell'operazione. Il vero valore di una transazione si misura non solo in termini di ritorno economico, ma anche nella capacità di preservare l'integrità e il futuro a lungo termine dell'impresa. E qui entra in gioco un altro aspetto cruciale: l'impatto sistemico delle strategie di disinvestimento. Non si tratta semplicemente di massimizzare il valore per gli investitori, ma di gestire l'intero processo con responsabilità. Ogni decisione va ponderata considerando la continuità industriale, la stabilità occupazionale e la sostenibilità delle trasformazioni che si avviano. In questo senso, il caso di Ambiente SGR è particolarmente significativo, poiché dimostra come un approccio orientato agli ESG possa influenzare anche la fase di disinvestimento, indirizzando le scelte verso acquirenti capaci di proseguire sulla strada della crescita sostenibile già intrapresa (Visentin, 2017, pp. 33-34). Oggi, questa visione trova sempre più conferma nelle linee guida internazionali sui Principi per l'Investimento Responsabile (UN PRI), alle quali aderiscono numerose società di gestione. In fondo, la gestione della partecipazione e la fase di disinvestimento non sono semplicemente il termine di una transazione finanziaria, ma un vero e proprio momento di bilancio. È lì che si valutano la qualità della governance adottata, l'impatto del cambiamento avviato e, soprattutto, la reale creazione di valore lungo tutto il percorso dell'investimento. Un passaggio che richiede riflessione e consapevolezza, molto più che una semplice conclusione.

1.7. Valutazione degli investimenti di Private Equity

Valutare un investimento nel private equity non è mai un passaggio neutro, né un semplice esercizio tecnico. Al contrario, è uno snodo cruciale nel percorso decisionale di ogni investitore, perché da questa valutazione dipendono tanto la percezione del valore di un'impresa quanto le aspettative di rendimento futuro. E quando si parla di private equity, le cose si complicano ulteriormente: si ha a che fare con realtà non quotate, spesso opache, inserite in contesti mutevoli e caratterizzate da dinamiche aziendali complesse, talvolta perfino incerte. Per questo motivo, valutare non significa soltanto attribuire un numero. Significa, piuttosto, comprendere. Cogliere le potenzialità di crescita, intuire la tenuta del modello di business, misurare i rischi latenti e, al tempo stesso, stimare ciò che ancora non si vede chiaramente. Serve dunque un approccio che sia insieme rigoroso e duttile, capace di adattarsi a contesti eterogenei senza perdere affidabilità. Tra gli strumenti a disposizione, uno dei più noti – e più utilizzati – resta il metodo del Discounted Cash Flow (DCF). Non è solo una tecnica consolidata: è una lente attraverso cui leggere il futuro di un'azienda, traducendo flussi di cassa attesi in valore attuale, con tutta l'incertezza che questo comporta. Ma proprio per questo, il DCF impone all'investitore una riflessione profonda sul tempo, sul rischio e sull'idea stessa di valore. Il metodo del Discounted Cash Flow si fonda su un'intuizione tanto semplice quanto potente: per capire quanto vale davvero un'azienda oggi, bisogna guardare a ciò che potrà generare domani. Si parte da una stima dei flussi di cassa futuri, provando a immaginare — con realismo e cautela — quale sarà la sua capacità di produrre ricchezza nel tempo. Questi flussi vengono poi “riportati indietro”, attualizzati, tenendo conto del rischio legato sia al mercato in cui l'azienda opera, sia alla sua struttura interna. È un esercizio che richiede attenzione, sensibilità e una certa dose di visione. Il DCF, in fondo, non fa che dare corpo numerico a un'idea di fiducia nel futuro. Ma non è privo di ombre. Prevedere con precisione i flussi di cassa è spesso un'impresa ardua, soprattutto quando ci si muove in scenari instabili, dove l'economia muta rapidamente e le variabili operative sfuggono a ogni tentativo di controllo. E allora la proiezione, da strumento analitico, rischia talvolta di trasformarsi in congettura. Eppure, nonostante le sue fragilità, resta uno degli strumenti più usati per cercare di cogliere, con un minimo di razionalità, il valore latente delle imprese (Pignataro, 2021, p. 102). Anche quando ci si affida a una metodologia solida, capace di offrire una base analitica strutturata e coerente, non si può mai prescindere dalla consapevolezza che tutto ruota attorno ad alcune ipotesi fondamentali. Le proiezioni sui flussi futuri, i tassi di sconto adottati: sono questi gli snodi delicati, le variabili che – se non gestite con attenzione – possono compromettere l'affidabilità dell'intero impianto valutativo. Serve rigore, certo, ma serve anche una certa dose di cautela, quasi un intuito maturo, per riconoscere i margini d'incertezza e affrontarli senza illusioni. Accanto a questo approccio più analitico e

prospettico, esiste una via diversa, più immediata, spesso utilizzata proprio per la sua semplicità: quella dei multipli di mercato. In fondo, confrontare un'impresa con altre realtà simili, operanti nello stesso settore, è un gesto tanto intuitivo quanto pragmatico. Indicatori come il Price-to-Earnings o l'EV/EBITDA permettono di ottenere una valutazione rapida, ancorata a riferimenti esterni, e per questo facilmente interpretabile. Tuttavia, proprio questa apparente facilità può trasformarsi in un'arma a doppio taglio: i multipli, per loro natura, non penetrano nel cuore dell'impresa, non ne colgono le peculiarità, i punti di forza nascosti o le fragilità strutturali. Restano in superficie, affidandosi al confronto, ma trascurando ciò che rende unica ogni realtà aziendale (Asabbane, 2023, p. 58). Tra le tecniche di valutazione più raffinate, l'Adjusted Present Value – o semplicemente APV – si è conquistato un ruolo di rilievo soprattutto nelle operazioni di Leveraged Buyout, dove il peso del debito non è mai trascurabile. Ciò che rende l'APV particolarmente interessante è il suo approccio: invece di fondere tutti gli elementi in un unico flusso come avviene nel metodo DCF tradizionale, li scompone. Da un lato il valore generato dall'attività operativa pura, dall'altro i vantaggi fiscali legati alla leva finanziaria. Questo scarto di prospettiva, apparentemente tecnico, offre in realtà una lettura più trasparente – quasi analitica – dell'effetto che l'indebitamento produce sulla valutazione complessiva dell'impresa. E in contesti di forte leva, tale chiarezza può fare davvero la differenza (Mengassini, 2022, p. 92). Questo tipo di approccio si rivela particolarmente efficace nei contesti di buyout, dove la leva finanziaria non è soltanto uno strumento tecnico, ma diventa un elemento centrale per la costruzione della redditività complessiva dell'operazione. A supporto di una valutazione più approfondita, entra in gioco il PEP Driver's Grid: uno strumento sofisticato, capace di far emergere con chiarezza i fattori che realmente incidono sulla performance dell'impresa target. Non si limita a fotografare i dati, ma li interpreta, li collega. È utile soprattutto quando si vuole andare oltre i meri numeri di bilancio, abbracciando anche dinamiche più ampie – la crescita dei ricavi, l'efficienza nella gestione, il controllo dei costi. Il suo punto di forza? La possibilità di simulare scenari differenti, mettendo a fuoco con precisione quei driver di valore che, se gestiti con attenzione e visione, possono trasformarsi nei veri motori del rendimento atteso (Asabbane, 2023, p. 62). Quando si cerca di comprendere davvero la resa di un investimento in ambito private equity, l'Internal Rate of Return – meglio conosciuto come IRR – è quasi sempre il primo indicatore che viene in mente. Non a caso: riesce a condensare in un solo numero il rendimento annuale capace di pareggiare il valore attuale dei flussi di cassa futuri con il capitale inizialmente investito. Ma, se ci si ferma qui, si rischia di semplificare troppo. L'IRR è senz'altro utile, soprattutto quando si tratta di confrontare alternative diverse. Eppure, non va preso per oro colato. La durata complessiva dell'operazione e il momento esatto in cui i flussi vengono generati possono influenzarne in modo significativo l'esito. È per questo che affidarsi solo a questo parametro può restituire un'immagine parziale. Serve uno

sguardo più ampio, capace di affiancare all'IRR altri elementi, così da cogliere davvero il senso di una performance (Visentin, 2017, p. 28). Il Net Asset Value (NAV) rappresenta, in fondo, una sorta di fotografia del presente: racconta quanto valgono, in quel preciso momento, gli asset detenuti da un fondo di private equity. È uno sguardo d'insieme, utile per comprendere il valore effettivo delle partecipazioni in portafoglio e, più in generale, la qualità della gestione del fondo. Ma da solo non basta. Accanto a questo indicatore, altri strumenti aiutano a cogliere sfumature importanti: il cash multiple, ad esempio, restituisce un'idea chiara del ritorno rispetto al capitale investito; mentre il Residual Value to Paid-In (RVPI) mette a fuoco quanto valore è ancora "in potenza", non ancora realizzato ma presente, in attesa di esprimersi. Insieme, questi indicatori tracciano una linea continua che consente di monitorare con attenzione l'evoluzione degli investimenti e valutarne le performance nel tempo (Mengassini, 2022, p. 101). Valutare un investimento in private equity non è mai un esercizio meccanico. È un processo che richiede attenzione, metodo e una certa sensibilità nell'interpretare i numeri. Non basta affidarsi agli strumenti classici, come il DCF o i multipli di mercato: serve qualcosa di più. Tecniche come l'APV o il PEP Driver's Grid aiutano ad andare oltre la superficie, a cogliere sfumature che altrimenti rischierebbero di sfuggire. Allo stesso modo, metriche come l'IRR, il NAV o il cash multiple non sono solo cifre da registrare, ma chiavi di lettura per orientarsi, comprendere il rendimento e – se necessario – correggere la rotta. In definitiva, il valore di un'impresa non si lascia misurare facilmente: richiede un'analisi attenta e multilivello, capace di coniugare rigore e visione. È qui che si gioca buona parte del successo di un'operazione di private equity (Pignataro, 2021, p. 119).

1.7.1. Metodologie di valutazione tradizionali: Multipli e Discounted Cash Flow (DCF)

Nel Private Equity, stimare il valore di un'impresa non è mai un semplice passaggio tecnico: è piuttosto un momento chiave, spesso carico di intuizioni, proiezioni, scommesse sul futuro. Tra i metodi più usati — e anche più discussi — ce ne sono due che tornano sempre sul tavolo: il Discounted Cash Flow e i multipli. Diversi per logica, ma entrambi profondamente radicati nella pratica.

Il DCF, per molti, è quasi un esercizio di fiducia. Si parte da una convinzione: che il valore di un'azienda non stia tanto in ciò che è oggi, ma in ciò che potrà generare domani. I flussi di cassa attesi vengono "riportati al presente", attualizzati, perché il tempo — si sa — ha un prezzo. È un metodo che pretende rigore, certo, ma anche una certa sensibilità nell'immaginare il futuro dell'impresa, con tutte le incognite e i rischi che comporta. Ed è proprio per questo che, nel Private

Equity, viene spesso privilegiato: non offre solo un numero, ma racconta una storia (Asabbane, 2023, p. 53). Il metodo del Discounted Cash Flow, per quanto ampiamente utilizzato, resta profondamente influenzato dalle ipotesi formulate sui flussi di cassa futuri e sul tasso di attualizzazione. È proprio questa sensibilità a rendere l'approccio talvolta fragile, soprattutto quando ci si trova davanti a scenari incerti o difficili da prevedere con ragionevole affidabilità.

Di contro, il metodo dei multipli offre un'alternativa più immediata: si fonda sul confronto con altre imprese simili, già quotate o coinvolte in operazioni recenti. I multipli più comuni—come quelli legati all'EBITDA o al fatturato—consentono di ottenere una stima veloce del valore aziendale all'interno di un determinato settore di riferimento. Ma questa apparente semplicità ha il suo prezzo: il metodo, infatti, tende a trascurare le specificità della singola impresa e si affida a valutazioni di natura comparativa, più che a un'analisi puntuale e autonoma del valore (Pignataro, 2017, p. 48).

Nel Private Equity, capita spesso che i professionisti affianchino al metodo DCF quello dei multipli, quasi a voler colmare reciprocamente i limiti dell'uno con i punti di forza dell'altro. Il DCF, con la sua analisi attenta dei flussi di cassa futuri, restituisce una stima puntuale, costruita su previsioni interne. I multipli, invece, aprono una finestra sul mercato, offrendo un confronto immediato con imprese simili. È proprio in questo dialogo tra approcci diversi che la valutazione si fa più robusta, meno esposta alle incertezze. Una sintesi che, più che un semplice calcolo, diventa un atto di equilibrio e discernimento (Mengassini, 2018, p. 55).

In definitiva, il DCF e i multipli rappresentano due strade diverse ma complementari nel mondo della valutazione aziendale, specialmente nel Private Equity. Il primo si fonda su una proiezione puntuale dei flussi di cassa futuri — utile quando è possibile stimarli con un buon grado di affidabilità. I multipli, invece, offrono un confronto immediato, una sorta di riscontro rispetto al mercato, che può rafforzare o rimettere in discussione quanto emerso dal DCF. È proprio nell'equilibrio tra queste due prospettive che si costruisce una valutazione più solida e consapevole: un passaggio cruciale per ogni decisione di investimento che ambisca a durare nel tempo (Asabbane, 2023, p. 55; Pignataro, 2017, p. 50).

1.7.2. Tecniche di valutazione avanzate e specifiche: Adjusted Present Value (APV) e PEP Driver's Grid

Quando si parla di private equity, uno degli aspetti più delicati — e, in fondo, più decisivi — è la valutazione dell'azienda target. Capire quanto valga davvero non è solo un esercizio tecnico: è un passaggio che può determinare l'intera redditività dell'operazione, influenzandone in modo profondo l'esito. Certo, strumenti come il Discounted Cash Flow rimangono una base solida, una sorta di punto fermo. Ma non sempre bastano. Soprattutto quando si ha a che fare con strutture complesse, come accade nei leveraged buyout.

In questi casi, metodi più evoluti come l'Adjusted Present Value o il PEP Driver's Grid diventano preziosi. Offrono uno sguardo più ampio, capace di cogliere sfumature che i modelli tradizionali rischiano di trascurare. L'APV, ad esempio, rappresenta una sorta di raffinamento del DCF: ne mantiene l'impianto, ma sceglie di tenere distinti — e ben visibili — i vantaggi fiscali dell'indebitamento. Nel DCF, tutto è fuso in un unico flusso; nell'APV, invece, quel beneficio viene isolato, trattato come un elemento a sé, con un suo tasso di sconto. È un cambiamento sottile, ma che fa una grande differenza. Aiuta a capire, davvero, quanto la leva finanziaria stia contribuendo al valore complessivo dell'impresa (Scolavino, 2016, p. 134). Questa distinzione diventa cruciale nei contesti in cui l'indebitamento è elevato, perché consente di cogliere con maggiore chiarezza l'impatto che diverse forme di debito e di capitalizzazione possono avere sulle performance future dell'azienda target. L'approccio dell'APV, isolando il valore generato dai benefici fiscali legati agli interessi passivi, restituisce una lettura più nitida e articolata del potenziale dell'impresa. È uno strumento particolarmente efficace quando la struttura del capitale è soggetta a frequenti mutamenti — come spesso avviene nelle operazioni di buyout — e proprio per questo si presta a una valutazione più aderente alla realtà (Asabbane, 2023, p. 56).

C'è qualcosa di profondamente interessante nell'APV, che lo distingue da altri metodi di valutazione: la sua capacità di cogliere, con lucidità, la complessità delle operazioni ad alta leva. In questi casi, dove il debito non è un semplice accessorio ma una parte strutturale del disegno finanziario, diventa essenziale tenere distinti i flussi di cassa generati dall'attività operativa da quelli legati all'indebitamento. È proprio questa distinzione che permette di ottenere una stima più nitida dei ritorni attesi, senza trascurare il peso — spesso silenzioso ma decisivo — delle variazioni nei tassi d'interesse o dei cambiamenti fiscali. Quando la leva è significativa, l'APV offre una lente più onesta e precisa. A differenza del DCF, che tende ad assorbire tutto in un unico flusso, l'APV invita a fermarsi, a scomporre, a capire davvero dove nasce il valore. E questo, in certe situazioni, fa tutta la differenza (Pignataro, 2017, p. 50). L'APV si rivela particolarmente utile quando ci si trova a dover valutare realtà immerse in scenari instabili, come le aziende oggetto di ristrutturazioni o percorsi di

rilancio operativo. In queste situazioni, spesso complesse e delicate, è fondamentale distinguere chiaramente tra il rischio legato alla gestione quotidiana e quello connesso alla struttura finanziaria. Proprio questa capacità di separazione rende l'APV uno strumento prezioso, capace di restituire valutazioni più affidabili anche nei contesti più incerti.

Accanto a questo, un altro modello di analisi avanzata spesso utilizzato nel private equity è il PEP Driver's Grid. Si tratta di un approccio che va oltre i metodi tradizionali, offrendo una lettura articolata della performance aziendale attraverso la lente dei principali driver operativi e strategici. Il cuore di questo strumento non è solo nei numeri — come ricavi, costi o margini — ma nel modo in cui questi fattori evolvono e interagiscono nel tempo. Ciò che lo distingue da modelli più lineari, come il DCF o lo stesso APV, è la capacità di cogliere anche dinamiche qualitative: le sinergie derivanti da acquisizioni, l'apertura a nuovi mercati, l'agilità nella gestione dei costi. In definitiva, il PEP Driver's Grid invita a guardare oltre l'immediato, verso la sostenibilità e la creazione di valore nel lungo periodo (Scolavino, 2016, p. 135). Questo tipo di approccio si rivela particolarmente efficace quando si ha a che fare con fondi di private equity orientati verso imprese non quotate, realtà in cui il valore non si lascia facilmente racchiudere nei soliti parametri di flussi di cassa o multipli di mercato. Qui, infatti, entra in gioco una dimensione più articolata, fatta di dinamiche interne, prospettive di crescita e contesti spesso difficili da leggere con strumenti standard.

Il punto di forza del PEP Driver's Grid sta proprio nella sua capacità di mettere insieme elementi quantitativi e qualitativi, offrendo una chiave di lettura più profonda e sfaccettata. Questo modello non si limita a osservare i numeri, ma cerca di cogliere ciò che realmente muove la performance di un'azienda: fattori economici, operativi, di mercato — tutto ciò che, nel tempo, può incidere sulla capacità di generare valore (Fumagalli, 2020, p. 72). Il PEP Driver's Grid si rivela, in questo senso, uno strumento prezioso nelle mani dei gestori di private equity: non si limita a fotografare la crescita immediata dei ricavi, ma si spinge oltre, interrogandosi sulla solidità e la durata del valore generato nel tempo. È proprio questa attenzione alla sostenibilità che consente una lettura più profonda dei ritorni attesi, andando oltre l'apparenza dei risultati a breve termine.

Quando poi si intreccia con il metodo dell'APV, il quadro si arricchisce ulteriormente. Da un lato, l'APV coglie i benefici finanziari legati all'indebitamento; dall'altro, il PEP Driver's Grid illumina i meccanismi operativi e strategici che sostengono il valore dell'impresa. L'uso congiunto di queste due prospettive — così diverse ma complementari — consente ai fondi di equity di leggere l'investimento in tutta la sua complessità, bilanciando potenziale e rischio con maggiore consapevolezza. Le decisioni che ne derivano sono quindi più fondate, perché poggiano su un'analisi che tiene conto, davvero, di tutte le sfumature economiche e finanziarie in gioco.

In definitiva, fare ricorso a strumenti come l'APV e il PEP Driver's Grid significa adottare uno sguardo più lucido e articolato sull'investimento in private equity. Queste tecniche, che distinguono con chiarezza il valore operativo da quello influenzato dalle scelte fiscali e mettono a fuoco i fattori strategici alla base della crescita e della redditività, permettono una lettura più accurata rispetto ai modelli più tradizionali, come il DCF. È proprio in contesti complessi – pensiamo ai leveraged buyouts o alle acquisizioni di imprese non quotate – che questo tipo di approccio si rivela non solo utile, ma essenziale per orientare le decisioni in modo consapevole ed efficace (Pignataro, 2017, p. 51).

1.7.3. Misurazione della performance: IRR, NAV, cash multiple, RVPI

Valutare la performance negli investimenti in private equity non è solo un esercizio tecnico: è un passaggio fondamentale per capire davvero se un'operazione ha funzionato, se ha generato valore, se ha rispettato — o magari superato — le attese. Per chi lavora in questo settore, o vi investe capitali, familiarizzare con alcuni indicatori chiave diventa indispensabile. L'Internal Rate of Return (IRR), il Net Asset Value (NAV), il cash multiple e il Residual Value to Paid In (RVPI) non sono semplici acronimi: sono strumenti attraverso cui leggere il passato, interpretare il presente e — in parte — immaginare il futuro di un investimento.

Ognuno di questi parametri ha il proprio linguaggio, la propria logica. Non sono intercambiabili e nemmeno esaustivi, se presi singolarmente. Ma se usati in modo complementare, permettono di costruire una narrazione coerente, un quadro affidabile della performance, capace di restituire — anche nei contesti più instabili e incerti — risposte a domande fondamentali: è sostenibile questo investimento? È stato redditizio? Dove ci sta portando? Ecco perché, al di là delle formule, la comprensione autentica di questi strumenti si rivela così importante.

L'Internal Rate of Return, o IRR, è uno di quegli indicatori che, quasi per consuetudine, si tende a utilizzare per misurare la redditività di un investimento in private equity. In fondo, il suo fascino sta proprio nella promessa di sintesi: un solo numero, un tasso annuo, che riassume l'intera performance dell'operazione. Tecnicamente, è quel rendimento che rende nullo il valore attuale netto dei flussi di cassa futuri. Un concetto elegante, almeno sulla carta.

Ma basta poco per coglierne i limiti. Quando i flussi di cassa diventano irregolari, o quando il mercato attraversa fasi di forte instabilità, l'IRR può restituire un'immagine sfocata, talvolta fuorviante. È come cercare di leggere una mappa con una lente che funziona solo a tratti. Inoltre, c'è un punto che spesso resta in ombra: l'IRR non riflette il rischio. E questo diventa particolarmente problematico

quando si ha a che fare con operazioni fortemente levereggiate, dove la leva amplifica non solo i rendimenti, ma anche l'incertezza. In quei casi, affidarsi a questo indicatore come fosse una bussola sicura può portare fuori rotta (Pignataro, 2023, p. 70). L'IRR, pur restando uno degli indicatori più diffusi, andrebbe maneggiato con una certa cautela. Non può bastare da solo. Ha bisogno di essere affiancato da altre metriche, capaci di cogliere aspetti che da solo finirebbe per trascurare.

Tra queste, il Net Asset Value (NAV) occupa un posto centrale. A differenza dell'IRR, il NAV fornisce una fotografia più diretta, quasi concreta, del valore di un portafoglio. Viene calcolato sottraendo i debiti complessivi dal valore di mercato degli asset detenuti, e risulta particolarmente prezioso nel campo del private equity, dove i flussi di cassa futuri sono spesso incerti o difficili da stimare. Alcuni sottolineano come il NAV riesca a restituire una visione più trasparente, ancorata alla realtà di mercato, proprio perché poggia su basi più tangibili. Eppure, anche questo indicatore non è esente da limiti: la sua attendibilità può vacillare in contesti poco liquidi o privi di una regolamentazione chiara, dove i criteri di valutazione si fanno più soggettivi e i prezzi meno trasparenti (Asabbane, 2023, p. 85). Per questo motivo, è essenziale che il calcolo del NAV si fondi su stime accurate e metodi solidi: solo così si può evitare il rischio di interpretazioni fuorvianti che comprometterebbero l'intera analisi.

Un altro parametro spesso richiamato nella valutazione della performance è il cash multiple. In fondo, si tratta di una misura tanto intuitiva quanto immediata: indica quante volte l'investimento iniziale è stato restituito, in termini di denaro effettivamente generato. Proprio per questa chiarezza, molti lo apprezzano — soprattutto chi ha bisogno di una visione d'insieme, rapida e concreta, sul rendimento complessivo. Eppure, dietro questa apparente semplicità, si cela un limite importante: il tempo. Il cash multiple, infatti, non tiene conto della durata dell'investimento, e in contesti più articolati — come quelli ad alta leva o con orizzonti temporali lunghi — rischia di restituire un'immagine parziale, se non addirittura ingannevole, della reale efficacia dell'operazione (Visentin, 2017, p. 29). Pertanto, sebbene utile, il cash multiple dovrebbe essere integrato con altre misure che considerano la temporalità e il rischio associato all'investimento.

Il Residual Value to Paid In (RVPI) è uno strumento essenziale per capire quanto di un investimento, ancora non liquidato, conserva valore. In altre parole, misura il rapporto tra ciò che resta — il valore attuale dell'investimento — e quanto è stato effettivamente versato. Un dato che parla chiaro: ci dice quanto potenziale è ancora intrappolato in operazioni che non sono state dismesse. La sua rilevanza cresce soprattutto quando si ragiona in ottica di lungo periodo, dove le uscite sono spesso lontane nel tempo, come accade negli investimenti in realtà imprenditoriali ancora in fase di crescita. Alcuni sottolineano il valore dell'RVPI proprio nelle fasi in cui l'investimento è ancora in corso: offre infatti un'indicazione concreta di quanto valore potrebbe essere effettivamente recuperato alla chiusura. È

uno sguardo sul futuro, una misura che aiuta a intuire il potenziale ancora inespresso di un portafoglio (Mengassini, 2023, p. 104). In momenti di incertezza economica, quando il mercato si fa opaco e il vero valore degli asset sembra sfuggire a una stima immediata, l'RVPI assume un ruolo centrale. Proprio in quelle fasi, in cui l'instabilità lascia spazio anche a nuove opportunità di crescita, questo indicatore riesce a restituire una fotografia preziosa di ciò che ancora non è stato realizzato ma che potrebbe emergere nel tempo.

Valutare la performance nel private equity, del resto, non può ridursi a un solo parametro. Serve uno sguardo più ampio, che combini strumenti diversi – come l'IRR, il NAV, il cash multiple e, appunto, l'RVPI. Ognuno di questi offre una lente diversa: l'IRR aiuta a cogliere l'effettiva redditività dell'investimento; il NAV ci restituisce il valore attuale delle attività in portafoglio; il cash multiple mostra, con immediatezza, il rapporto tra capitale investito e capitale restituito. L'RVPI, infine, completa il quadro nei casi in cui la liquidazione non sia ancora avvenuta, ma il potenziale sia ancora lì, tutto da esprimere.

Solo integrando queste prospettive si può ottenere una visione realmente approfondita. È in quell'equilibrio tra misure storiche e proiezioni future che si gioca la capacità dell'investitore di leggere il presente e orientarsi con lucidità nelle scelte successive.

1.8. Il mercato del Private Equity

Il Private Equity, nel corso degli anni, è diventato qualcosa di più di un semplice strumento finanziario. È entrato nel tessuto stesso dell'economia reale, accompagnando imprese non quotate lungo percorsi di crescita, trasformazione, talvolta di vera e propria rinascita. Non si tratta solo di investimenti, ma di una presenza strategica, spesso discreta, che aiuta a ridefinire identità aziendali e traiettorie future.

La sua evoluzione è evidente. Negli ultimi decenni, non è cresciuto soltanto in termini di capitali mobilitati, ma ha anche ampliato il proprio raggio d'azione, coinvolgendo nuovi attori, diversificando le modalità operative, aprendosi a settori prima impensabili.

Le sue origini affondano nei modelli anglosassoni – è vero – con Stati Uniti e Regno Unito a fare da apripista. Ma anche in Europa, e in Italia in particolare, questo mondo ha saputo farsi spazio, talvolta lentamente, ma con determinazione, conquistando un ruolo che oggi non è più marginale.

Eppure, nonostante i numeri, dietro questa espansione si celano meccanismi complessi. Alcune sfide sono strutturali, quasi connaturate al sistema; altre emergono con il mutare del contesto economico, politico, perfino culturale. Capire davvero cosa sia il Private Equity oggi significa accettare questa

duplice prospettiva: da un lato, forza propulsiva per lo sviluppo; dall'altro, ambito fluido, in perenne ridefinizione.

In Europa, il mercato del Private Equity ha conosciuto una crescita significativa, trainata soprattutto dall'interesse sempre maggiore verso le piccole e medie imprese e da un progressivo slancio verso l'internazionalizzazione delle operazioni. È stato questo intreccio di dinamiche a favorire un'espansione continua dei fondi dedicati. In questo scenario, l'Italia ha trovato una propria traiettoria, sostenuta anche dalla nascita di mercati alternativi come l'AIM Italia. Questo canale ha aperto nuove possibilità di accesso ai capitali di rischio per le PMI, offrendo loro una via più agile e meno vincolata rispetto ai severi requisiti del mercato principale (Pignataro, 2022, p. 5). Anche il mercato italiano del Private Equity ha risentito dell'ingresso delle SPAC, strumenti che hanno introdotto una nuova vivacità nel mondo degli investimenti (AIFI, 2022, p. 17). Eppure, rispetto ad altri contesti europei, l'Italia ha seguito un percorso peculiare.

Il forte legame tra le PMI e il credito bancario ha continuato a esercitare un'influenza determinante, finendo spesso per rallentare l'espansione del Private Equity e limitarne il pieno potenziale (Pignataro, 2022, p. 13).

Nel contesto europeo, l'armonizzazione normativa ha preso forma concreta con la Direttiva AIFM. È stata, in un certo senso, una svolta: ha contribuito a far crescere il mercato, rendendo più agevole — o almeno più coerente — la gestione dei fondi di Private Equity. Ma come spesso accade quando si semplifica da un lato, si complicano le cose dall'altro. Questa cornice più strutturata ha infatti imposto agli operatori una continua rincorsa: nuove regole, nuovi standard, nuove esigenze, spesso in bilico tra instabilità economica e incertezze politiche. E intanto, lo scenario si è fatto ancora più affollato. Il private debt, il crowdfunding, altre forme di investimento... tutti concorrenti che avanzano, e che spingono i gestori di fondi a ripensare strategie, a cogliere opportunità senza farsi travolgere dagli ostacoli. È una partita complessa, fatta di equilibri delicati e adattamenti rapidi (Visentin, 2017, p. 18).

Nonostante i risultati raggiunti, il Private Equity continua a scontrarsi con ostacoli profondi, specie nel contesto italiano. Nelle PMI, in particolare, fatica ad affermarsi davvero: manca ancora una solida cultura del capitale di rischio, e questo frena le sue possibilità più autentiche. A ciò si aggiunge un altro limite, forse più sottile ma non meno incisivo: l'assenza di una visione strategica di lungo periodo, che spesso impedisce di cogliere le opportunità nella loro interezza. E poi c'è la questione, tutt'altro che secondaria, dell'accesso ai capitali — che in alcuni settori emergenti resta ancora incerto, disomogeneo, talvolta insufficiente. Tutto questo finisce per rallentare un percorso che avrebbe invece bisogno di respiro, fiducia e coraggio (Pignataro, 2022, p. 13). In un contesto congiunturale segnato dalla crisi economica globale e dall'emergenza sanitaria legata al COVID-19,

sono emerse con forza tutte le criticità legate al disinvestimento e alla gestione operativa del portafoglio. Questi eventi hanno reso più evidenti, quasi inevitabili, le complessità strutturali che già affioravano, trasformando le sfide in ostacoli concreti da affrontare (AIFI, 2022, p. 3).

La crisi ha impresso una forte accelerazione ai processi di digitalizzazione e internazionalizzazione, costringendo le imprese a rivedere rapidamente i propri assetti per stare al passo con esigenze di mercato in continua trasformazione. In questo scenario turbolento, la pandemia ha avuto il merito – o forse il limite – di mettere in luce, con brutalità, quanto fosse urgente una maggiore flessibilità normativa, capace di adattarsi con prontezza alle sfide globali.

Al contempo, ha svelato senza filtri le debolezze strutturali che ancora segnano profondamente il sistema economico e finanziario italiano.

In questo contesto incerto, anche il mercato del Private Equity ha dovuto confrontarsi con ostacoli non trascurabili. Una delle difficoltà più rilevanti è stata quella di individuare imprese solide, con un reale potenziale di crescita, tali da giustificare le valutazioni elevate richieste dal mercato. Di fronte a questa scarsità, molti fondi hanno preferito spostare l'attenzione verso le operazioni di secondary buyout, subentrando in investimenti già avviati da altri operatori. Ma qui si apre una riflessione tutt'altro che marginale: quanto valore reale si riesce a generare in queste operazioni? Non pochi investitori sollevano dubbi, talvolta fondati, sull'effettiva capacità di queste manovre di produrre innovazione o crescita sostanziale (Wang, 2012, p. 1306). Le operazioni di SBO, in effetti, sono spesso viste come un modo per liberare risorse, più che come un vero motore di rinnovamento o sviluppo per l'impresa coinvolta. (Wang, 2012, p. 1325). Inoltre, la crescente pressione della competizione internazionale, unita al ritorno di strumenti di finanziamento più agili – come il crowdfunding – finisce per mettere in discussione la competitività del private equity, soprattutto quando le piccole e medie imprese faticano ad accedere alle risorse indispensabili per crescere e innovare (AIFI, 2022, p. 15).

In definitiva, il futuro del Private Equity — in Italia come in Europa — dipenderà da quanto gli operatori sapranno affrontare, con intelligenza e visione, le fragilità ancora presenti. Non basterà inseguire i settori ad alta crescita: sarà necessario anche saperli leggere, interpretarli, e soprattutto accompagnarli con strumenti nuovi, flessibili, capaci di adattarsi a un'economia globale che non aspetta, che cambia pelle continuamente.

E poi c'è un'altra direzione, forse meno appariscente, ma non meno decisiva: rafforzare le pratiche di governance, renderle più solide, più trasparenti. E fare in modo che l'adesione ai modelli sostenibili proposti dall'Unione Europea non sia una mera formalità, ma una scelta convinta, strutturale. Solo così il Private Equity potrà davvero diventare un motore di crescita, non episodico ma duraturo, per il tessuto imprenditoriale del nostro Paese e, più in generale, del continente (AIFI, 2022, p. 3).

1.8.1. Il mercato italiano ed europeo: evoluzione, operatori e dinamiche

Negli ultimi decenni, il mercato del private equity, in Italia come nel resto d'Europa, ha vissuto una trasformazione profonda, quasi silenziosa ma costante. Da un lato, gli investimenti sono cresciuti con ritmo sostenuto; dall'altro, è cambiata la natura stessa dei protagonisti: sempre più preparati, strutturati, capaci di leggere le dinamiche economiche con sguardo lungo.

Le prime tracce di questa realtà affiorano già alla fine degli anni Settanta, ma è solo negli anni Novanta che il settore comincia davvero a prendere forma. È lì che trova un punto d'appoggio solido nelle piccole e medie imprese, terreno fertile per sperimentare, innovare, costruire valore.

Poi, con l'arrivo del nuovo millennio, qualcosa si è mosso ancora. Le operazioni di buyout si sono fatte più frequenti, più decise. Non si è trattato solo di numeri, ma di visione: queste operazioni hanno permesso alle imprese di consolidarsi, di guardare oltre i confini nazionali, di scommettere su se stesse (Pignataro, 2022). In questo contesto, l'Italia ha saputo cogliere un'opportunità importante, anche grazie all'introduzione di strumenti come l'AIM Italia. Questa piattaforma ha rappresentato una via concreta per molte piccole e medie imprese, spesso escluse dai circuiti tradizionali del credito bancario, per accedere a capitali e risorse altrimenti fuori portata (Visentin, 2017).

Negli ultimi vent'anni, il private equity in Italia ha attraversato una trasformazione profonda. Il mercato si è allargato, ha attirato più capitali, ha moltiplicato le operazioni. Ma non è solo una questione di cifre o di volumi. C'è qualcosa di più sottile, e forse più interessante, che si è mosso sotto la superficie: l'affacciarsi di nuove forme di finanziamento — come i fondi di private debt — nate proprio per rispondere a un bisogno concreto, spesso urgente. Quello delle piccole e medie imprese che cercano ossigeno nei momenti cruciali: quando si inizia, o quando si prova davvero a crescere.

Eppure il cammino resta tutt'altro che lineare. Per molte realtà imprenditoriali, specie le più piccole o quelle legate a territori economicamente più fragili, l'accesso a questi strumenti rimane difficile, a volte quasi proibitivo. È qui che si apre una riflessione più ampia, forse anche più scomoda, ma necessaria. Perché, malgrado i progressi, quella sfida resta aperta (AIFI, 2022). In questo scenario, stringere alleanze con investitori istituzionali e promuovere una solida cultura finanziaria diventa un passaggio cruciale. Non si tratta solo di attrarre capitali, ma di creare le condizioni per un rilancio autentico e duraturo delle PMI italiane, spesso penalizzate da un accesso limitato alle risorse e da una visione strategica frammentata.

Dal punto di vista degli operatori, il private equity europeo sta attraversando una fase di trasformazione profonda. I fondi si sono fatti via via più specializzati, adattandosi con flessibilità alle nuove traiettorie del mercato. Che si tratti di venture capital, fondi di buyout o growth capital, ciascun

attore si muove oggi con l'obiettivo di intercettare bisogni specifici: innovazione tecnologica, digitalizzazione, transizione ecologica. La spinta verso questi ambiti non risponde solo alla logica del profitto. È anche – e forse soprattutto – una reazione alla crescente urgenza di sostenibilità, alla necessità di costruire modelli economici capaci di affrontare, con consapevolezza, le sfide globali che ci attendono (Pignataro, 2022; AIFI, 2022).

La crescente presenza di fondi internazionali, insieme allo sviluppo di strumenti europei come gli EuVECA e gli ELTIF, ha contribuito a rendere il mercato europeo sempre più integrato. Questo processo non ha solo ampliato le opportunità operative, ma ha anche favorito un cambio di prospettiva: oggi gli operatori si muovono in un contesto che li spinge a collaborare di più, a diversificare le strategie e a confrontarsi con le sfide globali in modo più coeso e consapevole (AIFI, 2022).

C'è un fenomeno, nel mercato europeo e italiano del private equity, che negli ultimi anni ha cominciato a imporsi con forza silenziosa: le operazioni di secondary buyout. In sostanza, un fondo rileva una partecipazione già appartenuta a un altro fondo. Ma al di là della definizione tecnica – che pure resta importante – quello che colpisce è il significato più profondo di questo passaggio. Perché non si tratta soltanto di una vendita. È piuttosto una forma di continuità dinamica, dove l'impresa prosegue il proprio cammino, spesso rafforzata da ciò che ha appreso lungo la strada. Il nuovo investitore porta idee, visioni, forse ambizioni diverse. Ma trova un terreno già lavorato, una storia già iniziata. E se ben gestita, questa staffetta può diventare un'occasione autentica di rilancio (Visentin, 2017). Anche se le operazioni di Secondary Buyout trovano terreno fertile nei mercati anglosassoni, un cambiamento è in atto anche in Europa.

Sempre più spesso, questo strumento viene adottato come risposta concreta da parte di imprese che hanno bisogno di nuove risorse per crescere o per affrontare momenti di instabilità operativa. È un modello che ha dimostrato, in diverse occasioni, una certa efficacia, soprattutto quando si tratta di rilanciare aziende con potenzialità ancora inesprese.

In Italia, tuttavia, il panorama del private equity ha faticato a tenere il passo. Le ragioni sono molteplici, e in parte affondano le radici in caratteristiche strutturali ben note: un sistema fiscale complesso, una burocrazia spesso soffocante e la scarsità di incentivi realmente attrattivi per chi desidera investire. Tutti elementi che, nel tempo, hanno contribuito a rendere questo mercato meno vivace rispetto a quello di altri Paesi europei (Visentin, 2017).

Recenti iniziative, come il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), hanno messo in luce l'importanza di spingere sull'internazionalizzazione, sull'innovazione e sulla sostenibilità. In questi ambiti, il private equity ha la possibilità di giocare un ruolo fondamentale, contribuendo concretamente al rafforzamento e alla trasformazione delle imprese (AIFI, 2022). Nonostante alcuni

segnali positivi, il mercato italiano si trova ancora a fare i conti con sfide profonde, come la frammentazione delle PMI e la difficoltà di attrarre capitali esteri in modo costante.

Queste criticità strutturali affliggono il mercato del private equity, che si scontra con una regolamentazione spesso poco chiara e non sempre in grado di rispondere alla rapidità con cui si evolvono gli investimenti in capitale di rischio. La mancanza di certezza normativa e l'accesso limitato alle informazioni continuano a rappresentare ostacoli significativi, frenando lo sviluppo del settore. Le imprese italiane, in particolare quelle più piccole, trovano difficoltà nell'adattarsi alle aspettative degli investitori, complicate da una struttura familiare che non sempre è pronta a confrontarsi con il cambiamento e l'innovazione che il mercato richiede (Visentin, 2017).

In definitiva, il private equity in Italia e in Europa si trova oggi in un momento di espansione vivace, con operazioni sempre più articolate e strumenti d'investimento in continua evoluzione. Ma questa crescita, per quanto promettente, convive ancora con nodi strutturali e fragilità congiunturali che non possono essere trascurati. Serve una visione condivisa, una collaborazione concreta tra operatori, istituzioni e investitori, per sciogliere queste tensioni e accompagnare lo sviluppo del settore in modo solido e duraturo.

Un quadro normativo più snello e favorevole, insieme a una maggiore consapevolezza finanziaria all'interno del tessuto delle PMI, rappresentano condizioni imprescindibili per compiere un salto di qualità. A ciò si affianca la necessità di rafforzare le piattaforme di investimento, promuovere una governance trasparente e responsabile, e integrare in modo autentico i criteri di sostenibilità. È questa, probabilmente, la direzione più feconda per un private equity che voglia davvero farsi motore di crescita inclusiva, capace di generare valore non solo economico, ma anche sociale e ambientale (AIFI, 2022; Pignataro, 2022).

1.8.2. Le criticità strutturali e congiunturali del settore del Private Equity

Negli ultimi decenni, il private equity ha trovato sempre più spazio in Italia e in Europa, spinto da un bisogno crescente: offrire alle imprese, soprattutto a quelle di dimensioni medio-piccole, nuove strade per finanziarsi. È un processo che si è imposto con gradualità, ma che ha finito per incidere profondamente sul modo in cui le aziende cercano di crescere, innovare, resistere.

Eppure, nonostante la sua importanza evidente, il settore fatica ancora a compiere quel salto di qualità che molti si aspettano. Le difficoltà sono numerose, e non si tratta soltanto di questioni congiunturali. Esistono nodi strutturali che restano irrisolti: la scarsità di capitale, un quadro normativo frammentato, la riluttanza — spesso culturale — delle imprese ad aprirsi a investitori esterni.

A tutto questo si aggiungono le incertezze generate da eventi più ampi, difficili da controllare: una crisi economica globale, una pandemia che ha lasciato segni profondi. Sono ostacoli che, nel loro insieme, continuano a frenare il pieno sviluppo del private equity e ne limitano la capacità di diventare, davvero, uno strumento stabile e incisivo a sostegno della competitività.

Se c'è un nodo strutturale che continua a frenare la crescita del private equity in Italia, è senza dubbio la difficoltà nel raccogliere capitali. E non è solo una questione tecnica: c'è dietro una forma mentis, un'abitudine radicata, soprattutto tra gli investitori istituzionali italiani, che spesso si rifugiano in strumenti più familiari, come il debito bancario.

È come se la percezione del rischio legato al private equity fosse ancora troppo alta, quasi ingombrante, aggravata da un clima economico instabile e da un sistema normativo che, anziché offrire sostegno, sembra complicare ulteriormente le cose.

E poi c'è un altro aspetto, forse ancora più radicato: la riluttanza delle piccole e medie imprese ad aprirsi davvero al capitale di rischio. Molte preferiscono crescere attraverso l'indebitamento, anche quando questo significa esporsi, stringersi, rinunciare a certe opportunità. L'idea di cedere anche solo una parte del controllo a soggetti esterni spaventa, mette in discussione un'identità imprenditoriale che, in molti casi, è ancora profondamente legata alla proprietà familiare (Pignataro, 2022, p. 79). C'è un nodo che continua a pesare, quasi silenziosamente, ma con effetti concreti: la trasparenza opaca e i tempi spesso interminabili della burocrazia italiana. Questo rallentamento, che pare quasi strutturale, finisce per scoraggiare gli investitori, rendendo il private equity italiano meno attrattivo rispetto a contesti più agili e reattivi. Il confronto con altri mercati, dove le dinamiche sono più snelle e l'ambiente normativo più favorevole, è inevitabile – e, per certi versi, impietoso.

Anche su scala europea il quadro non è molto diverso, almeno nelle sue fondamenta. Ma qui il problema si complica ulteriormente: ogni Stato membro segue una propria strada, con regole, approcci e prassi spesso profondamente diversi.

L'idea di un mercato unico del private equity, accessibile e coerente, resta ancora lontana. E molti osservatori concordano su un punto cruciale: l'assenza di una cornice regolatoria armonizzata continua a ostacolare lo sviluppo del settore. Le difformità normative, infatti, non solo generano incertezza tra gli investitori, ma alimentano un senso diffuso di rischio, rendendo più difficile ogni scelta di investimento su scala transnazionale (Visentin, 2017, p. 41). In molti Paesi europei — e l'Italia non fa eccezione — l'assenza di una normativa chiara, armonizzata, continua a rappresentare un ostacolo. Non è solo una questione tecnica: senza regole stabili e coerenti, diventa difficile creare fiducia, attrarre investitori, far crescere un ecosistema finanziario solido.

Poi ci sono le difficoltà più contingenti, quelle che arrivano all'improvviso e cambiano tutto. La crisi economica globale, la pandemia.

Due eventi che hanno lasciato il segno. Il private equity, che vive di visione e fiducia nel futuro, si è trovato improvvisamente a corto di entrambe. I capitali si sono fatti più rari, i margini d'azione più stretti, e l'incertezza ha preso il sopravvento.

La pandemia, in particolare, ha scosso molte certezze. Ha costretto le imprese, soprattutto le piccole e medie, a rimettersi in discussione. Digitalizzazione, nuovi mercati, modelli più flessibili: non si trattava più di scelte strategiche, ma di necessità. In tutto questo, il private equity avrebbe potuto — e forse dovuto — rappresentare una leva importante per sostenere l'innovazione. Ma la realtà è che anche i fondi si sono scontrati con i propri limiti: risorse insufficienti, tempistiche difficili, prospettive troppo opache per rischiare davvero (AIFI, 2022, p. 12).

Anche il mondo bancario, in realtà, ha continuato a rappresentare una presenza forte, quasi ingombrante, nel panorama dei finanziamenti alle PMI italiane. In molti casi, il debito ha mantenuto un fascino particolare: appare più semplice, più diretto, e soprattutto non chiede all'imprenditore di rinunciare a una parte del proprio potere decisionale. È comprensibile, allora, che soprattutto nei momenti di crisi — quando l'orizzonte si offusca e il rischio diventa un peso difficile da sostenere — molte imprese finiscano per scegliere ciò che conoscono meglio. Il private equity, in questi frangenti, fatica a reggere il confronto. E non tanto per mancanza di risorse, quanto perché offre qualcosa che, in tempi incerti, può sembrare troppo: un cambiamento nella struttura, una condivisione del controllo, una visione di lungo periodo che non sempre coincide con l'urgenza del presente (Scolavino, 2015, p. 42). Negli ultimi tempi, osservando con attenzione l'andamento del mercato, è diventato evidente quanto sia urgente, per chi opera nel private equity, un cambio di passo. Le trasformazioni tecnologiche e i nuovi equilibri nella governance non sono più semplici tendenze da monitorare: sono realtà da affrontare, soprattutto in una fase storica segnata da difficoltà congiunturali che non possono più essere ignorate.

A ben vedere, le fragilità che pesano sul settore — in Italia come nel resto d'Europa — affondano le radici in due dimensioni distinte ma intrecciate. Da una parte, ci sono le criticità strutturali: la scarsità di capitale disponibile, la persistente diffidenza delle PMI verso il capitale di rischio, la frammentazione normativa. Dall'altra, pesano gli effetti di un contesto economico complicato, prima la recessione, poi la pandemia, che hanno reso ancora più evidenti i limiti di un sistema non sempre pronto a reagire.

Eppure, nonostante tutto, il private equity continua a rappresentare uno strumento prezioso. La sua capacità di sostenere e trasformare le piccole e medie imprese è reale, ma non può più bastare l'iniziativa isolata dei singoli operatori. Serve una visione condivisa, un impegno serio e coordinato, che coinvolga chi investe, chi legifera, chi ha il compito di costruire regole giuste. Solo così sarà possibile creare le condizioni per una crescita solida, capace di durare.

CAPITOLO 2

LA CRISI D'IMPRESA E I PROCESSI DI RISANAMENTO AZIENDALE

2.1. Definizione di crisi d'impresa

La crisi d'impresa rappresenta un costrutto concettuale di elevata complessità all'interno del dominio delle scienze economico-aziendali. La sua rilevanza trascende la mera sfera economico-finanziaria, estendendosi alle dimensioni istituzionali e sociali che definiscono l'organizzazione.

La concettualizzazione della crisi impone, in primo luogo, una disamina della sua natura dinamica e pluridimensionale. Essa non si configura come un evento puntuale e isolato, bensì come un processo evolutivo che si articola temporalmente attraverso la manifestazione di indicatori prodromici.

La tempestiva identificazione di tali segnali assume un'importanza cruciale, in quanto propedeutica all'implementazione di interventi correttivi potenzialmente efficaci (Muserra, 2022).

Nel quadro teorico più consolidato, la crisi è vista come una condizione di difficoltà che minaccia, o addirittura compromette, la capacità dell'impresa di proseguire l'attività in un contesto di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale (Corea, 2022). Non si tratta semplicemente di insolvenza, ma di un deterioramento progressivo degli equilibri vitali che sorreggono la gestione aziendale.

Una riflessione più ampia è proposta da Caramagna (2020), che suggerisce di interpretare la crisi come un "processo fisiologico" nel ciclo vitale di ogni impresa.

Ogni azienda, infatti, è un sistema aperto e dinamico, inevitabilmente esposto a fasi di contrazione e difficoltà. Questi momenti, tuttavia, non sempre conducono a esiti patologici. Se considerata in questa ottica, la crisi diventa parte naturale del percorso dell'impresa, che, se ben gestita, non degenera in dissesto.

Vale la pena volgere lo sguardo indietro, notare come la scienza abbia iniziato a interrogarsi seriamente sulla crisi aziendale solo nella seconda metà del secolo scorso. Fu allora che diverse scuole di pensiero presero questo fenomeno complesso e cercarono di ordinarlo, di dargli un senso all'interno delle teorie sull'equilibrio che regola la vita di un'impresa.

E se guardiamo alla definizione che ci offre il Codice della crisi, con le sue parole precise, scopriamo che la crisi è descritta come quella fase delicata, quel momento di difficoltà economica e finanziaria che fa temere, concretamente, che l'azienda non riesca più a far fronte ai propri impegni.

Questa visione normativa, in armonia con le indicazioni europee, allarga i confini di ciò che intendiamo per crisi. Non la relega più al momento estremo dell'incapacità di pagare, ma la intercetta prima, in quella zona grigia dove i segnali di difficoltà iniziano a farsi sentire. L'importanza si sposta

così verso la capacità di riconoscere presto questi sintomi, di intervenire con prontezza. Tuttavia, è bene tenerlo a mente, crisi e insolvenza non sono la stessa cosa, anche se l'una può condurre all'altra. La crisi è uno sbilanciamento, certo, ma con la possibilità di un ritorno all'equilibrio. L'insolvenza, invece, segna un punto di non ritorno, l'impossibilità definitiva di far fronte agli impegni presi.

L'approccio proposto da Santoni (2011) riveste particolare rilevanza, in quanto interpreta la crisi come il risultato di un disequilibrio sistemico tra le risorse disponibili e le necessità operative dell'impresa. Un disequilibrio che si acuisce a causa di fattori interni ed esterni all'organizzazione.

In questa prospettiva, la crisi non si manifesta solo attraverso indicatori contabili compromessi, ma si annuncia anche attraverso segnali più sottili, come il degrado delle relazioni con il mercato, il progressivo indebolimento delle capacità organizzative e la perdita di forza nella capacità innovativa dell'impresa.

C'è chi, come (Pierucci, 2015), sottolinea con forza quanto la crisi sia un "fenomeno complesso", qualcosa che sfugge alle griglie di analisi consuete. Ci invita a unire diversi punti di vista – quello economico, quello finanziario, quello strategico – perché solo abbracciando l'insieme si può davvero comprendere la sua essenza. E poi, il pensiero più recente di (Finelli, 2020) ci spinge a guardare la crisi in prospettiva, come qualcosa che si può, in qualche modo, anticipare.

Non solo osservare quando si manifesta apertamente, ma anche intercettare quei segnali ancora lievi, quasi impercettibili, che ne annunciano l'arrivo. La crisi, allora, non è tanto un fatto compiuto, quanto un percorso che si snoda nel tempo, e per navigarlo servono occhi attenti e strumenti capaci di scrutare l'orizzonte.

Non si può ignorare l'influenza delle dinamiche psicologiche e organizzative nella gestione della crisi. Le reazioni interne all'impresa, come la paura, la paralisi decisionale e l'inerzia, possono acutizzare le difficoltà oggettive, rendendo il recupero dell'equilibrio operativo un'impresa ancora più ardua (Rocca, 2022).

Dunque, si fa strada una distinzione importante: quella tra una "crisi fisiologica" e una "crisi patologica". La prima, come ci ricorda (Rocca, 2022), somiglia quasi a un'onda, un normale sbalzo che l'azienda può affrontare con una buona organizzazione e un controllo attento. La seconda, invece, è un male più radicato, una trasformazione negativa che intacca profondamente la sua stessa capacità di vivere.

In definitiva, cosa significa definire la crisi d'impresa? Significa accettare la sua natura sfaccettata, il suo evolversi nel tempo, i tanti fattori che la determinano. Solo comprendendo questa complessità si può smettere di vederla come una malattia incurabile, ma come un momento cruciale, un bivio nella storia di un'azienda. Un momento in cui la prontezza nel reagire, la chiarezza delle decisioni e l'efficacia degli strumenti scelti diventano elementi di importanza vitale.

2.1.1 La crisi fisiologica e la crisi patologica: la classificazione secondo la dottrina economico-aziendale

Nella riflessione economico-aziendale, la crisi non appare come un evento improvviso o isolato, ma come un processo dinamico, intrinseco alla vita dell'impresa, che può manifestarsi in modi e con intensità diverse. La dottrina ha elaborato un primo fondamentale discrimine: la distinzione tra crisi fisiologica e crisi patologica. Questa differenziazione aiuta a comprendere la natura ambivalente della crisi, che oscilla tra ciò che è normale e ciò che è anomalo.

La crisi fisiologica è una tappa inevitabile nel ciclo di vita di ogni impresa, un riflesso delle trasformazioni naturali che ogni organizzazione attraversa nel tempo.

Non va letta come un segno esclusivamente negativo, ma come un'opportunità di rinnovamento, un momento in cui l'impresa può adattarsi alle nuove condizioni ambientali, tecnologiche o di mercato (Caramagna, 2020). Si manifesta, per esempio, nei cambiamenti generazionali, nelle ristrutturazioni strategiche o nell'introduzione di innovazioni che ne ridisegnano la struttura. In fondo, la crisi è una parte integrante della vita stessa dell'impresa, una fase ordinaria nella sua continua evoluzione.

Quando invece la crisi si fa "patologica", il quadro cambia.

L'impresa sembra incapace di navigare le onde del cambiamento, e questo porta a squilibri profondi, che ne minano il funzionamento complessivo. Non è più un'opportunità per crescere o per aggiustare la rotta, ma il segno di un disagio radicato, qualcosa che, se non si interviene in fretta, rischia di condurre all'insolvenza, alla fine stessa dell'attività. Questa "malattia" emerge da un intreccio di debolezze interne – scelte sbagliate, una gestione carente – e di elementi esterni che mutano – l'economia, le regole, il settore di riferimento – e che l'impresa non riesce ad affrontare con la necessaria efficacia.

Questa distinzione, sebbene chiara nella teoria, si presenta come sfumata nella realtà. L'esperienza empirica evidenzia come molte crisi, inizialmente fisiologiche, possano trasformarsi in patologie gravi se non vengono riconosciute e gestite tempestivamente (Santoni, 2011). Per questo, numerosi studiosi sottolineano la cruciale importanza di un monitoraggio costante e di sistemi di allerta precoce, in grado di intercettare i segnali deboli prima che il deterioramento diventi irreversibile (Pierucci, 2015).

Sul piano classificatorio, la dottrina aziendalistica propone diverse tassonomie della crisi, ancorate alla natura e all'origine degli squilibri. Una delle sistematizzazioni più consolidate distingue tra:

- crisi economica, riconducibile alla perdita sistematica di redditività;
- crisi finanziaria, derivante da tensioni nella liquidità e nella capacità di far fronte alle obbligazioni;

- crisi patrimoniale, connessa a una progressiva erosione della struttura patrimoniale (Capelli, 2018).

Questo approccio categoriale, lontano dall'essere solo una costruzione teorica, acquista un'importanza concreta tanto nella diagnosi precoce quanto nella scelta delle strategie di risanamento più adeguate. È infatti chiaro che una crisi di natura economica richiederà soluzioni differenti rispetto a una crisi di tipo finanziario o patrimoniale (Rocca e Acciaro, 2020).

Un'altra prospettiva proposta dalla dottrina (Santoni, 2011) considera la dimensione temporale della crisi, distinguendo tra:

- crisi latente, caratterizzata da segnali deboli e discontinui;
- crisi conclamata, in cui i sintomi sono evidenti e sistemici;
- crisi irreversibile, nella quale le possibilità di risanamento sono ormai ridotte.

Questa sequenza mette in luce la natura progressiva e cumulativa del fenomeno, evidenziando l'importanza fondamentale di intervenire tempestivamente nell'individuazione e gestione della crisi. Un tema che trova ampio spazio anche nella recente normativa italiana sulla crisi d'impresa, espressa nel Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019).

Una riflessione più recente associa la distinzione tra crisi fisiologica e patologica alla resilienza dell'impresa. Non ogni difficoltà deve necessariamente sfociare in una crisi irreversibile; la differenza risiede, in gran parte, nella forza dei sistemi di governance aziendale, nella cultura organizzativa e nella capacità di adattarsi al cambiamento.

Un'impresa resiliente sa riconoscere tempestivamente i segnali di deterioramento, intervenendo prontamente con soluzioni efficaci, trasformando la crisi in una possibilità di rinnovamento. Al contrario, l'assenza di meccanismi adattivi, la paralisi nelle decisioni o una governance inefficace rischiano di far degenerare anche una crisi inizialmente contenibile in una condizione patologica senza ritorno.

In definitiva, la crisi aziendale, nelle sue forme fisiologica o patologica, deve essere letta come parte integrante della traiettoria esistenziale dell'impresa, infatti ciò che distingue una crisi "sana" da una "malata" non è tanto la sua presenza, quanto piuttosto la capacità dell'organizzazione di riconoscerla, interpretarla e reagire in modo coerente e tempestivo. La distinzione concettuale tra fisiologia e patologia della crisi, pertanto, più che un esercizio di classificazione, si configura come una bussola interpretativa fondamentale per orientare l'analisi, la prevenzione e la gestione dei fenomeni di instabilità aziendale.

2.2 Cause della crisi d'impresa

Si può affermare, dunque, che la crisi d'impresa si configuri come l'esito di un processo complesso e pluridimensionale, intrinsecamente connesso alla progressiva disarmonia tra le variabili economiche, patrimoniali e finanziarie che strutturano l'organizzazione aziendale. Contrariamente a una lettura superficiale che potrebbe assimilarla a un accadimento contingente e inatteso, la crisi si manifesta quale risultante di dinamiche sottostanti che, in assenza di un riconoscimento e di una gestione tempestiva, tendono a evolvere verso stati patologici caratterizzati da irreversibilità (Muserra, 2022). Se ci si addentra nel pensiero di chi studia l'economia delle aziende, si nota come le ragioni profonde di una crisi vengano spesso divise in due grandi gruppi: ciò che nasce dentro l'impresa e ciò che invece arriva dall'esterno (Caramagna, 2023).

Da una parte, una gestione non accorta delle proprie risorse; dall'altra, i cambiamenti del mondo circostante, quelli che l'azienda non può governare. Questa distinzione, per quanto possa sembrare semplice, ha ancora molto da dirci, perché ci aiuta a capire quali sono le responsabilità dirette di un'impresa in un momento di difficoltà e quali, invece, le derivano dal contesto in cui opera.

Guardando dentro l'impresa, si nota come gli squilibri economici siano spesso al cuore del problema. Quando un'azienda non riesce più a produrre margini di guadagno sufficienti rispetto a quanto ha investito, la sua stessa capacità di prosperare si incrina (Pierucci, 2015). Poi ci sono gli squilibri patrimoniali, che si manifestano quando i debiti diventano eccessivi rispetto a ciò che l'azienda possiede realmente, minandone la solidità e la fiducia di chi le presta denaro (Finelli, 2020).

E infine, gli squilibri finanziari, forse i primi segnali concreti di una tempesta in arrivo: quando l'azienda non ha abbastanza liquidità per pagare i debiti più urgenti (Santoni, 2011).

A livello gestionale, un aspetto che richiede particolare attenzione è l'analisi degli errori strategici e operativi. Quando un'impresa non riesce ad adattarsi ai cambiamenti del mercato, quando si fanno scelte d'investimento inadeguate o politiche commerciali sbagliate, quando la governance si rivela inefficace, si aprono varchi per rischi endogeni che possono rivelarsi fatali (Guglielmo, 2022).

In questo contesto, non può essere ignorato il tema della discontinuità generazionale nelle imprese familiari. Il passaggio di leadership, se non gestito con le giuste strategie, può minare la coesione interna e compromettere l'efficienza dell'intero sistema organizzativo, dando vita a crisi che, senza interventi tempestivi, rischiano di diventare irreversibili (Santoni, 2011).

I fattori esterni, che si pongono come un insieme di sfide inevitabili, includono il cambiamento dell'economia globale, l'evoluzione delle tecnologie, le modifiche alle normative e gli eventi straordinari come le pandemie o le crisi geopolitiche (Corea, 2022). Tra questi, un aspetto che sta

acquistando una rilevanza sempre maggiore è la crisi derivante dall'innovazione non gestita. L'incapacità di prevedere o adottare rapidamente le nuove tecnologie può portare a un rapido deterioramento dei modelli di business, aumentando in modo significativo la vulnerabilità delle aziende (Marcello, 2015).

Ci sono poi quei fattori esterni, che l'azienda non può governare direttamente, ma ai quali deve saper rispondere con prontezza ed efficacia, altrimenti la sua fragilità rischia di acuirsi.

La recente crisi sanitaria globale ne è un esempio lampante: un evento inatteso che ha potuto accelerare dinamiche negative già presenti in molte realtà aziendali (Rocca e Acciaro, 2023).

Quel che appare chiaro è che raramente una crisi ha una sola origine; quasi sempre è un intreccio di cause diverse, che si influenzano a vicenda. Comprendere questa complessità, questa pluralità di fattori, è cruciale non solo per capire davvero cosa sta succedendo, ma anche per individuare le strade più efficaci per superare il momento difficile.

Come sottolinea Santoni (2011), la crisi non nasce mai da un singolo errore; piuttosto, è il risultato di una serie di fragilità strutturali, scelte miopi e eventi avversi che si accumulano nel tempo.

È, in fondo, un processo che si costruisce passo dopo passo, in modo silenzioso e talvolta impercettibile. La crisi d'impresa, infatti, è un fenomeno che si sviluppa secondo un suo corso, che passa dalla fase latente, dove i segnali sono deboli e difficili da cogliere, alla fase acuta, quando il dissesto si fa palese e richiede azioni urgenti e decisivi (Muserra, 2022). Ogni momento del suo ciclo impone un tipo di analisi e di intervento differente, che saranno approfonditi nei paragrafi successivi.

2.2.1 Squilibri economici, patrimoniali e finanziari

La crisi di un'impresa spesso si rivela come un lento accumularsi di problemi, uno sbilanciamento progressivo che tocca l'economia, il patrimonio, la finanza, e che, interagendo, mina la sua stessa capacità di andare avanti. Capire la natura di questi squilibri, come si muovono, è fondamentale per analizzare a fondo la crisi e per trovare le vie giuste per superarla.

Gli squilibri economici, per esempio, si manifestano prima di tutto come un'alterazione dei guadagni dell'azienda. Accade quando la normale attività non produce più un reddito sufficiente a coprire le spese e a remunerare in modo adeguato chi ha contribuito alla produzione (Muserra, 2022).

La marginalità operativa tende a ridursi, talvolta arrivando a segnare valori negativi, spesso a causa di inefficienze interne, scelte strategiche inadeguate o una perdita di competitività sul mercato (Santoni, 2011). Un risultato economico che continua a essere negativo, lontano dall'essere un

episodio isolato, riflette generalmente difficoltà più radicate, legate all'incapacità dell'impresa di adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente competitivo (Capelli, 2017).

Bisogna poi tener presente che gli squilibri economici possono nascere sia da dinamiche interne all'azienda – scelte gestionali sbagliate, tecnologie superate, un modo di operare inefficiente – sia da eventi esterni – nuove leggi, crisi nel settore, scosse economiche generali – che cambiano le regole del gioco (Santoni, 2011). Distinguere tra queste cause sarà cruciale per capire a fondo l'origine della crisi.

Quanto agli squilibri patrimoniali, essi si rivelano in una strana composizione di ciò che l'azienda possiede e di ciò che deve. Da un lato, troppi beni immobilizzati, investimenti che non rendono più o che non si possono trasformare rapidamente in denaro, indeboliscono la capacità dell'impresa di far fronte agli imprevisti (Capelli, 2017). Una struttura patrimoniale sbilanciata, caratterizzata da un'eccessiva incidenza dell'indebitamento a breve termine, aumenta il rischio di insolvenza, poiché intacca il margine di sicurezza patrimoniale dell'impresa (Corea, 2022).

Gli squilibri patrimoniali, infatti, non sono solo numeri, ma si riflettono anche sulla qualità complessiva dell'affidabilità dell'impresa, influenzando la percezione che di essa hanno gli stakeholders.

Dal punto di vista pratico, esistono alcuni parametri che permettono di individuare tempestivamente eventuali squilibri patrimoniali. Tra questi, il deterioramento del rapporto debt/equity, la riduzione del patrimonio netto al di sotto dei livelli fisiologici e l'aumento del leverage finanziario rappresentano segnali tangibili che richiedono un'analisi approfondita (Pierucci, 2015).

Gli squilibri finanziari sono la manifestazione più evidente e rischiosa della crisi. Si traducono in una difficoltà crescente nel far fronte agli impegni a breve termine, minando la solvibilità e, in ultima analisi, la stessa sopravvivenza dell'impresa (Marcello, 2015).

La tensione che ne deriva può nascere da flussi di cassa operativi negativi o da strutture di finanziamento insostenibili, dove il peso del debito finisce per inghiottire risorse superiori a quelle realmente disponibili (Pierucci, 2015).

Il deterioramento degli indicatori finanziari ha un impatto diretto sul merito creditizio dell'impresa, compromettendo il suo rating bancario e limitando l'accesso al credito. Questo processo crea un circolo vizioso che amplifica la crisi in corso. Come osservato da Santoni (2011), è proprio la decadenza dei flussi di cassa a trasformare una crisi latente in una crisi visibile, rivelando agli occhi degli stakeholder segnali inequivocabili di difficoltà.

Gli squilibri non si manifestano mai in modo isolato. Al contrario, si nutrono l'uno dell'altro, in un circolo vizioso che si autoalimenta. Un disequilibrio economico persistente finisce per compromettere la struttura patrimoniale, con effetti che a loro volta esasperano le difficoltà finanziarie, accelerando

il percorso verso il dissesto. È questa la dinamica che emerge con forza dalla riflessione di Rocca e Acciaro (2023). La recente letteratura aziendale, d'altra parte, pone sempre più l'accento sulla necessità di un'analisi della crisi che non si limiti a esaminare singoli aspetti, ma che sappia cogliere le connessioni tra performance economica, solidità patrimoniale e sostenibilità finanziaria (Corea, 2022).

Oggi, questa consapevolezza è pienamente integrata nella disciplina positiva, come emerge chiaramente dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019), che individua negli squilibri economico-patrimoniali e finanziari i segnali precoci di una possibile crisi. Il legislatore non si limita a rilevarli, ma impone un obbligo preciso agli organi societari: individuare tempestivamente questi segnali e porvi rimedio (Corea, 2022).

In ultima analisi, il monitoraggio costante di questi squilibri non è solo un obbligo gestionale, ma si configura come uno strumento indispensabile per salvaguardare il valore dell'impresa e prevenire il sopraggiungere della crisi, in un contesto di governance attenta e responsabile.

2.2.2 Le cause interne ed esterne della crisi d'impresa: errori strategici, gestionali e fattori esogeni

La crisi d'impresa è il frutto di una serie di fattori spesso difficili da isolare, in cui elementi interni ed esterni si intrecciano in modo complesso e, talvolta, imprevedibile. Capire davvero la natura di queste cause è fondamentale, non solo per agire in tempo, ma anche per costruire strutture aziendali che possano adattarsi e resistere ai mutamenti di un contesto competitivo in continua evoluzione.

Guardando all'interno dell'azienda, una delle prime cause di crisi si annida spesso negli errori strategici. È quella incapacità di definire o di aggiornare in modo efficace il proprio modo di operare rispetto a come cambiano i mercati, le tecnologie, i bisogni che emergono.

Come sottolinea Muserra (2022), questo scollamento tra la strategia aziendale e il contesto competitivo è uno dei primi campanelli d'allarme che segnalano un deterioramento della sua capacità di continuare a operare nel tempo. Strategie che non sono più al passo coi tempi, strutture troppo rigide, investimenti che non tengono conto delle dinamiche del settore o una sottovalutazione dei pericoli del mercato sono tutti fattori che, a lungo andare, portano a squilibri difficili da sanare.

Gli errori gestionali, al pari di quelli strategici, giocano un ruolo cruciale nell'origine della crisi aziendale. Quando la gestione quotidiana è condotta senza la dovuta attenzione, con inefficienza o senza un controllo interno adeguato, le debolezze dell'impresa si amplificano.

Capelli (2017) sottolinea come le carenze nei sistemi di budgeting, reporting e gestione finanziaria possano creare squilibri che, se non tempestivamente individuati, sfociano in un progressivo

deterioramento dei flussi di cassa e della capacità di autofinanziamento. Spesso, un'errata struttura dei costi o politiche commerciali che non rispecchiano la reale marginalità portano l'impresa in un circolo vizioso di difficoltà, da cui risulta complesso uscire.

L'incapacità gestionale si rivela frequentemente nella difficoltà di cogliere tempestivamente i primi segnali di crisi. Come sottolinea Santoni (2011), molte squadre di gestione, per resistenze cognitive o per un'eccessiva fiducia nel breve termine, finiscono per trascurare i segnali deboli che emergono dall'interno dell'organizzazione. Questo ritardo nel prendere provvedimenti correttivi, che sarebbero fondamentali nelle fasi iniziali del declino, può compromettere gravemente le possibilità di recupero. Un altro aspetto spesso trascurato riguarda l'asimmetria informativa tra il management e la proprietà. Quando le informazioni cruciali sullo stato di salute dell'impresa vengono distorte, ignorate o minimizzate, si creano delle vulnerabilità che, però, restano nascoste fino a quando non è troppo tardi (Finelli, 2020, pp. 42-45). Le aziende con una governance fragile o attraversate da conflitti interni sono particolarmente vulnerabili a questo rischio, che può ritardare o compromettere le azioni correttive necessarie.

Tra le cause interne, un aspetto che merita attenzione è l'uso eccessivo della leva finanziaria. Come osserva Finelli (2020), un indebitamento che supera la capacità di generare liquidità non fa che esacerbare gli effetti di qualsiasi errore strategico o gestionale, comprimendo drasticamente le possibilità di intervento dell'impresa quando si verificano eventi imprevisi o crisi esterne.

D'altro canto, i fattori esterni, pur fuori dal controllo dell'impresa, esercitano una forza altrettanto determinante, influenzando profondamente la sua stabilità e capacità di reazione. Tra i principali si annoverano:

- Mutamenti macroeconomici, come recessioni, crisi finanziarie, inflazione o instabilità dei tassi di interesse, che alterano improvvisamente le condizioni di accesso al credito e di domanda dei beni (Corea, 2023);
- Cambiamenti normativi e regolamentari, che possono introdurre nuove compliance stringenti o alterare la competitività settoriale, costringendo le imprese ad adeguamenti onerosi e rapidi (Marcello, 2015);
- Innovazioni tecnologiche disruptive, che rendono obsoleti prodotti e processi tradizionali, imponendo radicali trasformazioni organizzative (Finelli, 2020);
- Eventi eccezionali come pandemie, guerre o disastri naturali, la cui imprevedibilità può determinare veri e propri shock sistemici, come accaduto con la crisi sanitaria del 2020 che ha stravolto supply chain globali e mercati di sbocco (Rocca e Acciaro, 2024).

La crescente globalizzazione ha accelerato la diffusione delle crisi, rendendole sempre più rapide e pervasive, estendendosi da un settore all'altro, da una regione all'altra. In questo scenario, anche

un'impresa che opera a livello locale può trovarsi improvvisamente coinvolta in una crisi globale, per via delle sue connessioni strategiche con fornitori, clienti o partner internazionali (Corea, 2023).

La vulnerabilità agli shock esterni è un aspetto inevitabile in un sistema economico globalizzato. Ciò che distingue le imprese capaci di resistere a queste sfide è la loro abilità nell'anticipare e adattarsi. Come evidenziato da Arato (2024), la solidità degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili è la prima barriera contro gli effetti devastanti degli eventi esterni. Un'impresa che possiede strutture agili e sistemi di monitoraggio efficaci non solo limita i danni, ma talvolta trasforma la crisi in un'occasione per riposizionarsi sul mercato con maggiore forza.

In definitiva, la crisi non può essere interpretata come un evento improvviso, ma piuttosto come l'esito di un progressivo accumularsi di fragilità interne e di pressioni esterne. La sfida per il management moderno non consiste soltanto nel correggere gli errori passati, ma soprattutto nel creare un'organizzazione dinamica, aperta al cambiamento e capace di apprendere continuamente dall'ambiente che la circonda.

2.3. Modelli di rilevazione e prevenzione della crisi

Individuare tempestivamente i segnali di crisi è, senza dubbio, una delle sfide più complesse e decisive nella gestione aziendale moderna. In un contesto economico in continua evoluzione, dove volatilità, competizione sempre più agguerrita e una normativa che cambia con rapidità si intrecciano, la capacità di anticipare le difficoltà è diventata un elemento imprescindibile per proteggere la continuità dell'impresa (Muserra, 2022). La rilevazione precoce di una crisi non solo amplia le possibilità di intervento, ma preserva anche il valore aziendale, riducendo al minimo le ricadute negative sugli stakeholder.

Gli strumenti per rilevare la crisi si suddividono in due ambiti principali: da un lato, gli indicatori di allerta giuridico-contabili, introdotti dal Codice della Crisi e dell'Insolvenza (Corea, 2022), dall'altro, i modelli predittivi basati su metodi statistici, che hanno preso forma nella letteratura economico-aziendale a partire dalla seconda metà del Novecento (Pierucci, 2015).

Gli indicatori di allerta, che la legge italiana ha introdotto con il decreto del 2019, hanno proprio lo scopo di scovare quei segnali di squilibrio – che tocchino l'economia, il patrimonio o la finanza – capaci di mettere a rischio la tenuta dell'azienda nel futuro prossimo. Questi squilibri si manifestano attraverso spie come la diminuzione della liquidità disponibile, il peggioramento della solidità del patrimonio, l'incrinarsi dei rapporti con le banche, o la costante riduzione di ciò che l'azienda possiede realmente (Marcello, 2015). Gli organi di controllo, sia interni che esterni, hanno il compito di

osservare in maniera continua queste variabili, intervenendo quando richiesto dai meccanismi di allerta stabiliti dagli articoli 14 e 15 del CCII (Corea, 2022).

Accanto agli strumenti normativi, la dottrina aziendalistica e la pratica manageriale hanno sviluppato sofisticati modelli predittivi. Tra i più noti figura il modello Z-Score elaborato da Altman (1968), che, combinando variabili di bilancio ponderate, fornisce una probabilità di insolvenza su base statistica. L'importanza dello Z-Score risiede nella sua semplicità applicativa e nella sua capacità predittiva, pur presentando limiti legati alla rigidità delle soglie e alla variabilità settoriale (Pierucci, 2015).

Nel tempo, l'approccio si è evoluto, portando all'introduzione dei modelli logit e probit, strumenti che permettono di stimare la probabilità di default mediante analisi probabilistiche non lineari, più capaci di captare le sottili sfumature nei dati (Santoni, 2011). Queste tecniche sono state poi ulteriormente raffinate con l'adozione di algoritmi di machine learning, come il Random Forest, che hanno incrementato notevolmente l'affidabilità delle previsioni, dimostrandosi particolarmente efficaci in contesti complessi e in continua evoluzione.

Nel contesto attuale, i modelli predittivi si arricchiscono sempre più di indicatori che vanno oltre i dati numerici, includendo anche aspetti qualitativi, come la qualità del management, la struttura dei processi decisionali e l'adattabilità ai cambiamenti del mercato (Finelli, 2020). Questo approccio, che integra diverse dimensioni, riflette una visione sistemica della crisi. Non più vista come un evento repentino, ma come il risultato di un deterioramento lento e progressivo che investe l'impresa nella sua interezza (Santoni, 2011).

Oggi, questa spinta verso l'integrazione trova pieno riconoscimento anche nel quadro normativo. Il Codice della Crisi, infatti, promuove un'analisi globale della condizione aziendale, che unisce dati quantitativi e qualitativi, con l'obiettivo di una prevenzione articolata e multi-dimensionale (Corea, 2022). In questo contesto, la combinazione di modelli predittivi e indicatori di allerta emerge come uno strumento cruciale per anticipare i segnali di crisi e intervenire tempestivamente con misure correttive.

I modelli di rilevazione e prevenzione della crisi sono oggi strumenti indispensabili, non solo per soddisfare gli obblighi normativi, ma anche per orientare le decisioni strategiche in modo proattivo. Essi rappresentano la base metodologica da cui derivano le strategie di intervento, creando le condizioni per una gestione del rischio di crisi che sia consapevole, tempestiva e responsabile.

2.3.1 Indicatori di allerta

Nel contesto attuale della gestione d'impresa, gli indicatori di allerta si stanno facendo strada come elementi imprescindibili per la rilevazione tempestiva di segnali di crisi. Non sono semplici numeri o indicatori finanziari, ma strumenti complessi e in continua evoluzione. Rappresentano il tentativo delle scienze aziendali e giuridiche di cogliere, con puntualità, quei segnali precoci di deterioramento che, se trascurati, rischiano di condurre l'impresa verso un punto di non ritorno, dove l'insolvenza diventa inevitabile (Muserra, 2022).

Il legislatore italiano, con il Codice della crisi d'impresa, ha dato forma concreta all'idea di "allerta", introducendo segnali precisi e limiti da superare, riconoscendo che la crisi non è un fulmine a ciel sereno, ma un percorso che si snoda nel tempo (Corea, 2022). Questa scelta affonda le radici in una raccomandazione europea del 2014 ed è stata poi allineata ai principi di una direttiva del 2019, secondo cui accorgersi in tempo di una crisi è fondamentale per proteggere il valore dell'azienda e la salute dell'intero sistema economico (Marcello, 2015).

Gli indicatori di allerta si trovano, per loro natura, al confine tra l'analisi economico-finanziaria e la valutazione prospettica della continuità aziendale. Non basta fare affidamento sui dati storici o su parametri fissi: è fondamentale comprendere la dinamica di uno squilibrio, monitorandolo in modo continuo e su più fronti (Santoni, 2019). In questo contesto, la crescente sensibilità normativa ed economica ha messo in evidenza l'urgenza di sviluppare indicatori "forward-looking", che non si limitano a fotografare le anomalie del passato, ma anticipano le difficoltà che potrebbero sorgere in futuro (Direttiva UE 2019/1023).

Proprio questa sua natura evolutiva ha reso necessario ripensare profondamente i modi tradizionali di capire se un'azienda sta andando in crisi. Spesso, gli strumenti di un tempo non sono sufficienti a cogliere quei primi segnali, ancora deboli, di un problema che sta nascendo. Chi studia le aziende in Italia ha contribuito a creare una visione più completa degli indicatori di allerta, insistendo sull'importanza di unire i numeri a un'analisi più qualitativa (Capelli, 2018). Gli squilibri economici, patrimoniali e finanziari non vanno guardati solo nelle loro cifre, ma anche in relazione alla capacità dell'azienda di produrre denaro in futuro, di adattarsi ai cambiamenti e di mantenere la fiducia di chi ha interessi in gioco.

Nel contesto delle procedure di allerta previste dal Codice della crisi, gli indicatori svolgono un ruolo strumentale, ma non di tipo meccanico. Sono, infatti, considerati "indizi gravi, precisi e concordanti" della crisi (Corea, 2022), ma la loro effettiva rilevanza dipende dalla valutazione professionale degli organi di controllo e degli advisors strategici. Questi ultimi sono chiamati a interpretare i segnali alla

luce della situazione concreta dell'impresa, un compito che implica un'analisi approfondita e contestualizzata, senza mai trascurare le specificità del caso.

Una distinzione altrettanto significativa è quella tra indicatori generali e indicatori settoriali. I primi si fondano su parametri macroeconomici o contabili di ampio respiro, comuni a tutte le realtà aziendali. I secondi, invece, necessitano di un adattamento alle caratteristiche specifiche del settore in cui l'impresa opera, tenendo conto della sua struttura patrimoniale, delle sue dinamiche operative e della competitività che la contraddistingue (CNDCEC, 2020).

È particolarmente significativo che il legislatore abbia affidato al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili il compito di sviluppare indicatori standardizzati (CNDCEC, 2020), segnando così un chiaro impegno verso una mediazione tecnica, che non si limita a un approccio burocratico, ma che riconosce il valore delle competenze professionali nella gestione della crisi. In questo modo, si promuove una visione della governance che privilegia la prevenzione rispetto alla semplice reazione all'insolvenza.

Gli indicatori di allerta vanno ben oltre il ruolo di semplici strumenti di misurazione; diventano autentici presidi culturali. Sono il riflesso di una nuova consapevolezza del rischio d'impresa, che sollecita l'imprenditore a mantenere una vigilanza costante e responsabile sulla continuità della sua attività (Cuchel, 2022). La recente riflessione dottrinale, inoltre, sottolinea come la capacità di individuare tempestivamente i segnali di crisi sia fondamentale per garantire "assetti organizzativi adeguati" secondo l'art. 2086 c.c., a dimostrazione della profonda interconnessione tra la governance interna e il sistema di allerta precoce (Marcello, 2015).

In conclusione, il tema degli indicatori di allerta si rivela un campo dinamico, in perenne sviluppo, che riflette l'intreccio sempre più stretto tra diritto, economia e gestione strategica. Sebbene le analisi future non siano ancora state introdotte, è possibile affermare che questi indicatori rappresentano il fulcro di ogni moderno sistema di early warning, destinato a influenzare in maniera decisiva le pratiche di prevenzione e risanamento delle imprese in crisi.

2.3.2 Modelli statistici predittivi (Z-Score, Ohlson, Altman)

Fin dagli anni Sessanta, la teoria economico-aziendale ha cercato di anticipare la crisi d'impresa, sviluppando strumenti predittivi basati sull'analisi statistica di variabili contabili e finanziarie. In quel periodo, l'esigenza di creare indicatori sintetici in grado di distinguere tra imprese sane e quelle a rischio di insolvenza è aumentata, parallelamente alla crescita dei mercati finanziari e alla crescente consapevolezza sull'importanza della diagnosi precoce della crisi (Muserra, 2022).

Tra i primi tentativi di dare un metodo per prevedere le crisi, spicca il modello Z-Score ideato da Edward Altman nel lontano 1968. Il suo studio, basato su tecniche statistiche avanzate, scelse un gruppo di indicatori di bilancio che, combinati in un certo modo, permettevano di prevedere con una buona dose di affidabilità il fallimento delle aziende industriali americane (Pierucci, 2015). Altman creò così una formula semplice e diretta che, pur essendo nata in un contesto specifico, quello americano degli anni Sessanta, ha avuto nel tempo moltissimi adattamenti e aggiornamenti per essere applicata in realtà diverse, Italia compresa.

La forza del modello di Altman sta nella sua abilità di integrare variabili diverse – patrimoniali, reddituali e finanziarie – in un unico indicatore che le sintetizza. Tuttavia, come sottolinea Santoni (2011, p. 144), la sua validità può essere compromessa da fattori come le differenze tra settori, la dimensione dell'impresa o i cambiamenti nei principi contabili. Per questo motivo, è fondamentale un continuo aggiornamento delle metodologie di previsione, affinché il modello resti efficace nel tempo.

Accanto al modello di Altman, un altro importante contributo nella previsione dell'insolvenza giunge nel 1980 da James Ohlson. La sua proposta si distingue per il metodo statistico scelto, che segna un passo decisivo rispetto all'approccio di Altman. Abbandonando l'analisi discriminante, Ohlson opta per la regressione logistica, un modello più flessibile, capace di adattarsi meglio alle caratteristiche dei dati senza imporsi le rigide ipotesi sulla loro distribuzione, tipiche del precedente metodo. Un cambiamento che, di fatto, amplia le possibilità di analisi, introducendo una visione più dinamica e meno limitata.

Il modello logit calcola direttamente la probabilità di fallimento di un'impresa, utilizzando una serie di variabili predittive. In questo modo, offre una visione probabilistica della salute aziendale, invece di limitarla a una valutazione netta e dicotomica. Questa prospettiva si è dimostrata particolarmente efficace in mercati complessi e diversificati, dove le situazioni aziendali non si riducono facilmente a scelte binarie.

La disciplina ha continuato a evolversi, spingendosi oltre i modelli tradizionali. Accanto a questi, la ricerca più recente ha visto l'affermarsi di approcci più sofisticati, come quelli che sfruttano il machine

learning, come nel caso della Random Forest (Santoni, 2011). Eppure, nel contesto del diritto della crisi d'impresa e degli strumenti per una rilevazione precoce, i modelli di Altman e Ohlson rimangono pilastri fondamentali. Ancora oggi, sono utilizzati come riferimenti imprescindibili, fungendo da punto di partenza per l'elaborazione degli indicatori di allerta previsti dall'art. 13 del Codice della crisi (Corea, 2022).

Non si deve tuttavia cadere nella tentazione di considerare questi modelli come strumenti infallibili o autoportanti. Come osserva Rocca (2021), la previsione dell'insolvenza resta inevitabilmente soggetta a margini di errore, sia per la variabilità endogena delle imprese, sia per i fattori esogeni (crisi di settore, eventi straordinari) che sfuggono all'analisi quantitativa. I modelli predittivi devono dunque essere interpretati come **strumenti di supporto** alla valutazione professionale, da integrare con analisi qualitative e con un attento esame delle dinamiche gestionali (Muserra, 2022, pp. 4-5).

L'integrazione di modelli predittivi nei sistemi di allerta precoce, come previsto dall'articolo 13 del Codice della crisi d'impresa, rappresenta un esempio concreto di come la normativa risponda alle stesse necessità di previsione e gestione del rischio che i modelli statistici cercano di soddisfare sul piano tecnico (Corea, 2022). L'adozione di indicatori economico-finanziari definiti e la combinazione con strumenti predittivi consolidati nel tempo si propone di trasformare concetti teorici e intuizioni scientifiche in strumenti concreti, a supporto della protezione della continuità aziendale.

Non va dimenticato, infatti, che i modelli di Altman e Ohlson sono stati sviluppati in contesti economici ben distinti da quello attuale, contraddistinto da una volatilità finanziaria più marcata, da mercati globalizzati e da rapidi progressi tecnologici (Santoni, 2011, p. 144). Da qui nasce l'esigenza di trattare ogni applicazione predittiva non come una formula immutabile, ma come uno strumento flessibile, che va continuamente aggiornato e adattato alle specificità del contesto in cui viene utilizzato.

2.3.3. Modelli logit e probit applicati alla crisi d'impresa

Negli ultimi anni, l'attenzione crescente verso l'anticipazione dei segnali di crisi ha spinto allo sviluppo di strumenti statistici sempre più avanzati. Tra questi, i modelli logit e probit si sono distinti come metodologie essenziali nella previsione dell'insolvenza aziendale, segnando un'evoluzione naturale rispetto ai primi modelli discriminanti lineari, come lo Z-Score di Altman (Santoni, 2010/2011).

L'introduzione di questi modelli nella letteratura economico-aziendale risale agli anni Ottanta, quando Ohlson (1980) propose un approccio innovativo basato sulla regressione logistica per prevedere il fallimento aziendale, dando così inizio a un cambiamento significativo nel campo (Santoni, 2010/2011). I modelli logit e probit sono nati proprio per superare le limitazioni che derivano dall'assunzione di linearità e normalità nella distribuzione delle variabili, ipotesi che spesso non riflettono le reali dinamiche dei sistemi aziendali in crisi.

Il modello logit, che affonda le sue radici nella regressione logistica, è in grado di stimare la probabilità di default di un'impresa, attribuendo a ciascuna un valore che varia tra 0 e 1. Questo avviene grazie a una funzione sigmoide, che si presta a rappresentare fenomeni economici complessi (Santoni, 2010/2011). Da parte sua, il modello probit persegue obiettivi simili, ma si distingue per l'uso di una funzione di distribuzione cumulativa diversa: una normale standardizzata al posto di quella logistica. Tale scelta gli consente di adattarsi meglio a situazioni in cui si suppone la normalità degli errori (Finelli, 2020).

Entrambi gli approcci si uniscono nella capacità di considerare una vasta gamma di variabili aziendali – da quelle reddituali a quelle patrimoniali e finanziarie – per creare una previsione che sintetizza il loro impatto attraverso coefficienti che ne misurano il peso statistico nel determinare il rischio di crisi. Rispetto ai modelli discriminanti tradizionali, logit e probit si distinguono per non richiedere l'assunzione di omoschedasticità né la stessa matrice di covarianza per le imprese sane e quelle in difficoltà. Questo ne amplia l'utilizzo anche in contesti caratterizzati da campioni aziendali meno omogenei (Santoni, 2010/2011).

Sul piano metodologico, è essenziale evidenziare che la creazione di un modello logit o probit efficace richiede, prima di tutto, una scelta ponderata delle variabili esplicative. Variabili eccessivamente correlate tra loro possono distorcere i risultati, mentre un numero eccessivo di regressori rispetto alla dimensione del campione può minare la stabilità dei coefficienti stimati. Da qui l'importanza cruciale di analizzare la multicollinearità e di testare la solidità del modello tramite tecniche di validazione incrociata, aspetti che la letteratura empirica recente ha esplorato con grande attenzione (Santoni, 2010/2011; Finelli, 2020).

La valutazione della performance predittiva riveste un ruolo cruciale, e viene solitamente condotta attraverso indicatori come l'Area Under the ROC Curve (AUC) e l'Accuracy Score, strumenti che permettono di misurare in modo oggettivo la capacità discriminante dei modelli (Santoni, 2010/2011). All'interno di questo contesto, i modelli logit e probit trovano piena applicazione, inserendosi armoniosamente nel più ampio quadro degli strumenti predittivi previsti dalla riforma del diritto della crisi d'impresa.

La normativa italiana, attraverso il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. n. 14/2019), incoraggia l'uso di strumenti quantitativi per individuare tempestivamente gli squilibri gestionali (Muserra, 2022-2023). In questo contesto, l'adozione di metodologie predittive avanzate non appare solo come una scelta opportuna, ma come un passo imprescindibile per una gestione informata e responsabile del rischio d'insolvenza.

Questi modelli, sebbene offrano notevoli vantaggi in termini di capacità discriminante e adattabilità a situazioni reali, richiedono una riflessione critica. La previsione, infatti, non può mai essere confusa con una certezza assoluta. La complessità dei fenomeni aziendali, la continua evoluzione delle condizioni macroeconomiche e l'imprevedibilità di eventi esterni pongono limiti inevitabili a qualunque approccio statistico (Finelli, 2020). Pertanto, i modelli logit e probit devono essere visti come strumenti a supporto del giudizio manageriale, piuttosto che come sostituti di una valutazione esperta e professionale.

Con queste considerazioni, si capisce come i modelli statistici, come quelli logit e probit, siano diventati oggi strumenti essenziali per cercare di capire in anticipo se un'azienda sta andando in crisi, rappresentando un confine avanzato nella gestione moderna dei rischi aziendali. Però, per usarli bene, servono competenze specifiche in statistica, una certa attenzione critica a come sono costruiti e la consapevolezza di cosa possono e non possono dirci. Aspetti, questi, che verranno esaminati più nel dettaglio in seguito.

2.4. Strategie di risanamento aziendale

La gestione della crisi d'impresa è un processo complesso, che, pur nella sua difficoltà, offre anche l'opportunità di rinascita. Quando si manifestano segni di squilibrio, il risanamento non si limita a rispondere all'emergenza, ma si sviluppa come una serie di azioni mirate a ristabilire un equilibrio duraturo, sia sul piano economico che finanziario e patrimoniale (Caramagna, 2023). In questa luce, il risanamento non si limita a una semplice riorganizzazione dei debiti o a operazioni contabili superficiali, ma implica una revisione profonda del modello di business, delle operazioni e delle scelte strategiche. La crisi aziendale, secondo la dottrina economico-aziendale, è un fenomeno dinamico e, per questo, il risanamento deve intervenire sulle sue cause radicate, non limitandosi a trattare i sintomi (Guatri, 1986; Caramagna, 2023).

La rilevazione tempestiva degli squilibri, oggi supportata da strumenti di allerta stabiliti dalla legge, offre l'opportunità di avviare un percorso di recupero più mirato. Questo percorso si sviluppa attraverso una serie di strategie complementari, ciascuna pensata per affrontare e risolvere problematiche specifiche all'interno dell'azienda.

Nel corso della letteratura più recente, emerge un quadro sistematico di quattro principali direzioni strategiche di risanamento:

- La ristrutturazione operativa, intesa come ripensamento dei processi produttivi, della struttura dei costi e della gestione interna;
- La ristrutturazione finanziaria, finalizzata a riposizionare l'impresa su basi di sostenibilità patrimoniale e liquidità adeguata;
- Il rilancio competitivo, che punta a rinnovare il posizionamento di mercato attraverso scelte di marketing, innovazione e sviluppo di nuove aree di business;
- La gestione della crisi come opportunità, una visione più avanzata che considera il dissesto come un'occasione per trasformare radicalmente l'identità aziendale e migliorare la creazione di valore.

Il risanamento, come processo, si distingue per la sua natura integrata: è un cammino che non può prescindere da interventi simultanei su più fronti, dove ogni azione deve essere in perfetta sintonia con la strategia complessiva. Questo aspetto essenziale emerge chiaramente nell'analisi che segue, approfondita nei paragrafi successivi (Capelli, 2018).

Guardando alla sua dimensione operativa, la letteratura traccia una netta separazione tra approcci "difensivi" e "proattivi". I primi si concentrano su una riduzione del perimetro aziendale, un tentativo di sopravvivenza in un contesto di crisi. I secondi, al contrario, vedono nella crisi un'opportunità, un momento propizio per rinnovare e riprogettare modelli di business più snelli, più dinamici, in grado

di rispondere meglio alle sfide del mercato (Rocca e Acciaro, 2022). Il concetto di "going concern" rimane al centro di ogni riflessione, poiché la salvaguardia della continuità aziendale rappresenta il cuore pulsante di qualsiasi strategia di risanamento (Marcello, 2015). È fondamentale riconoscere, però, che nella pratica operativa si traccia una distinzione tra due direzioni: da un lato, le strategie che mirano a preservare la continuità aziendale – tema centrale di questa analisi – e, dall'altro, quelle orientate verso una discontinuità organizzata, che può tradursi in liquidazione o vendita dell'impresa (Rocca e Acciaro, 2022). La trattazione che seguirà si concentrerà unicamente sui percorsi legati al going concern, rinviando a un momento successivo l'analisi degli interventi liquidatori. L'intero processo di risanamento, inoltre, dovrebbe sempre orientarsi verso la tutela e la valorizzazione del capitale economico dell'impresa, cercando soluzioni che preservino, laddove possibile, la sua capacità di creare valore nel lungo periodo (Perrini, 2022). L'impresa che si avvia al risanamento, dunque, deve non solo correggere i propri errori passati, ma anche dotarsi di strumenti di monitoraggio e gestione del rischio adeguati a sostenere una crescita rinnovata.

2.4.1. Ristrutturazione operativa e ristrutturazione finanziaria

Nel contesto della crisi d'impresa, il risanamento si costruisce attraverso un insieme di azioni che intervengono sia sulla struttura operativa che sull'equilibrio finanziario dell'azienda. È in questo delicato equilibrio, tra operatività e finanza, che si gioca la possibilità di preservare la continuità aziendale, di tutelare il valore residuo dell'impresa e, quando possibile, di orientarla verso una nuova fase di crescita.

La ristrutturazione operativa: un percorso arduo, spesso sofferto, che tocca nel vivo l'organizzazione del lavoro, i modelli di business, la capacità di gestire le risorse in modo efficiente. Il suo scopo principale è rimettere in sesto un'economia aziendale che si è incrinata, agendo su più fronti. Significa, a volte, rendere più razionale la produzione, chiudendo ciò che non porta più guadagno o spostando alcune attività (Capelli, 2018). Altre volte, vuol dire rivedere profondamente come funziona l'azienda, introducendo nuove tecnologie e migliorando la circolazione delle informazioni (Finelli, 2019). Può anche implicare una scelta più mirata di cosa offrire al mercato, puntando sui prodotti che rendono di più e abbandonando quelli che non hanno futuro (Guglielmo, 2022). E, non di rado, significa cercare di ridurre i costi fissi, magari ridimensionando l'organico o ripensando la logistica (Santoni, 2011).

La ristrutturazione operativa va oltre un semplice intervento sui numeri, sui bilanci. Richiede un cambiamento profondo, quasi una rivoluzione culturale all'interno dell'azienda. Non si tratta solo di ridurre le spese o di fare tagli, ma di ripensare dalle fondamenta la sua ragion d'essere, il suo ruolo

nel mercato, il modo in cui intende competere. Con la consapevolezza che solo una trasformazione vera, sostanziale, può restituire all'impresa una prospettiva di crescita che duri nel tempo (Rocca e Acciaro, 2021). In questo cammino, la tempestività emerge come un fattore cruciale: posticipare l'avvio di un piano di risanamento non fa che aggravare la crisi, trasformandola spesso in qualcosa di irreversibile (Corea, 2022). Tuttavia, la ristrutturazione operativa, per quanto necessaria, non è una garanzia di successo. Come evidenziato da Finelli (2019), interventi sporadici e privi di una guida forte, senza un consenso diffuso all'interno dell'organizzazione, possono finire per avere effetti contrari, accelerando la disintegrazione invece di arginarla. La revisione delle operazioni aziendali, dunque, richiede non solo una strategia coerente, ma anche rapidità nell'attuazione e una visione chiara del futuro.

Se il fronte operativo si concentra sulla capacità dell'impresa di produrre valore, quello finanziario mira a garantire la sua sostenibilità patrimoniale e la liquidità necessaria alla prosecuzione dell'attività. La ristrutturazione finanziaria assume un ruolo complementare e imprescindibile nel quadro complessivo del risanamento. Essa si articola in un insieme di operazioni che vanno dalla rinegoziazione dei debiti esistenti con il sistema bancario o altri creditori (Treccani, 2023), alla conversione del debito in capitale sociale, conosciuta come debt-to-equity swap (Guglielmo, 2022), all'emissione di strumenti finanziari ibridi come bond convertibili, capaci di rafforzare i mezzi propri senza appesantire la posizione debitoria (Finelli, 2019).

In tempi recenti, il Codice della crisi ha introdotto meccanismi legali per facilitare l'arrivo di nuova finanza, come una sorta di corsia preferenziale per i finanziamenti temporanei durante un concordato in continuità, riconoscendo quanto sia cruciale la liquidità quando si cerca di rimettere in piedi un'azienda (Rocca e Acciaro, 2021). Però, avere a disposizione questi strumenti tecnici non basta da solo a garantire il successo di un'operazione finanziaria. Se non c'è una reale prospettiva di tornare a fare utili, ogni tentativo di ristrutturazione finanziaria rischia di essere solo un modo per rimandare il problema, invece di risolverlo davvero (Santoni, 2011).

Spesso si dimentica un aspetto cruciale: come si comunica con chi ha investito nell'azienda. Essere trasparenti nel raccontare la situazione, chiari sugli obiettivi di risanamento e capaci di dialogare con banche e creditori sono elementi che fanno la differenza in un processo di ristrutturazione. Nascondere i problemi più seri può addirittura peggiorare la posizione di chi amministra, come ha ricordato di recente la giustizia (Tribunale di Palermo, 2023), e rendere impossibile trovare un accordo.

Perché una ristrutturazione finanziaria funzioni davvero, devono esserci tre cose fondamentali che vanno di pari passo: una fiducia riconosciuta nel gruppo dirigente, capace di convincere chi deve mettere i soldi; un piano di risanamento che stia in piedi tecnicamente e che sia coerente al suo

interno; e la capacità di parlare in modo aperto e costruttivo con tutti coloro che sono coinvolti (Rocca e Acciaro, 2021). Senza questi elementi, anche il piano migliore rischia di fallire.

Così, tra l'agire rapido sulla struttura operativa e la sapiente ricomposizione degli equilibri finanziari, si dipana il sentiero, sempre arduo e incerto, verso il risanamento aziendale.

2.4.2 Il Rilancio Competitivo e la Gestione della Crisi come Opportunità di Riposizionamento

Nel contesto mutevole dell'economia contemporanea, la crisi d'impresa non deve essere vista come una fine definitiva, ma piuttosto come una fase cruciale che può aprire la strada a un rilancio strategico e a un riposizionamento competitivo. La ricerca recente ha evidenziato come una gestione tempestiva e ben indirizzata della crisi, affrontata con adeguata competenza, possa favorire una profonda rinnovazione del modello di business e rafforzare le capacità competitive dell'impresa (Rocca e Acciaro, 2022). Il rilancio competitivo, un tempo visto come un insieme di misure tese a ripristinare l'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario, ha oggi assunto una dimensione più complessa. La crisi non è più solo un momento di difficoltà da superare, ma una vera e propria "finestra di opportunità". Essa invita a ripensare il posizionamento strategico, a innovare nei prodotti, a riorganizzare le risorse e, in alcuni casi, a modificare radicalmente il mercato di riferimento (Capelli, 2018). Una visione che sposta l'attenzione dalla mera sopravvivenza a una possibilità di rinnovamento profondo e trasformativo.

In questo contesto, affrontare la crisi richiede una riflessione profonda sulla proposta di valore dell'impresa, mirando non solo agli asset tangibili, ma anche agli elementi intangibili come la reputazione, il capitale umano e la capacità di innovare (Pierucci, 2015). Il processo di rilancio, pertanto, non si limita a interventi difensivi, ma si configura come un'azione proattiva, basata su strategie di diversificazione, esplorazione di nuovi segmenti di mercato e una ridefinizione del core business.

Il riposizionamento competitivo nasce, dunque, da un processo di apprendimento che scaturisce direttamente dalla crisi. In effetti, come sottolinea Finelli (2020), le aziende che riescono a superare le crisi più gravi sono quelle in grado di valorizzare le proprie competenze interne, di sperimentare nuovi modelli di governance e di adottare una leadership trasformativa.

Un punto cruciale è saper guidare il cambiamento non solo nelle strutture, ma anche nella mentalità. La crisi scuote le fondamenta, mette in discussione ciò che si dava per scontato, e apre la strada a una revisione critica di come si è sempre gestita l'azienda. Sapersi adattare, prendere decisioni con agilità

e costruire nuove collaborazioni strategiche diventano capacità essenziali per superare la crisi e guardare avanti (Santoni, 2011).

Anche le leggi, come il Codice della Crisi d'Impresa, spingono verso questo modo di affrontare i problemi in modo attivo, introducendo strumenti come il concordato in continuità, che cercano di preservare il valore dell'azienda attraverso progetti di rilancio concreti e sostenibili (Corea, 2022).

Il processo di riposizionamento competitivo, purtroppo, non è esente da rischi. Un'analisi superficiale delle cause della crisi, una comprensione imprecisa delle dinamiche di mercato o una gestione inadeguata del cambiamento interno possono facilmente trasformarsi in nuovi fallimenti, peggiorando ulteriormente le condizioni dell'impresa. È proprio questo il punto su cui la letteratura si concentra: il mancato successo dei tentativi di rilancio deriva frequentemente dalla carenza di una visione strategica comune e dalla difficoltà nel coinvolgere pienamente tutte le parti dell'organizzazione (Capelli, 2018).

In alcune circostanze, le imprese in difficoltà riescono a risollevarsi non tanto innovando in modo radicale, quanto adottando una strategia di "second mover advantage". Analizzando gli errori dei pionieri di mercato, queste aziende imparano da essi e riescono a proporsi con soluzioni più mirate e performanti, sfruttando la maturazione del contesto competitivo (Pierucci, 2015). Un altro aspetto cruciale riguarda la gestione degli stakeholder durante il processo di rilancio. Rafforzare la fiducia di finanziatori, clienti, fornitori e personale è cruciale per assicurare la solidità del nuovo percorso strategico. Come osservato da Dalle Sasse (2020), il riposizionamento competitivo non può avvenire senza un rinnovato patto di fiducia tra l'impresa e il suo contesto esterno, altrimenti si corre il rischio di isolamento e di perdere credibilità.

La gestione della crisi come opportunità comporta una trasformazione radicale nel paradigma imprenditoriale, che non si limita più a una logica di mera sopravvivenza, ma si orienta verso una visione di crescita rigenerativa. Questo cambiamento, come sottolinea Dalle Sasse (2020), impone una vera e propria evoluzione mentale, in cui l'impresa è concepita come un "organismo vivente", capace di adattarsi, di evolversi, e di trasformare le sfide e le discontinuità del contesto in momenti di riflessione strategica e di rinnovata competitività.

La crisi d'impresa, in fondo, non rappresenta solo una minaccia, ma si configura soprattutto come una sfida, sia intellettuale che manageriale. È il punto di svolta che distingue le aziende in grado di adattarsi, innovare e crescere da quelle che, invece, restano paralizzate dall'immobilismo e finiscono per soccombere.

2.5 Gli strumenti e i professionisti del risanamento d'impresa

La gestione della crisi d'impresa, nel contesto attuale del diritto, implica l'uso di un insieme coeso di strumenti giuridici, affiancato dall'intervento di professionisti esperti. Con l'introduzione del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019), il panorama normativo ha subito una trasformazione significativa, ponendo particolare enfasi sull'urgenza degli interventi e sulla salvaguardia della continuità aziendale, quando questa risulti ancora possibile (Corea, 2022).

In questo scenario, si fa sempre più urgente la necessità di strumenti giuridici in grado di offrire soluzioni rapide ed efficaci per affrontare la crisi. Tra questi, le procedure che permettono all'imprenditore di presentare piani per superare le difficoltà emergono come una via per evitare la liquidazione, proponendo soluzioni alternative. Accanto a queste, ci sono gli strumenti negoziali che favoriscono una gestione più riservata della crisi, riducendo l'impatto traumatico sui soggetti coinvolti. Tuttavia, la complessità e la delicatezza di questi processi richiedono la presenza di professionisti esperti, in grado di operare con indipendenza, garanzia di credibilità e capacità di guidare efficacemente il percorso di risanamento.

L'interazione tra strumenti giuridici e competenze tecniche si rivela cruciale per il successo delle operazioni di risanamento. Solo un approccio integrato, in cui le soluzioni legali siano supportate da una guida esperta nella diagnosi e gestione della crisi, permette all'impresa di affrontare adeguatamente le difficoltà, preservando, quando possibile, la continuità aziendale e il valore economico e sociale dell'attività.

La recente normativa mira a favorire un'azione sinergica, dove la prevenzione e l'emersione tempestiva della crisi, insieme alla gestione accurata delle trattative e alla pianificazione del risanamento, si affidano a strumenti adeguati e a professionisti il cui contributo è fondamentale per il successo del processo di rilancio.

2.5.1 Gli strumenti giuridici per la gestione della crisi

Affrontare una crisi aziendale apre un ventaglio di possibilità legali, strumenti pensati per rimettere in sesto l'impresa e, quando la situazione lo consente, per farla continuare a operare. Queste opzioni sono delineate dal Codice della crisi, una normativa che ha portato novità importanti nel modo di gestire le difficoltà aziendali e l'insolvenza, con l'intento di trovare soluzioni diverse dalla liquidazione forzata. Tra le principali vie legali per affrontare una crisi aziendale, troviamo il concordato preventivo, il concordato in continuità aziendale, gli accordi per ristrutturare i debiti e i piani di risanamento certificati. Ognuno di questi strumenti ha le sue peculiarità, che permettono di affrontare la crisi in modo specifico e adattabile, a seconda delle circostanze uniche di ogni impresa. Il concordato preventivo è una procedura concorsuale che offre all'impresa in crisi l'opportunità di trovare un accordo con i creditori, garantendo il pagamento parziale o dilazionato dei debiti. Questo processo si fonda su una proposta che, se approvata dai creditori e successivamente omologata dal tribunale, consente alla società di evitare il fallimento. Secondo l'articolo 160 della Legge Fallimentare, la proposta di concordato deve essere approvata da una maggioranza qualificata di creditori, ma una volta approvata, essa vincola anche i creditori che si sono opposti. In questo contesto, il legislatore ha introdotto il concordato in continuità aziendale, una forma evoluta del concordato preventivo che permette di tutelare l'attività produttiva dell'impresa, consentendo la prosecuzione dell'attività economica sotto la supervisione di un commissario giudiziale.

La continuità aziendale è un aspetto fondamentale, perché permette di non disperdere il valore dell'impresa e di contenere i danni economici, anche se chi ha dei debiti deve dare solide garanzie sulla tenuta del piano di risanamento (Rocca e Acciaro, 2022).

Se un'azienda si trova nella situazione di dover rinegoziare i propri debiti, può ricorrere agli accordi di ristrutturazione, una via prevista dalla legge. Questi accordi, che si possono raggiungere anche senza passare subito per il tribunale, hanno l'obiettivo di riorganizzare i debiti modificando i rapporti e i contratti tra l'azienda e i suoi creditori.

Gli accordi di ristrutturazione possono prevedere misure straordinarie, come la riduzione dei debiti, la dilazione dei pagamenti o la cessione di una parte del patrimonio aziendale. L'obiettivo di queste azioni è preservare l'attività produttiva e superare la crisi, evitando il ricorso alla liquidazione (Corea, 2022).

Tra le varie opzioni disponibili, i piani attestati di risanamento, introdotti dalla L. 80/2005 e successivamente modificati, si rivelano uno strumento fondamentale. Non prevedendo una procedura concorsuale, questi piani offrono all'impresa l'opportunità di evitare la revoca dei pagamenti effettuati e delle garanzie prestate, sempre che siano ritenuti adeguati a ripristinare la solvibilità aziendale. Un

aspetto cruciale in questo processo è l'attestazione del piano da parte di un professionista indipendente, che ne certifica la fattibilità e la veridicità dei dati aziendali. Tale attestazione è un passaggio imprescindibile per escludere l'impresa dalla revocatoria fallimentare.

Questi piani si rivelano efficaci soprattutto in contesti di crisi temporanee o di entità contenuta. Tuttavia, possono essere impiegati anche in situazioni più gravi, seppur con maggiore difficoltà nel raggiungere accordi con i creditori (Finelli, 2020). La tempistica con cui vengono messi in atto questi strumenti giuridici rappresenta una delle principali leve per il risanamento aziendale.

Il legislatore ha definito un intervallo di tempo preciso, durante il quale il debitore deve prendere l'iniziativa di ricorrere a uno degli strumenti giuridici previsti. Se il concordato preventivo viene attivato tempestivamente, può fare la differenza tra il risanamento e il fallimento. Le imprese che scelgono di intraprendere rapidamente la via della procedura concorsuale hanno più possibilità di evitare la liquidazione e, allo stesso tempo, di proteggere il valore economico dell'azienda. La velocità nell'attivare gli strumenti di risanamento è cruciale, non solo per ottenere il consenso dei creditori, ma anche per raggiungere un accordo che consenta un vero risanamento.

Ognuno di questi strumenti ha implicazioni diverse per i creditori, sia sotto il profilo della protezione che delle garanzie offerte. Nel caso del concordato in continuità aziendale, ad esempio, il debito può essere ristrutturato in modo da garantire una migliore chance di recupero per i creditori. Al contrario, l'accordo di ristrutturazione dei debiti può implicare un sacrificio maggiore per i creditori, seppur finalizzato alla conservazione del valore aziendale. Questi aspetti vanno considerati attentamente, poiché gli strumenti giuridici per la gestione della crisi devono bilanciare gli interessi dell'impresa con quelli dei creditori.

Gli strumenti legali per affrontare una crisi aziendale offrono diverse strade per rimettere in sesto l'impresa, sia cercando di farla continuare a operare, sia attraverso accordi per riorganizzare i debiti o piani di risanamento certificati. La scelta tra queste opzioni – come il concordato preventivo, quello in continuità, gli accordi di ristrutturazione e i piani attestati – dipende dalla serietà della crisi e dalla volontà dell'azienda di proseguire la propria attività. Ma ogni strada intrapresa richiede una pianificazione accurata e un controllo costante da parte di esperti qualificati, che possano assicurare che il risanamento sia realizzabile e sostenibile nel tempo (Rocca e Acciaro, 2022).

2.5.2 Il ruolo dei professionisti nel processo di risanamento

Nel risanamento aziendale, i professionisti giocano un ruolo cruciale e complementare, indispensabile per il recupero dell'impresa e la sua continuità. Tra queste figure, l'advisor strategico, il revisore legale e l'attestatore indipendente sono fondamentali, ciascuno portando competenze distintive alla gestione della crisi. Il loro intervento non si limita a un'analisi superficiale, ma entra nel cuore delle scelte strategiche e finanziarie, influenzando profondamente la capacità dell'impresa di superare la crisi e tornare a essere competitiva.

L'advisor strategico ricopre un ruolo centrale in questo processo, non limitandosi a offrire consulenza tecnica. La sua funzione va ben oltre il semplice supporto operativo: è un partner fondamentale nel guidare il management nella progettazione e nell'attuazione di un piano di risanamento che non solo affronti le difficoltà immediate, ma getti anche le basi per una crescita sostenibile nel lungo periodo. Come osserva Finelli (2020), l'advisor è chiamato a proporre soluzioni concrete e mirate, come la diversificazione dei rischi, la ripensamento dei segmenti di mercato e la creazione di nuovi modelli di business.

Il ruolo dell'advisor è fondamentale per evitare che l'impresa si accontenti di una mera sopravvivenza, guidandola invece verso una trasformazione profonda che la renda più competitiva. Come sottolinea Pierucci (2015), l'advisor ha anche il compito di gestire la comunicazione con gli stakeholders, garantendo che tutte le parti coinvolte siano correttamente informate. Solo così si potrà ottenere il loro consenso sul piano di risanamento, agevolando il suo effettivo sviluppo.

In questo delicato momento, il revisore legale ha un ruolo di controllo cruciale. La sua indipendenza è la base per assicurare che il piano di risanamento sia davvero realizzabile e rispetti le leggi. Pierucci (2015) evidenzia quanto sia importante la sua valutazione sulla capacità dell'azienda di continuare a operare, un aspetto che il revisore deve esaminare con attenzione quando l'impresa mostra segnali di difficoltà finanziaria. La sua relazione non è una semplice formalità burocratica, ma un documento che offre a chi ha interessi nell'azienda – creditori, azionisti, tribunali – una visione chiara della sua situazione economica e finanziaria.

Il ruolo del revisore è fondamentale nel cogliere segnali di allerta precoce, come il deterioramento della liquidità o l'incapacità di rispettare le scadenze. La sua capacità di individuare tempestivamente questi indicatori permette al management di intervenire con le necessarie misure correttive prima che la situazione diventi irreversibile. Allo stesso modo, l'attestatore indipendente svolge una funzione cruciale, soprattutto nella certificazione dei piani di risanamento. Il suo compito è garantire che tali piani siano realistici e sostenibili. Come sottolinea Scagnelli (2024), l'attestatore deve agire con

imparzialità, poiché la sua valutazione influisce direttamente sulla fiducia che creditori e autorità giudiziarie ripongono nel piano, orientandone le scelte future.

L'intervento si concentra sulla verifica accurata delle proiezioni finanziarie, dei flussi di cassa previsti e delle ipotesi che sostengono i piani di ristrutturazione, per accertare la loro solidità e valutare se esistano le condizioni per il recupero dell'impresa. L'indipendenza dell'attestatore gioca un ruolo fondamentale, poiché ogni possibile conflitto di interesse rischia di minare la validità del piano.

Il ruolo dei professionisti nel risanamento aziendale comporta una responsabilità di grande peso. Come evidenziato da Corea (2022), consulenti, revisori e attestatori sono chiamati ad agire con una scrupolosità assoluta, affinché ogni fase del processo di risanamento sia improntata alla massima trasparenza e legalità. Un errore, una negligenza o un'omissione da parte loro non sono eventi trascurabili, ma possono avere ripercussioni giuridiche severe, che spaziano dalla responsabilità civile fino a implicazioni penali. Il risanamento stesso si gioca sulla loro capacità di bilanciare con delicatezza il rischio economico, tutelando al contempo gli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti, tra cui creditori e dipendenti.

Ogni decisione, ogni passo intrapreso, deve essere diretto non solo verso il successo dell'impresa, ma anche verso la protezione degli interessi collettivi. Un principio fondamentale, come sottolineato da Pierucci (2015), che deve orientare l'intero percorso di gestione della crisi.

In definitiva, affidarsi a professionisti nella gestione di una crisi aziendale è cruciale per assicurare che le operazioni di risanamento siano portate avanti con competenza e trasparenza, evitando che l'impresa si ritrovi di nuovo in difficoltà. L'esperto di strategia, il revisore legale e chi certifica il piano non sono semplici tecnici, ma i garanti della validità e dell'efficacia dei progetti di rilancio. Il loro apporto va ben al di là di un consiglio: è una vera e propria assicurazione per il futuro dell'azienda in crisi.

2.7. La gestione della crisi d'impresa in Italia: Analisi dei casi, dati rilevanti e interventi normativi e pubblici

La gestione della crisi d'impresa in Italia ha attraversato un profondo cambiamento grazie alle recenti riforme normative, a partire dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14). Con questa riforma, è stato segnato un vero e proprio punto di svolta, un cambio di paradigma che ha ridisegnato le modalità di intervento e prevenzione della crisi.

Fino ad allora, le crisi aziendali venivano principalmente gestite con l'obiettivo di procedere alla liquidazione dell'impresa in difficoltà, ma con la riforma è emerso un orientamento decisamente più proattivo, finalizzato alla salvaguardia della continuità aziendale. Questo approccio ha introdotto nuove soluzioni, come il concordato preventivo con continuità aziendale e la composizione negoziata della crisi, strumenti che permettono alle aziende in difficoltà di affrontare la crisi senza dover ricorrere immediatamente al fallimento.

L'analisi delle crisi aziendali in Italia rivela una realtà ancora complessa, nonostante le riforme abbiano avuto un impatto significativo sulla gestione delle difficoltà. In particolare, si nota un crescente ricorso a soluzioni di risanamento e ristrutturazione, con un aumento rilevante tra le piccole e medie imprese, le quali restano le più vulnerabili a tale situazione.

Prima delle riforme del 2005, come osserva Guglielmo (2020), il concordato preventivo era principalmente utilizzato per la liquidazione delle imprese. Tuttavia, negli anni successivi, l'approccio è cambiato: si è assistito a un crescente ricorso agli accordi di ristrutturazione dei debiti, previsti dall'art. 182-bis L.F., che hanno avvicinato il sistema a modelli più dinamici e orientati al risanamento. Un caso esemplare di questa evoluzione è quello di Parmalat. Nonostante la profondità della crisi attraversata, l'impresa è riuscita a preservare la sua attività, grazie al concordato preventivo con continuità aziendale, salvaguardando così migliaia di posti di lavoro e tutelando i creditori.

Nonostante questi segnali incoraggianti, il modo in cui in Italia si gestiscono le crisi aziendali si scontra ancora con diverse difficoltà concrete. Una delle principali è la velocità con cui si interviene: spesso, non si riesce a riconoscere in tempo l'arrivo della crisi, e questo impedisce alle aziende di utilizzare subito gli strumenti che la legge mette a disposizione. Anche la resistenza di chi ha dei crediti, che non sempre è disposto ad accettare soluzioni di risanamento, e la lentezza della burocrazia continuano a essere ostacoli importanti per far funzionare davvero gli strumenti pensati per superare la crisi.

In questo scenario complesso, il Codice della Crisi ha tentato di dare una risposta nuova, introducendo la composizione negoziata: uno strumento che permette alle aziende di affrontare la crisi con l'aiuto

di un esperto, senza dover subito passare per il tribunale. Questo approccio, che punta sulla collaborazione tra chi ha debiti e chi ha crediti, ha il vantaggio di essere meno "traumatico" rispetto alle procedure concorsuali tradizionali, consentendo una gestione più riservata e con meno scontri della situazione difficile.

Il sistema di allerta, previsto dal Codice, impone agli organi di controllo, sia interni che esterni all'impresa, di segnalare tempestivamente le criticità, facilitando così un intervento rapido. In parallelo, gli Organismi di composizione della crisi d'impresa (OCRI), istituiti presso le Camere di Commercio, rappresentano uno strumento cruciale, in grado di offrire supporto alle PMI in difficoltà, intervenendo prima che la situazione degeneri fino al fallimento.

Tuttavia, nonostante l'introduzione di questi strumenti, il sistema italiano continua a essere ostacolato da alcune criticità strutturali: ad esempio la mancanza di risorse adeguate per la gestione tempestiva delle crisi, la lentezza del processo di applicazione delle misure di risanamento e la resistenza degli attori economici sono ostacoli che ancora oggi minano l'efficacia delle riforme. La cultura della prevenzione della crisi è ancora carente in molte imprese, specialmente tra quelle più piccole, che spesso non adottano misure adeguate per monitorare e rilevare i segnali di difficoltà in tempo utile, aumentando il rischio di insolvenza irreversibile.

Un confronto con altri sistemi giuridici europei, come quelli tedesco e francese, evidenzia alcune differenze rilevanti. In Germania, ad esempio, il sistema di insolvenza preventiva e il concordato preventivo sono consolidati e prevedono una stretta interazione tra il tribunale e l'impresa. Questo approccio tende a privilegiare la liquidazione controllata di alcune attività, piuttosto che puntare esclusivamente alla conservazione dell'intera struttura aziendale.

In Francia, il sistema di sauvegarde, che richiama il concordato preventivo italiano, si distingue per una marcata enfasi sull'assistenza pubblica e sulla tutela dei debitori. In questo contesto, gli amministratori giudiziari assumono un ruolo centrale nella gestione della crisi, assicurando una guida esperta e un intervento mirato per navigare attraverso le difficoltà economiche.

Nonostante i passi avanti compiuti grazie alle riforme, il sistema italiano mostra ancora delle lacune. La cultura della gestione preventiva della crisi è ancora lontana dall'essere consolidata, e le difficoltà nell'attuazione pratica delle misure previste non fanno che complicare il percorso. A questi ostacoli si aggiunge la resistenza di alcuni creditori, che frena l'efficacia complessiva del sistema. Tuttavia, la digitalizzazione delle procedure e un rafforzamento della collaborazione tra il settore pubblico e privato potrebbero rappresentare un punto di svolta, facilitando il dialogo tra debitori, creditori e professionisti e rendendo il processo di risanamento più fluido e funzionale.

In conclusione, il modo in cui in Italia si affrontano le crisi aziendali ha fatto progressi importanti con le riforme del Codice della Crisi. Strumenti come il concordato preventivo in continuità e la

composizione negoziata hanno aperto nuove strade per il risanamento delle imprese. Tuttavia, gestire una crisi rimane una sfida complessa, che non si risolve solo con leggi efficaci, ma richiede anche un vero cambiamento culturale verso la prevenzione e un'applicazione più fluida degli strumenti che la legge mette a disposizione.

CAPITOLO 3

PRIVATE EQUITY E RISANAMENTI AZIENDALI: IL CONFRONTO TEORICO

3.1 Private Equity e imprese in crisi

Nella complessità dei mercati attuali, il Private Equity emerge come uno strumento sempre più centrale nella gestione delle crisi aziendali. Non si limita a rispondere alle esigenze di capitalizzazione, ma si configura come uno strumento strategico per supportare il rilancio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà. L'attenzione crescente verso le cosiddette imprese distressed, caratterizzate da squilibri finanziari o gestionali, ha spinto allo sviluppo di modelli di intervento fondati su approcci innovativi, spesso lontani dai tradizionali schemi della finanza d'impresa (Abbati, 2012).

In Italia, l'attenzione al ruolo del Private Equity nelle imprese in crisi è cresciuta soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, che ha messo in luce la fragilità strutturale delle PMI e la necessità di capitali più pazienti, con uno sguardo al lungo termine (Bianchini, 2010). Questo momento ha segnato anche un cambiamento culturale: il mercato ha iniziato a superare l'idea tradizionale che vedeva il Private Equity rivolto solo a imprese in rapida crescita, riconoscendone invece il valore come strumento anticiclico nelle ristrutturazioni (Moro Visconti, 2008; Cimpanelli, 2010).

L'ingresso del capitale privato in imprese in crisi non è mai un'operazione neutra: coinvolge un processo di valutazione complesso che intreccia dimensioni economiche, industriali, normative e, spesso, anche sociali. In questo scenario, il Private Equity non si limita a fornire capitali, ma interviene attivamente nella riorganizzazione degli assetti aziendali, nella governance e nell'impostazione strategica, mirando a generare valore in situazioni di discontinuità (Rapelli, 2008). È un approccio che si distingue nettamente da altri modelli di finanziamento o risanamento, perché richiede una visione imprenditoriale capace di cogliere e valorizzare le risorse residue dell'impresa, anche quando il contesto appare compromesso (Lattanzi, 2022).

L'investimento in aziende in crisi nasce da una visione strategica volta a cogliere le opportunità di rilancio, facendo leva sulla capacità dell'investitore di intervenire attivamente nella gestione, riorganizzando il management e tracciando nuovi indirizzi industriali (Maiolica, 2022).

In un contesto economico segnato da turbolenze cicliche, rapide innovazioni e un quadro normativo in costante mutamento, il Private Equity assume un ruolo sempre più stabile e centrale nei processi di risanamento.

Non si tratta di una semplice fase congiunturale, ma di un cambiamento strutturale profondo nel modo di concepire il risanamento aziendale. Si afferma un nuovo paradigma d'intervento, che punta sulla rapidità delle decisioni, sull'impiego di capitali pazienti e sulla capacità di guidare l'impresa verso un equilibrio sostenibile nel medio-lungo termine (Danovi e Indizio, 2010; Moro Visconti, 2008).

Contemporaneamente, l'attenzione crescente a forme di governance responsabile e al dialogo con gli stakeholder ha rafforzato il ruolo del Private Equity come protagonista strategico nella rigenerazione d'impresa.

In questo scenario, l'investitore non si limita a fornire capitale, ma assume un ruolo attivo nel promuovere responsabilità e trasparenza nei processi di riorganizzazione (D'Orazio, 2004; Forum per la Finanza Sostenibile, 2015). Questa nuova configurazione del Private Equity, che oscilla tra valutazione del rischio, creazione di valore e partecipazione operativa, evidenzia un legame sempre più stretto tra finanza e strategia industriale. Un incontro che richiede una crescente integrazione di competenze manageriali, giuridiche e finanziarie. È in questa ottica che si sviluppa la riflessione qui proposta, con l'obiettivo di analizzare modalità operative, fasi e strumenti tipici dell'intervento del Private Equity nelle imprese in crisi, avvalendosi sia di teorie consolidate sia di casi concreti, anche a livello internazionale.

3.1.1. L'intervento nelle operazioni distressed

L'intervento del private equity in contesti distressed rappresenta una delle forme di investimento più complesse e specializzate, poiché si colloca in una fase critica del ciclo aziendale, caratterizzata da tensioni finanziarie, crisi di continuità o squilibri strutturali profondi che minacciano la sopravvivenza stessa dell'impresa. A differenza delle operazioni tradizionali orientate alla crescita, i fondi che operano in situazioni di crisi adottano un approccio decisamente trasformativo, volto non solo a conseguire un ritorno economico, ma anche a ripensare radicalmente il modello operativo dell'azienda interessata (Esposito & Gagliardi, 2019).

Nel risanamento aziendale, il private equity svolge un ruolo complesso: non si limita a fornire capitale, ma porta anche competenze manageriali, conoscenze settoriali e strumenti di governance. Questi elementi favoriscono un cambiamento deciso nella direzione e nella strategia dell'impresa.

L'obiettivo non è più una crescita lineare, bensì un riposizionamento sul mercato, un incremento dell'efficienza operativa e una revisione della struttura del debito, spesso realizzata tramite debt-to-equity swap o accordi ex art. 182-bis l.f. (Modena, 2010; Salvi et al., 2025).

Il successo di questi interventi dipende molto dalla capacità del fondo di valutare con precisione le reali possibilità di rilancio dell'impresa. Per questo, le attività di due diligence si ampliano rispetto ai modelli tradizionali, assumendo una forma “rafforzata” che indaga a fondo non solo gli aspetti economico-finanziari, ma anche quelli industriali, giuridici e reputazionali (Brino, 2022).

L'investitore deve saper identificare rapidamente le potenzialità ancora presenti nel core business, le risorse inutilizzate e le leve operative da attivare nel breve termine per tornare a generare redditività. Spesso, il rilancio non viene affidato al management attuale, ma a team esterni di temporary manager esperti nella gestione della crisi, capaci di intervenire con decisione, velocità e piena autonomia operativa (Modena, 2010).

A livello europeo, queste operazioni hanno preso slancio soprattutto dopo la crisi finanziaria globale, intensificandosi nelle successive fasi recessive che hanno colpito vari settori. In particolare, il periodo post-pandemico ha moltiplicato le opportunità di investimento distressed, spinte dalla fine delle moratorie sui crediti e dall'aumento delle insolvenze latenti, a loro volta influenzate da fattori esterni come la crisi energetica e l'inflazione dei costi produttivi (TopHic, 2022).

In Italia, il mercato del turnaround è ancora contenuto rispetto a quello anglosassone, ma si registra un crescente interesse verso strumenti normativi più moderni — come la composizione negoziata della crisi prevista dal d.l. n. 118/2021 — che facilitano l'ingresso di operatori specializzati già in fase preventiva, prima della formale dichiarazione di insolvenza (Cimpanelli, 2022).

L'impiego di questi strumenti da parte dei fondi consente di affrontare tempestivamente le criticità, intervenendo in modo mirato per salvaguardare la continuità dell'impresa.

Questa capacità di selezione non è affatto secondaria: non tutte le aziende in difficoltà offrono reali opportunità per il private equity. Ciò che conta davvero sono alcuni fattori chiave, come la presenza anche minima di un margine operativo, la disponibilità del management a cambiamenti profondi e la possibilità di ricostruire rapporti di fiducia con gli stakeholder strategici, in particolare banche e fornitori (Abbati, 2012; Caputo, 2017).

In questo contesto, la reputazione del fondo assume un ruolo strategico fondamentale: il track record nei rilanci, la solidità percepita e un approccio responsabile costituiscono un patrimonio immateriale decisivo.

La credibilità così costruita influisce direttamente sulla fiducia degli investitori, sulla disponibilità dei creditori a collaborare e sulla stabilità dei rapporti commerciali esistenti (Fumagalli, 2008; Politica di Active Ownership, 2024).

Sul piano operativo, l'intervento si sviluppa spesso in modo graduale: si parte con un ingresso iniziale, talvolta tramite partecipazioni di minoranza o strumenti ibridi, per poi passare a una fase centrale, dove si assume il controllo operativo. Infine, si arriva al rilancio vero e proprio, guidato da piani industriali fondati su obiettivi concreti a breve e medio termine.

In questo percorso, il fondo diventa il motore del cambiamento, capace di colmare lacune gestionali e strutturali, creando le condizioni per un contesto favorevole al risanamento (Maiolica, 2022).

Infine, è possibile distinguere due approcci diversi nelle operazioni distressed. Il primo è reattivo, focalizzato sulla tutela della continuità aziendale e su interventi tempestivi. Il secondo è strategico: qui il fondo agisce come catalizzatore di un cambiamento profondo, mirato a rigenerare il modello d'impresa seguendo logiche di sostenibilità, coinvolgimento e inclusione degli stakeholder (D'Orazio, 2004; Forum Finanza Sostenibile, 2015).

3.1.2 I fondi specializzati in turnaround

Nel campo del private equity, i fondi specializzati nel turnaround stanno assumendo un'importanza crescente. Questi investitori intervengono in contesti di forte crisi, puntando a sostenere aziende in difficoltà e a riportarle alla redditività. Detti anche "distressed investors", si caratterizzano per un coinvolgimento attivo non solo sul piano finanziario, ma anche operativo e strategico, diventando così i veri protagonisti della rigenerazione aziendale (Abbati, 2012).

A differenza dei fondi di private equity tradizionali, i turnaround fund si concentrano su realtà particolarmente critiche, spesso segnate da elevati livelli di indebitamento o da problemi gestionali e industriali rilevanti. Ciò che li distingue è la propensione al rischio e la capacità di agire in contesti instabili, puntando a generare valore attraverso interventi diretti e rapidi (Esposito e Gagliardi, 2019). Dai casi analizzati da Caputo (2018) emerge come la presenza di un fondo specializzato vada oltre una semplice logica finanziaria, promuovendo una gestione attiva che coinvolge la governance, la ristrutturazione operativa e il riposizionamento strategico.

Questi fondi, infatti, uniscono l'apporto di capitale a competenze manageriali e operative, spesso grazie a team interni specializzati in ristrutturazioni o tramite società di temporary management (Modena, 2010). Un elemento chiave nella strategia dei fondi di turnaround è la rapidità dell'intervento. Agire prontamente consente di limitare il peggioramento della crisi e di preservare il valore residuo dell'azienda. Come sottolinea il report TopHic (2022), nelle situazioni di crisi la capacità di reagire velocemente e di attivare risorse in tempi rapidi rappresenta un vantaggio competitivo rilevante.

In Italia, sebbene gli operatori specializzati siano ancora meno numerosi rispetto ai paesi anglosassoni, si osserva una crescita costante, sostenuta anche dalle recenti evoluzioni normative (Cimpanelli, 2022). Dal punto di vista operativo, i fondi di turnaround adottano approcci fondati su una rigorosa due diligence, accompagnata dalla formulazione di piani industriali concreti e sostenibili. In questo percorso, si pongono come interlocutori autorevoli per gli stakeholder e il sistema bancario, assumendo un ruolo di garanzia volto a garantire una gestione affidabile e un futuro industriale credibile (Brino, 2022). Il loro contributo supera il mero supporto finanziario: assume infatti una valenza reputazionale, perché il fondo diventa il promotore di un progetto complesso in grado di riaccendere la fiducia degli attori coinvolti (Maiolica, 2022).

Anche a livello empirico, la letteratura conferma l'efficacia di questi interventi. Lattanzi (2020) sottolinea come i turnaround di maggior successo siano quelli in cui sinergie tra risorse finanziarie, competenze operative e assetti di governance emergono fin dall'inizio, fin dalla fase iniziale di ingresso. I fondi agiscono con un duplice obiettivo: da un lato puntano al recupero, dall'altro spingono l'impresa verso un'evoluzione più sostenibile, favorendo digitalizzazione e apertura ai mercati internazionali. In Italia, la crescita di questi operatori trova oggi un importante supporto nel quadro normativo recente. Un esempio è la composizione negoziata introdotta dal D.L. 118/2021, che ha promosso un approccio più proattivo e dialogico nella gestione della crisi, facilitando così l'ingresso di investitori istituzionali nei percorsi di risanamento (Cimpanelli, 2022).

In breve, i fondi specializzati nel turnaround rappresentano una risposta solida e ben strutturata alle crisi aziendali più complesse. La loro forza sta nella capacità di combinare strumenti finanziari avanzati, una governance più efficiente e una direzione industriale chiara. Questi elementi li rendono protagonisti essenziali nei processi di rilancio, soprattutto in periodi di instabilità economica e grande incertezza. L'impatto che producono supera il semplice salvataggio: si traduce in una strategia concreta di rilancio e valorizzazione dell'impresa, pensata per durare nel tempo e con uno sguardo alla sostenibilità (Danovi e Indizio, 2023; OIV, 2025).

3.2. Le fasi operative di un risanamento supportato dal Private Equity

L'ingresso di un fondo di Private Equity in un'azienda in crisi non si riduce a un semplice apporto di capitale; rappresenta invece l'inizio di un percorso complesso, guidato da metodo e visione. Il suo intervento prende la forma di una governance temporanea, ma profondamente orientata al cambiamento, che agisce non solo sulle risorse finanziarie, ma anche su quelle intangibili, con azioni tecniche, strategiche e organizzative ben mirate.

Queste operazioni richiedono un alto livello di specializzazione nella gestione del turnaround: il fondo svolge un ruolo attivo, conducendo un processo che supera la mera ristrutturazione del debito o il riequilibrio finanziario, concentrandosi soprattutto sul rilancio della competitività dell'impresa nel suo contesto di riferimento (Abbati, 2012).

L'intervento si svolge in più fasi: si inizia con un'attenta analisi e diagnosi (due diligence rafforzata), si passa alla stesura di un piano industriale concreto, focalizzato sulla creazione di valore, e si conclude con la ridefinizione della governance, la ricapitalizzazione e un controllo diretto delle leve gestionali più rilevanti.

Il successo dell'operazione non dipende solo dalla solidità finanziaria del fondo, ma anche da alcune condizioni favorevoli nell'impresa target. Tra queste, rivestono particolare importanza la capacità di ripristinare rapidamente flussi di cassa positivi, la presenza di asset intangibili strategici — come una reputazione solida o una clientela fidelizzata — e un atteggiamento collaborativo da parte dei principali creditori (Danovi e Indizio, 2023; Maiolica, 2022).

La letteratura mostra come l'approccio del Private Equity nelle situazioni di crisi non segua uno schema rigido. Piuttosto, la strategia si adatta alla natura della crisi — finanziaria, patrimoniale o gestionale — e alle caratteristiche specifiche dell'impresa coinvolta. I fondi specializzati nel turnaround privilegiano una prospettiva flessibile e contestuale, valutando con cura il profilo di rischio, le possibilità di recupero competitivo e la reale sostenibilità delle misure adottate (Cimpanelli, 2010; Brino, 2022). In questo contesto, il piano di risanamento diventa fondamentale, non solo come strumento operativo, ma anche come segnale di affidabilità verso mercato e creditori.

Gli strumenti normativi a disposizione — come la composizione negoziata della crisi — rappresentano un supporto importante; tuttavia, ciò che conta davvero è la capacità del fondo di esercitare una vera active ownership, diventando protagonista del cambiamento e partecipando direttamente alle scelte strategiche e operative (Banca Generali, 2024; Forum Finanza Sostenibile, 2015).

A differenza dei modelli tradizionali di ristrutturazione, spesso centrati su aspetti finanziari o amministrativi, questo approccio si distingue per una prospettiva trasformativa e dinamica: il fondo

non resta un osservatore esterno, ma si inserisce attivamente nell'organizzazione, guidandone concretamente il percorso. Spesso ciò comporta l'introduzione di nuove competenze e una profonda revisione dei processi decisionali e gestionali (Abbati, 2012; Rapelli, 2011).

Partendo da questo quadro metodologico e strategico, il paragrafo si concentrerà sulle principali fasi operative di un risanamento aziendale sostenuto da un fondo di Private Equity, con un focus specifico sugli strumenti analitici, sugli attori coinvolti e sulle conseguenze organizzative che emergono in ogni fase del processo.

3.2.1. Due diligence rafforzata

Nel campo dei risanamenti aziendali supportati dal private equity, la due diligence va ben oltre una semplice verifica formale: diventa un passaggio strategico fondamentale per capire se il rilancio sia davvero possibile. A differenza della due diligence tradizionale, che si applica a operazioni in continuità (going concern), quella svolta in situazioni di crisi richiede un'analisi più approfondita e specifica. L'obiettivo è individuare con rapidità e precisione le debolezze, che non riguardano solo l'aspetto economico-finanziario, ma si estendono anche a fattori operativi, legali, fiscali, ambientali e reputazionali. In ballo c'è molto: capire se ci sono margini concreti per ricostruire valore partendo da una base già compromessa.

Brino (2022) osserva come, nei contesti di crisi, la due diligence non possa fermarsi a un'analisi contabile o alle tradizionali verifiche documentali. Serve invece uno sguardo più profondo, capace di individuare le cause strutturali della crisi, i margini residui di vantaggio competitivo e, soprattutto, la reale sostenibilità del piano industriale presentato. In questo senso, la due diligence si intreccia con una valutazione strategica dei rischi: non basta identificarli, bisogna anche capire se sono gestibili e se possono essere attenuati o riequilibrati tramite leve finanziarie e gestionali. Così, l'intero processo assume un'impronta fortemente previsionale, coinvolgendo analisi di scenario, dinamiche di settore, fattori esterni e la sensibilità dei flussi di cassa rispetto a modifiche operative e oscillazioni del ciclo economico (OIV, 2025).

Nel processo evolutivo del ruolo del private equity, la due diligence rafforzata si trasforma in un vero e proprio dialogo strategico tra advisor finanziari, legali e industriali, volto a costruire un quadro chiaro e completo dell'impresa target. Ciò richiede un approccio condiviso e interdisciplinare, capace di unire competenze diverse in un'unica visione operativa. Come sottolinea Cimpanelli (2010), l'advisor assume un ruolo centrale nel coordinare queste professionalità, diventando il fulcro nella definizione del piano di risanamento. Il suo ruolo non si limita a un semplice supporto tecnico, ma

coinvolge anche l'ascolto e la mediazione tra interessi spesso contrastanti – azionisti, banche, fornitori, autorità – con l'obiettivo di creare una visione comune e realizzabile degli interventi necessari per il turnaround. Il successo, infatti, dipenderà dalla capacità di far percepire il piano come condiviso e credibile.

La dottrina più recente (Abbati, 2012; Rapelli, 2011) sottolinea come una due diligence rafforzata debba andare oltre l'analisi economico-finanziaria, includendo un'attenta valutazione degli aspetti di governance. Strutture proprietarie poco trasparenti, conflitti di interesse, un potere decisionale troppo concentrato o organi di controllo inefficaci possono ostacolare seriamente il successo di un risanamento, anche quando le condizioni economiche sembrano favorevoli. Così, l'attenzione si sposta dal mero esame documentale all'osservazione diretta delle dinamiche decisionali e delle pratiche gestionali, soprattutto in quei casi in cui la crisi nasce da leadership inefficaci o disfunzionali. Un elemento chiave della due diligence rafforzata riguarda il controllo della compliance normativa, specialmente nei settori ambientale, fiscale e giuslavoristico. Sono ambiti spesso trascurati nelle operazioni ordinarie, ma che, in caso di crisi, possono creare problemi tali da mettere a rischio l'intero processo di rilancio. Le più recenti linee guida ESG (Banca Generali, 2024; Forum Finanza Sostenibile, 2015) incoraggiano un approccio integrato, in grado di valutare sostenibilità e trasparenza anche nei momenti di maggiore fragilità. Proprio questa visione ha spinto i fondi più avanzati a considerare fin da subito i criteri ambientali e sociali nelle fasi preliminari di verifica degli investimenti.

Maiolica (2022) evidenzia come, nei momenti di crisi, una due diligence efficace debba necessariamente considerare il fattore tempo: spesso è la rapidità nel riconoscere le criticità e nell'attivare contromisure a decidere il successo dell'intervento di private equity. Ogni ritardo, sia nell'analisi sia nella definizione dei piani, può aggravare la situazione aziendale, restringendo gli spazi di azione e riducendo le reali possibilità di creare valore.

Spesso, la due diligence non si limita alla fase pre-investimento, ma si trasforma in un processo continuo di monitoraggio. Così, diventa uno strumento flessibile per seguire l'evolversi della crisi e per verificare costantemente il confronto tra ipotesi iniziali e risultati concreti.

Alcuni fondi, in particolare quelli più strutturati, utilizzano strumenti predittivi e valutazioni basate sull'intelligenza artificiale (AI-based assessment) per identificare rapidamente segnali di disfunzioni gestionali e anticipare possibili criticità, migliorando così l'efficacia delle strategie di rilancio successive. Si tratta di un'evoluzione della due diligence, che va oltre la semplice analisi contabile per assumere un ruolo più attivo e flessibile nel processo decisionale. In questo scenario, la due diligence rafforzata nelle operazioni di risanamento non svolge solo una funzione cautelativa, volta a evitare errori di valutazione, ma diventa uno strumento operativo che orienta l'azione del fondo verso

un piano di rilancio solido, realistico e condiviso. La sua efficacia dipende dalla capacità di coniugare rigore tecnico e visione interpretativa, all'interno di un confronto costante e aperto tra tutti gli attori coinvolti nel percorso di salvataggio.

3.2.2. Elaborazione di un piano industriale orientato al rilancio

La redazione di un piano industriale rappresenta il cuore strategico di ogni risanamento aziendale supportato da fondi di private equity. Non si limita a presentare numeri per il rilancio, ma diventa una bussola fondamentale per capire la situazione attuale dell'impresa e per tracciare le sue prospettive di crescita. Proprio attraverso questo strumento, gli investitori valutano la solidità economico-finanziaria dell'intervento e decidono concretamente se impegnare risorse e competenze nella società coinvolta (Danovi & Indizio, 2022).

Nel quadro delle operazioni distressed, la redazione di un piano industriale richiede un approccio preciso, attento alle peculiarità della crisi. Serve innanzitutto una visione d'insieme che permetta di comprendere la natura del dissesto, distinguendo tra cause strutturali e congiunturali, e identificando quali criticità sono superabili e quali, invece, ormai irrecuperabili (Maiolica, 2022). A questa prima fase analitica si affianca una valutazione realistica delle risorse ancora disponibili, della capacità competitiva residua e, non meno importante, della solidità degli asset intangibili, come la reputazione, il capitale umano e la rete distributiva (Il risanamento strategico, 2020).

Il piano si sviluppa idealmente su tre direttrici intrecciate: il riposizionamento strategico, la riorganizzazione operativa e la revisione dell'assetto finanziario. Sul fronte strategico, questo comporta una profonda ridefinizione del modello di business, tenendo conto della competitività del settore, della coerenza e solidità del portafoglio prodotti, oltre alle opportunità di ingresso in segmenti di mercato alternativi o emergenti (OIV, 2025).

Il percorso si basa su analisi di scenario e simulazioni di sensitività, strumenti essenziali per valutare l'impatto di variabili chiave come il costo dell'energia, la domanda fluttuante e le evoluzioni normative. Operativamente, l'obiettivo è riportare l'impresa su un percorso di sostenibilità economica, intervenendo con precisione sulle leve industriali, logistiche e organizzative. Le strategie più efficaci comprendono la razionalizzazione dei costi fissi, una revisione strutturata del capitale umano, l'automazione di processi selezionati e l'implementazione di sistemi di controllo di gestione avanzati (Abbati, 2012). Le aziende che riescono nel risanamento adottano modelli organizzativi

snelli, agili e digitalizzati, capaci di rispondere rapidamente ai cambiamenti del contesto competitivo (Caputo, 2018).

Nei piani di rilancio industriale, la dimensione della business continuity sta diventando sempre più centrale. Essa si configura come l'insieme di misure volte a rendere l'azienda capace di resistere a shock esterni, che possono derivare da pandemie, crisi geopolitiche o cambiamenti ambientali. L'uso di scenari alternativi, piani di emergenza, strategie per diversificare i fornitori e la digitalizzazione dei canali produttivi e distributivi è ormai una pratica consolidata, soprattutto per i fondi con un orizzonte di investimento a lungo termine (OIV, 2025; Tophic, 2022).

Spesso il successo del piano dipende dal coinvolgimento di temporary manager esperti in turnaround, selezionati direttamente dai fondi. Questi professionisti apportano competenze specifiche in ambiti chiave come la gestione della liquidità, la riorganizzazione operativa e il dialogo con gli stakeholder finanziari (Modena, 2010; Abbati, 2012).

Il loro contributo colma le carenze manageriali senza modificare, almeno nelle prime fasi, la struttura di governance, la cui revisione viene solitamente posticipata a momenti successivi (cfr. par. 3.2.3).

Fondamentale è inoltre il coinvolgimento e la legittimazione del piano da parte degli stakeholder interni: la partecipazione attiva del middle management e delle figure operative strategiche è decisiva per trasformare gli obiettivi in azioni concrete.

Quando si registra una reale adesione alle direttive del piano e una chiara consapevolezza delle risorse disponibili, si diffonde un senso condiviso di responsabilità. Questo atteggiamento aiuta a superare resistenze e facilita l'attuazione delle misure previste (D'Orazio, 2004; Danovi & Indizio, 2022). Sul piano finanziario, il piano industriale si lega strettamente alla ristrutturazione del debito e alla definizione di un assetto di capitale coerente ed efficiente. Serve dunque una pianificazione accurata della ricapitalizzazione iniziale da parte del fondo, la ricerca di soluzioni di finanza ponte o liquidità operativa, e talvolta una revisione dei covenant con il ceto creditorio (Modena, 2010). In diversi casi, l'accesso a strumenti agevolati o alla composizione negoziata della crisi, prevista dal D.L. 118/2021, può rappresentare una tappa fondamentale per consolidare l'intervento (Cimpanelli, 2022).

Il piano industriale deve essere solido, verificabile e allineato ai principi ESG. Le aziende capaci di integrare fattori ambientali, sociali e di governance attirano capitali pazienti, ottengono valutazioni di sostenibilità più alte e instaurano rapporti più trasparenti con gli stakeholder istituzionali (Forum Finanza Sostenibile, 2015; Banca Generali, 2024).

Non si tratta solo di un documento formale: il piano industriale rappresenta una svolta, un esercizio di visione strategica che richiede coerenza, metodo e capacità di leadership. Nel private equity, diventa il terreno comune su cui investitore e impresa costruiscono fiducia e valutano insieme la reale possibilità di rilancio.

3.2.3. Definizione della nuova governance

Nel quadro di un risanamento aziendale guidato da investitori di Private Equity, la revisione dell'assetto di governance rappresenta una leva fondamentale per il successo dell'operazione. Non si limita a un semplice cambio degli organi sociali, ma implica una riorganizzazione profonda della struttura decisionale, dei rapporti di fiducia tra investitori e management e dei meccanismi di controllo strategico.

Le imprese in crisi mostrano spesso una governance segnata da dinamiche familiari invasive, scarsa trasparenza nelle decisioni, assenza di una visione strategica condivisa e fragilità nei controlli. L'ingresso di un fondo di Private Equity, come investitore attivo, rompe questi equilibri consolidati, riorganizzando la governance secondo principi manageriali basati su trasparenza, orientamento ai risultati e creazione di valore (Rapelli, s.d., pp. 66–95).

Tra le prime misure adottate figura la nomina di amministratori indipendenti, dotati di competenze tecniche solide e reputazione professionale riconosciuta. Questi esperti affiancano — o, se necessario, sostituiscono — il management esistente, specialmente quando quest'ultimo non è pienamente allineato agli obiettivi di rilancio.

La loro funzione va oltre il semplice supporto operativo: sono un presidio sul capitale investito e una garanzia di coerenza nell'attuazione della nuova strategia (Abbati, 2012, pp. 41–48; Caputo, 2018, p. 93).

Allo stesso tempo, è prassi che l'investitore istituisca un Investment Committee o un Supervisory Board, incaricato di monitorare da vicino l'implementazione del piano industriale, valutare i risultati operativi e approvare operazioni straordinarie come acquisizioni, dismissioni o ristrutturazioni finanziarie (Brino, 2022, pp. 2–5). Questa struttura di governo intermedia nasce dall'esigenza del fondo di mantenere un controllo diretto e costante, senza però sovrapporsi o interferire con le responsabilità del management operativo.

Accanto a questo, è ormai consuetudine introdurre incentivi legati alla performance, come stock option o bonus basati sul raggiungimento di specifici KPI. L'obiettivo è chiaro: creare un legame solido tra le aspettative degli investitori e quelle del management. Questa logica, radicata nella agency theory, mira a ridurre l'asimmetria informativa, favorendo un vero allineamento degli interessi e superando la tradizionale separazione tra proprietà e controllo (Jensen & Meckling, 1976; Rapelli, s.d., pp. 20–24).

Un aspetto spesso trascurato, ma sempre più rilevante, riguarda invece la dimensione etica e sostenibile della governance dopo un intervento di turnaround. Gli investitori, soprattutto quelli internazionali, tendono a integrare criteri ESG nelle loro strategie, promuovendo strumenti di rendicontazione non finanziaria, codici etici e politiche anticorruzione, anche nelle piccole e medie imprese (Politica di Active Ownership, 2024, pp. 11–16; Manuale Engagement, 2015, pp. 32–46). Non si parla più solo di strutture decisionali, ma di un sistema valoriale che sostiene il rilancio dell'impresa, dando forza alla sua identità reputazionale. In questa prospettiva, la governance assume anche un significato simbolico per il mercato. L'ingresso di amministratori indipendenti, la creazione di comitati dedicati e la formalizzazione dei processi decisionali diventano segnali tangibili di rinnovata affidabilità. Questi elementi sono particolarmente cruciali nelle fasi iniziali dopo l'ingresso del fondo, poiché la credibilità dell'impresa influisce direttamente sulla capacità di attrarre nuovi finanziamenti, mantenere la fiducia dei fornitori e preservare la continuità dei rapporti contrattuali (Cimpanelli, 2010, p. 8).

Un ulteriore livello di complessità si manifesta nelle piccole e medie imprese, cuore pulsante del sistema produttivo italiano e spesso al centro degli investimenti di Private Equity. Qui, la riorganizzazione della governance incontra frequenti ostacoli strutturali, come l'impronta familiare della proprietà o l'assenza di procedure decisionali formalizzate fino a quel momento. L'ingresso del fondo richiede dunque un accompagnamento che vada oltre l'aspetto tecnico, abbracciando anche una dimensione culturale. È necessario favorire l'adozione di nuove pratiche manageriali, evitando resistenze che potrebbero rallentare o compromettere il risanamento (Abbati, 2012, pp. 33–35).

Contemporaneamente, ogni revisione della governance deve tenere conto del quadro giuridico di riferimento e delle specificità normative italiane, che influenzano sia la composizione degli organi societari sia le relazioni tra proprietà, amministratori e stakeholder.

Un passaggio cruciale è rappresentato dalla composizione negoziata della crisi, introdotta dal D.L. 118/2021, che assegna un ruolo centrale agli esperti indipendenti e favorisce strutture più trasparenti, allineate a una gestione sostenibile dell'impresa (TopHic, 2022; Cimpanelli, 2010). In sostanza, la nuova governance nelle operazioni di turnaround con il coinvolgimento del Private Equity non si limita a un semplice rinnovamento formale, ma segna una vera e propria rifondazione funzionale dell'impresa, coinvolgendo organi, processi, incentivi e valori. È in questo delicato equilibrio tra controllo, delega e trasparenza che si gioca la possibilità di un risanamento stabile e orientato alla crescita.

3.3 La creazione di valore nei risanamenti aziendali

La crisi non è solo un'interruzione, ma può diventare un'occasione per creare nuovo valore: questo è uno dei principi chiave del private equity nei risanamenti aziendali. A differenza degli approcci tradizionali, che puntano soprattutto a garantire la sopravvivenza operativa e a ristabilire un equilibrio economico-finanziario di base, l'intervento dei fondi cerca di guidare una trasformazione più profonda e strutturale, capace di ridefinire strategie, organizzazione e posizionamento competitivo dell'impresa.

Nel contesto delle operazioni di turnaround, creare valore non si limita all'iniezione di capitali o alla rinegoziazione dei debiti. È piuttosto un processo che coinvolge interventi coordinati su più fronti: governance, gestione operativa e, soprattutto, l'individuazione di nuove direzioni strategiche. In questo quadro, il private equity si propone come il motore di una trasformazione profonda dell'identità aziendale, superando la semplice valorizzazione degli asset materiali per infondere nuova energia a risorse spesso trascurate, come il capitale umano, la reputazione e la capacità di innovazione (D'Orazio, 2004; Rapelli, 2010).

Questo approccio si distingue per la partecipazione attiva del fondo nella vita dell'impresa. Non si limita a un semplice supporto finanziario, ma si fonda su una vera logica di active ownership, che comporta un coinvolgimento diretto nelle decisioni strategiche, nella scelta del management e nella revisione dei modelli di business (Caputo, 2017; Banca Generali, 2024).

In questo quadro, la creazione di valore non è frutto di automatismi né si riduce a una questione contabile. È il risultato di una strategia consapevole, che si sviluppa attraverso un'analisi integrata delle dinamiche interne ed esterne, una due diligence rigorosa e l'individuazione precisa dei fattori capaci di sostenere una crescita reale e duratura.

Il private equity assume spesso un ruolo cruciale in questo percorso, intervenendo nella ricapitalizzazione dell'azienda e rivedendo la sua struttura debitoria. Questo si traduce in un riassetto dei rapporti con gli stakeholder finanziari e in un'ottimizzazione attenta del capitale complessivo (Abbati, 2012; Danovi e Indizio, 2010). Se queste operazioni sono condotte con tempismo e precisione, l'impresa può non solo ritrovare stabilità, ma anche riconquistare spazi decisionali fino a quel momento preclusi, aprendo così nuove strade per lo sviluppo.

In tale contesto, assume rilievo la questione dell'orizzonte temporale nella creazione di valore, che nel private equity presenta caratteristiche distintive rispetto ad altri approcci. L'obiettivo non è il risultato immediato, ma un percorso graduale che, inizialmente, stabilizzi l'impresa nel breve termine e, successivamente, la conduca a una valorizzazione piena nel medio periodo.

Si adotta così un approccio di time-to-value progressivo, dove ogni fase — dalla ridefinizione strategica al riposizionamento competitivo — contribuisce a creare un valore solido, duraturo e trasferibile (Lattanzi, 2020; OIV, 2025). Va inoltre evidenziato come uno degli obiettivi più ambiziosi dei fondi sia l'ampliamento del portafoglio attività, attraverso lo sviluppo di nuove linee di business, secondo una diversificazione mirata e sempre coerente con la rinnovata missione strategica dell'impresa (Brino, 2022; Lattanzi, 2020). Proprio in questo spazio di trasformazione, sospeso tra rischio e visione, risiede il vero potenziale generativo del private equity.

Nei paragrafi che seguono, si esamineranno puntualmente le principali direttrici attraverso cui i fondi di private equity attivano tali processi di creazione di valore, con riferimento specifico ai modelli manageriali adottati, agli strumenti finanziari impiegati e alle strategie di sviluppo implementate nei casi di risanamento aziendale più rappresentativi.

3.3.1. Active ownership e intervento manageriale

Nel contesto delle operazioni di private equity orientate al risanamento aziendale, l'active ownership rappresenta una delle modalità più incisive per generare valore, intervenendo non solo sul piano finanziario, ma anche sulla struttura organizzativa, strategica e culturale dell'impresa. L'approccio non si limita al semplice possesso di partecipazioni societarie, ma implica un coinvolgimento diretto, costante e articolato dell'investitore nella governance dell'impresa. Questo intervento riguarda sia la definizione delle strategie sia il controllo dell'azione manageriale. Con active ownership si intende una partecipazione dinamica e consapevole, che si esprime attraverso strumenti strutturati di confronto strategico (engagement), la nomina di membri nel consiglio di amministrazione, la revisione della leadership esecutiva, l'aggiornamento degli obiettivi industriali e, quando necessario, l'esercizio dei diritti di voto in assemblea (Banca Generali, 2024).

Si delinea così una forma di imprenditorialità mediata, in cui il capitale investito non si limita a sostenere, ma assume un ruolo guida, puntando all'efficienza operativa e a una gestione sostenibile. In questo scenario, l'ownership attiva diventa anche uno strumento fondamentale per contenere il rischio operativo.

Quando l'instabilità è alta — come nelle crisi profonde — un coinvolgimento costante e diretto si rivela indispensabile per ridurre le asimmetrie informative, cogliere tempestivamente segnali di malfunzionamento gestionale e favorire un flusso comunicativo più chiaro e coordinato all'interno dell'organizzazione. Questo rafforza i meccanismi decisionali proprio nei momenti più critici (Forum per la Finanza Sostenibile, 2015).

In tali circostanze, la capacità di intervenire rapidamente per correggere le deviazioni, prevenire errori strategici e mantenere allineati obiettivi e azioni concrete si rivela decisiva per il successo del rilancio. Parallelamente, l'azione manageriale rappresenta l'altro pilastro fondamentale di un approccio di ownership attiva. Quando un fondo professionale di private equity entra nel capitale di un'azienda in difficoltà, tra le prime mosse strategiche spiccano la sostituzione del management, l'introduzione di sistemi premianti legati ai risultati e una profonda ridefinizione delle responsabilità decisionali (Caputo, 2017/18). La letteratura empirica mostra come, nei turnaround di successo, il cambio della leadership avvenga quasi sempre entro il primo anno dall'intervento del fondo: una scelta cruciale per imprimere una svolta strategica, garantire un'esecuzione più decisa e avviare un miglioramento concreto delle performance (Abbati, 2012).

L'intervento non si limita a un semplice cambio di leadership: coinvolge una revisione più ampia del modello di guida, della struttura organizzativa e dei sistemi di reporting. L'obiettivo è creare un assetto operativo allineato alla nuova direzione del risanamento. Per concretizzare e monitorare questo cambiamento, i fondi utilizzano strumenti strutturati di performance management. Tra i più diffusi ci sono il ROIC (Return on Invested Capital), le variazioni nei margini operativi, l'evoluzione dei rating ESG, il clima aziendale e l'uso di scorecard integrate (Brino, 2022; Banca Generali, 2024). Questi indicatori, calibrati sulle specificità del settore e dell'impresa, aiutano a misurare l'efficacia delle decisioni manageriali e a mantenere un dialogo trasparente con tutti gli stakeholder, finanziari e no.

Alla base di questo approccio c'è una visione evoluta della governance, che va oltre il semplice primato degli azionisti per includere tutti gli attori strategici dell'impresa – dipendenti, fornitori, creditori, istituzioni locali – il cui contributo è fondamentale per la stabilità e il rilancio aziendale.

Come sottolinea D'Orazio (2004), oggi l'impresa non può più giustificare la propria esistenza solo con il profitto: serve una vera "licenza sociale", conquistata dimostrando attenzione concreta alle aspettative degli stakeholder.

Così, un risanamento efficace non si misura soltanto nel recupero del capitale investito, ma richiede anche di ricostruire fiducia, riattivare le reti di relazione e migliorare in modo tangibile la reputazione dell'azienda.

Tutto questo richiede un impegno che supera le consuete dimensioni ambientali, sociali e di governance, includendo una vera condivisione degli obiettivi industriali e delle decisioni strategiche. In questo contesto, assumono rilievo modalità strutturate di dialogo tra investitori e management, strumenti capaci di creare consenso e favorire una partecipazione autentica e consapevole (Forum per la Finanza Sostenibile, 2015).

Spesso sottovalutata, ma fondamentale, è la capacità di gestire consapevolmente le dimensioni culturali che accompagnano ogni cambiamento profondo. L'ingresso di un fondo in un'impresa a forte identità familiare o storica richiede particolare attenzione alla sua storia, ai valori che l'hanno formata e a come questi siano ancora vissuti internamente. Come ricordano Rapelli (2007) e Caputo (2017/18), l'incontro tra fondo e impresa non è mai solo tecnico o economico: è innanzitutto un processo culturale.

Il modo in cui si gestisce questo passaggio può generare una sinergia proficua oppure causare una frattura profonda. Senza una vera apertura al dialogo e all'ascolto da parte degli investitori, anche le strategie più solide rischiano di scontrarsi con resistenze nascoste, mettendo a rischio asset intangibili fondamentali per la coesione e la resilienza dell'organizzazione. Per questo, soprattutto in contesti delicati, i fondi di Private Equity adottano una due diligence estesa: non si limitano a esaminare i bilanci, ma approfondiscono anche aspetti reputazionali, il clima interno, l'impatto ambientale e le pratiche ESG (Brino, 2022; Modena, 2010). Solo così si può comprendere appieno la natura dell'impresa e agire con consapevolezza. Questa valutazione, che unisce gli strumenti dell'audit tradizionale ad approcci più esplorativi e predittivi, consente di individuare con maggior precisione le leve gestionali su cui intervenire per avviare un processo di rilancio.

Il valore dell'active ownership nelle situazioni di crisi supera il semplice risultato finanziario ottenuto a posteriori: si traduce nella capacità di rigenerare una cultura d'impresa basata su efficienza operativa, innovazione e visione sostenibile. Una governance attiva non solo aiuta a ridurre i costi di agenzia, ma rende il processo decisionale più trasparente e consolida le relazioni interne, specialmente quando proprietà e controllo sono chiaramente distinti (Rapelli, 2007). In questo contesto, l'investitore istituzionale non si limita a sostenere un piano di risanamento; ne diventa ideatore, propulsore e artefice di un rilancio industriale profondo e duraturo.

3.3.2 Ricapitalizzazione e gestione del debito

In ogni intervento di risanamento con il supporto del private equity, ricapitalizzazione e ristrutturazione del debito sono strumenti fondamentali per riportare l'impresa target a un equilibrio economico-finanziario stabile. Il primo passo riguarda generalmente la sfera patrimoniale: l'iniezione di nuove risorse da parte del fondo non si limita a rafforzare il capitale, ma spesso si configura come una scelta strategica per riequilibrare il rapporto tra equity e debito, migliorare il merito creditizio e riconquistare la fiducia, sia sul mercato sia tra i creditori istituzionali (Abbati, 2012).

L'approccio del private equity non si limita a un semplice apporto di capitale. Punta piuttosto a una revisione profonda della struttura finanziaria dell'impresa, spesso compromessa da leveraged buyout precedenti o da un eccessivo ricorso a debiti a breve termine. In questi casi, la ricapitalizzazione si accompagna quasi sempre a un intervento sul passivo: le scadenze vengono allungate, le esposizioni consolidate e, se necessario, alcune passività si trasformano in capitale di rischio (Danovi e Indizio, 2019).

Alcuni operatori, soprattutto i fondi specializzati in situazioni di distress e turnaround, adottano strategie di ricapitalizzazione articolate e ben strutturate. Interventi che si sviluppano in più fasi, spesso supportati da strumenti ibridi di finanza mezzanina, pensati per seguire con flessibilità l'evoluzione del rischio e del rendimento delle aziende in difficoltà (Esposito e Gagliardi, 2019).

Come sottolinea Caputo (2018), la ricapitalizzazione non svolge solo una funzione finanziaria. Agisce anche a livello simbolico, inviando al mercato un segnale chiaro e deciso di impegno da parte dell'investitore. È proprio questo "segnale forte" che può aiutare a recuperare, almeno in parte, la fiducia di fornitori, banche e altri stakeholder. Un elemento essenziale soprattutto quando l'azienda target ha perso credibilità, ma mantiene un solido potenziale industriale.

Il processo di ristrutturazione del debito è strettamente legato alla visione strategica che guida il piano di risanamento. Ogni decisione finanziaria, in questo quadro, non solo riflette, ma anche indirizza il percorso di rilancio dell'impresa.

La sostenibilità dell'indebitamento si ridefinisce alla luce di scenari previsionali aggiornati, tenendo conto del contributo operativo che la nuova governance può offrire. In questo contesto, il dialogo con gli istituti di credito assume un'importanza centrale: Lattanzi (2021) sottolinea come un'interazione costruttiva con il sistema bancario faciliti la rimodulazione sostenibile delle condizioni finanziarie e, in certi casi, l'accesso a moratorie o haircuts, soprattutto quando il fondo dimostra solidità gestionale e una visione orientata al medio termine.

Tuttavia, la ricapitalizzazione comporta rischi non trascurabili. Se non è supportata da una governance adeguata e da efficaci strumenti di controllo sull'operato del management, può causare effetti collaterali come la diluizione dei soci esistenti o il manifestarsi di comportamenti opportunistici (Rapelli, 2014).

Nei contesti con un'elevata esposizione debitoria, l'intervento del private equity può prevedere anche meccanismi di debt-equity swap: operazioni che trasformano il debito in partecipazioni societarie, rafforzando così il capitale senza dover immettere nuova liquidità esterna. Questo strumento si rivela particolarmente utile nelle operazioni di distressed M&A, come evidenziato da Maiolica (2022), dove le banche preferiscono assumere una partecipazione temporanea invece di subire passivamente una perdita definitiva sui crediti deteriorati.

Un caso emblematico è la ristrutturazione di Ducati Motor Holding, approfondita nella tesi di Caputo (2018): in quella situazione, la gestione del debito ha combinato rifinanziamento bancario, aumento di capitale e revisione del piano industriale. Una strategia che ha influito in modo determinante sull'Ebitda e sulla capacità di generare cassa.

La combinazione di ricapitalizzazione e razionalizzazione del debito ha permesso di recuperare la solvibilità aziendale e, di conseguenza, di rendere possibile il successo della successiva operazione di disinvestimento. È importante sottolineare come una maggiore solidità patrimoniale, ottenuta dopo l'intervento, migliori il WACC dell'azienda, rafforzandone l'immagine di affidabilità agli occhi del sistema bancario e facilitando l'accesso al credito a condizioni più favorevoli, soprattutto in un contesto di elevata volatilità dei mercati finanziari (Brino, 2022). Tuttavia, la ristrutturazione del debito non si esaurisce in un semplice esercizio tecnico-contabile. Occorre guardare oltre, integrandola con le altre leve del turnaround. Modificare la composizione del passivo significa anche intervenire sulla governance (Rapelli, 2014), rivedere gli equilibri proprietari e ripensare le traiettorie strategiche dell'impresa.

Per l'investitore, ciò comporta un impegno costante nel monitoraggio e nel mantenimento di un dialogo attivo con gli stakeholder più significativi (Manuale Engagement, 2015). In definitiva, l'unione tra ricapitalizzazione e gestione del debito costituisce un elemento fondamentale nei processi di rilancio guidati dai fondi di private equity. Il successo dell'operazione dipende dalla tempestività nell'attuarla, dalla sua coerenza con le linee del piano industriale e dalla solidità del rapporto costruito con il sistema finanziario. Non si tratta solo di ristrutturare il debito, ma di creare le condizioni per un equilibrio stabile e sostenibile tra capitale investito, flussi operativi e posizione debitoria (OIV, 2025).

3.3.3 Sviluppo di nuove linee di business

Nei processi di risanamento aziendale, lo sviluppo di nuove linee di business rappresenta una leva chiave per creare valore, soprattutto quando il Private Equity interviene non solo per salvare finanziariamente l'impresa, ma per ripensarne la strategia. Si tratta di una decisione importante, che rompe con il passato. Spesso porta a un riposizionamento competitivo, all'esplorazione di mercati affini, alla diversificazione dell'offerta o all'adozione di modelli integrati lungo la filiera.

Come sottolineano Danovi e Indizio (2023), un turnaround efficace va oltre la semplice gestione dell'emergenza: richiede di mettere in campo risorse finora inesplorate e di abbracciare una nuova visione imprenditoriale, capace di guardare oltre l'immediato. In questo senso, le nuove linee di business non sono mere estensioni di quelle esistenti, ma risposte strategiche a un contesto competitivo profondamente trasformato. L'obiettivo rimane quello di creare condizioni di economicità stabili, puntando sulla valorizzazione delle competenze distintive o sull'ingresso in mercati più redditizi. Il documento *Il risanamento strategico (2020)* propone un approccio integrato alla gestione della crisi, articolato su tre direttrici complementari: riposizionamento competitivo, riorganizzazione interna e revisione dell'assetto finanziario.

Tra le strategie chiave, l'elaborazione di nuove linee guida riveste un ruolo fondamentale, offrendo all'impresa in crisi la possibilità di ripensare il proprio core business o di ampliare l'offerta mediante l'acquisizione di tecnologie, competenze distintive o asset funzionali. Se questo percorso è seguito con coerenza e lungimiranza, la crisi può trasformarsi in un'opportunità reale di rilancio strutturale. L'introduzione di tecnologie abilitanti rappresenta oggi una leva essenziale nelle strategie post-crisi. Non si tratta solo di adottare strumenti digitali, ma di riprogettare l'organizzazione aziendale: soluzioni data-driven, automazione e nuovi canali di vendita online si combinano per riconfigurare l'offerta e rispondere a un mercato in veloce evoluzione. In questa prospettiva, come evidenziato nel materiale didattico sul risanamento strategico (Università di Pisa, 2020), è la sinergia tra risorse interne e innovazione tecnologica che avvia un vero e proprio rinnovamento.

In questo contesto, il Private Equity si distingue come un vero motore di cambiamento. Il suo contributo supera il mero apporto di capitali, offrendo competenze specializzate, reti di relazioni e una managerialità robusta, in grado di accompagnare l'impresa nel processo di riposizionamento competitivo (Abbati, 2012).

Nel ridefinire il percorso di crescita, il fondo può indirizzare l'azienda verso settori emergenti o aree meno vulnerabili alle difficoltà passate, favorendo così una profonda trasformazione del modello di business.

Tra le strategie più diffuse emerge il co-investimento con partner industriali: una modalità che apre nuove prospettive di sviluppo grazie a sinergie operative, scambi tecnologici e accesso a reti distributive condivise. Questo modello si rivela particolarmente efficace per le PMI, dove l'intervento del fondo di Private Equity facilita l'incontro con soggetti in grado di offrire competenze e risorse complementari (Caputo, 2018).

Esempi concreti, come il caso Ducati (ibid.), mostrano come il rilancio sia stato possibile proprio grazie alla diversificazione dell'offerta, all'ingresso in mercati esteri e al riposizionamento del brand verso un'immagine lifestyle.

In questi contesti, introdurre nuove linee non significa solo intervenire operativamente, ma rappresenta un passo strategico che ridefinisce l'identità aziendale, elemento fondamentale per costruire un valore percepito solido e duraturo. Anche l'analisi dell'OIV (2025) evidenzia quanto l'innovazione strategica sia cruciale nel recupero del valore d'impresa. Le nuove linee di business non sono semplici progetti potenziali, bensì opzioni reali, il cui valore si può stimare tramite flussi attesi e multipli settoriali. Nei piani industriali dei risanamenti assumono un ruolo centrale. A orientare le decisioni di sviluppo contribuiscono indicatori chiave come la marginalità di linea, il tempo per raggiungere il break-even, il ritorno sull'investimento (ROI) e la capacità di generare cassa incrementale rispetto allo scenario base (OIV, 2025).

Va considerato, però, che aprirsi a nuove attività comporta inevitabilmente rischi significativi. Allontanarsi dal core business può generare squilibri strategici, inefficienze nella gestione e una perdita di rotta, soprattutto se la crescita non è supportata da una governance snella e da sistemi di controllo interno realmente efficaci (Danovi & Indizio, 2023). In questi casi, l'espansione può mettere a rischio la stabilità faticosamente raggiunta dopo un risanamento finanziario.

In Italia, inoltre, innovare dopo una crisi si scontra con ostacoli strutturali: normative rigide, difficoltà nell'accesso a capitali pazienti e una diffusa avversione al rischio imprenditoriale ne rallentano lo slancio (Maiolica, 2022). In questo scenario, il Private Equity si presenta come un attore strategico, capace di offrire una prospettiva di lungo termine.

Il suo ruolo si fa ancora più centrale quando l'approccio abbraccia anche i criteri ESG, orientando le imprese verso percorsi di sviluppo sostenibile e a elevato valore aggiunto (Forum Finanza Sostenibile, 2015; Banca Generali, 2024).

In sintesi, l'apertura a nuove linee di business rappresenta una delle manifestazioni più evolute del risanamento aziendale. Non si tratta solo di ristabilire l'equilibrio economico-finanziario, ma di

ridefinire l'identità strategica dell'impresa, sfruttando il potenziale trasformativo del Private Equity. Un processo complesso, certo, ma fondamentale per costruire una sostenibilità competitiva e duratura.

3.4. Exit strategy in operazioni di risanamento

Nelle operazioni di risanamento aziendale supportate dal private equity, la exit strategy riveste un ruolo fondamentale, non solo dal punto di vista finanziario, ma anche strategico, gestionale e spesso reputazionale. Quando il turnaround implica una ristrutturazione profonda dell'azienda e una sostanziale revisione dei suoi equilibri economico-patrimoniali, la fase di disinvestimento ne costituisce la naturale conclusione, nonché la prova concreta dell'efficacia dell'intervento realizzato. In passato, le strategie di uscita venivano considerate solo come un aspetto tecnico legato al disinvestimento. Oggi, invece, nei modelli più evoluti di private equity, rivestono un ruolo strategico fondamentale, volto a valorizzare l'investimento e a consolidare il track record del fondo sponsor (Sottrici, 2013; Jenkinson e Ljungqvist, 2001).

Le exit strategies — ovvero le modalità con cui il fondo cede la propria quota nell'impresa target — non sono scelte casuali, ma il risultato di un percorso complesso. Questo processo intreccia valutazioni di mercato, la posizione competitiva dell'azienda, l'andamento macroeconomico, le aspettative di rendimento e i tempi interni al ciclo di vita del fondo stesso.

Non si tratta solo della fase conclusiva di un investimento, bensì di un momento decisivo e carico di significato strategico, in cui si definiscono le sorti degli obiettivi di creazione di valore fissati fin dall'ingresso nel capitale dell'impresa (Bagnaroli, 2016).

In questo contesto, l'exit strategy va oltre la semplice opportunità di realizzo per gli investitori; essa incide profondamente sulla reputazione e sulla credibilità del fondo promotore, influenzando il modo in cui il mercato lo percepisce e, di conseguenza, la sua capacità di attrarre risorse in futuro e il suo posizionamento competitivo nel settore del private capital (Rapelli, 2010).

Nella letteratura e nella pratica, le strategie di uscita si articolano in tre principali categorie: l'offerta pubblica iniziale (initial public offering, IPO), la cessione a soggetti industriali o finanziari (trade sale) e il secondary buyout, ossia la vendita a un altro fondo di private equity. Ognuna di queste soluzioni presenta caratteristiche proprie in termini di tempi, rischi, potenzialità di valorizzazione e impatti sulla governance e sulla continuità del progetto industriale, elementi che ne definiscono l'unicità (Bonini, 2012; Ciammetti, 2017; Fumagalli e Lazzari, 2008).

La scelta della exit strategy dipende, in teoria, da diversi fattori: il settore di attività dell'impresa, la capacità di crescita del modello di business, l'attrattività per potenziali acquirenti, le condizioni dei mercati finanziari, la fase del ciclo economico e il grado di ristrutturazione interna effettivamente raggiunto. A tutto questo si aggiunge la struttura del fondo di private equity, che può seguire logiche differenti a seconda del proprio profilo rischio-rendimento e dell'orizzonte temporale per il disinvestimento previsto dal regolamento del fondo (Abbati, 2012; Moro Visconti, 2008).

Dal punto di vista del valore generato, il disinvestimento supera la semplice valutazione di performance per gli investitori istituzionali. Esso segna infatti una tappa fondamentale per l'azienda risanata: con l'IPO, l'impresa ottiene l'autonomia per accedere direttamente al mercato dei capitali; attraverso la cessione industriale, può rafforzare le proprie risorse integrandole con quelle di un operatore già affermato; infine, un secondary buyout offre la possibilità di nuovi apporti di capitale e competenze manageriali, permettendo di proseguire il percorso iniziato con il primo turnaround (Danovi e Indizio, 2023; Tophic, 2022).

Questa sezione si propone di analizzare, con un approccio comparato e sistemico, le principali modalità di uscita nei risanamenti aziendali supportati dal private equity. Verranno illustrate le caratteristiche specifiche di ciascuna strategia, valutandone presupposti, obiettivi, implicazioni operative e fattori chiave per il successo. L'obiettivo è offrire una lettura critica della exit strategy, considerata il momento cruciale per concludere positivamente il ciclo di investimento, capace di consolidare i risultati del turnaround o, al contrario, di evidenziare eventuali limiti strutturali.

3.4.1. IPO come sbocco naturale

Nel quadro delle operazioni di risanamento aziendale sostenute dal Private Equity, l'Initial Public Offering (IPO) rappresenta una delle strategie di disinvestimento più complesse e ambiziose. Essa riesce a bilanciare le esigenze finanziarie, le aspettative di trasparenza e, talvolta, la piena valorizzazione del percorso di turnaround. L'IPO segna un momento di svolta, aprendo la strada a nuove prospettive: si passa da un controllo prevalentemente privato a una dimensione pubblica che impone maggiore attenzione alla governance, alla comunicazione finanziaria e al rispetto delle normative.

Fumagalli (2008) sottolinea come le motivazioni che spingono un'impresa a quotarsi siano molteplici: si cerca accesso a finanziamenti diversificati, maggiore visibilità, la creazione di una "moneta" utile per operazioni straordinarie, o l'attrazione di talenti qualificati tramite strumenti come le stock option. Per i fondi di Private Equity, la quotazione in Borsa rappresenta spesso la via più

redditizia a medio-lungo termine, benché anche la più complessa. Presentare una società stabile e appetibile per il mercato richiede infatti una preparazione rigorosa: dalla ristrutturazione del capitale, alla definizione di un piano industriale solido, fino alla costituzione di un management affidabile.

Il caso di Brunello Cucinelli S.p.A., approfondito da Ciammetti (2017), illustra come l'IPO abbia avuto un duplice ruolo: valorizzare un brand globale e rafforzare il modello di governance, attirando investitori orientati al lungo termine. In questo senso, l'IPO assume una valenza simbolica e reputazionale, segnando per il mercato il successo della trasformazione aziendale. La quotazione diventa, di fatto, una certificazione implicita del buon esito del turnaround agli occhi di investitori istituzionali, clienti e stakeholder finanziari (Rapelli, 2011). Su questa scia, Trentin (2020) sottolinea come le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) rappresentino oggi un'alternativa più agile e flessibile per la quotazione, anche nelle operazioni di risanamento.

L'uso di questo strumento permette di accedere rapidamente ai mercati dei capitali, saltando alcune procedure tradizionali e risultando particolarmente utile per aziende in fase di ristrutturazione profonda. Spesso, la quotazione rappresenta solo il primo passo di un disinvestimento graduale: il fondo mantiene inizialmente una quota minoritaria, supportando la società nei primi anni dopo l'ingresso in Borsa e garantendo così una transizione fluida nella governance e nei rapporti con il mercato (Bagnaroli, 2016). Questa strategia, conosciuta come *phased exit*, consente di consolidare i risultati del turnaround, rafforzando la credibilità dell'impresa senza un distacco improvviso dal controllo.

L'IPO, sebbene rappresenti un naturale sbocco, comporta diverse criticità. Bianchini (2010) evidenzia come la crisi finanziaria globale abbia intensificato i rischi legati all'instabilità del valore azionario, alla difficoltà di mantenere una liquidità adeguata dopo la quotazione e agli elevati costi del processo di ammissione. Questi fattori richiedono una valutazione attenta, in grado di bilanciare i benefici con il contesto di mercato e la reale capacità dell'azienda di sostenere l'esposizione pubblica.

Inoltre, la scelta di procedere con la quotazione deve tenere conto delle cosiddette finestre di mercato: quei momenti in cui le condizioni macroeconomiche e finanziarie — come una buona disponibilità di liquidità, bassa volatilità e un interesse particolare verso certi settori — favoriscono l'accoglienza di nuove IPO.

L'assenza di queste condizioni può compromettere anche i piani di dismissione più ponderati, costringendo i fondi a rimandare l'operazione o a cercare strade alternative (Fumagalli, 2008; Bianchini, 2010). Ma non si tratta solo di questioni finanziarie. La letteratura più recente inserisce il processo di IPO in un contesto di crescente trasparenza e responsabilità. Rapelli (2011) sottolinea come la quotazione diventi uno strumento essenziale per rafforzare la separazione tra proprietà e controllo nei gruppi aziendali, favorendo una governance più professionale. Contemporaneamente, il

Manuale per l'Engagement ESG (Forum Finanza Sostenibile, 2015) e la Politica di Active Ownership di Banca Generali (2024) evidenziano come la quotazione possa essere una leva efficace per integrare criteri ESG nelle strategie d'impresa, rispondendo così alle aspettative di investitori sempre più sensibili alle responsabilità sociali e ambientali.

In sintesi, l'IPO si configura come un naturale, seppur selettivo, sbocco per imprese che hanno completato un risanamento supportato dal Private Equity. Non si tratta di una soluzione universale, bensì di uno strumento sofisticato che, se pianificato con cura, permette di valorizzare al massimo il lavoro svolto nel turnaround, conferendo al progetto industriale nuova legittimità e continuità.

3.4.2. Cessione industriale

Tra le forme di disinvestimento più comuni nelle operazioni di risanamento supportate dal private equity, la cessione industriale si distingue per efficacia e coerenza strategica. Essa consiste nella vendita dell'impresa target, dopo il risanamento, a un soggetto operativo — di solito un player dello stesso settore o di un ambito affine — con l'obiettivo di rafforzare la propria presenza sul mercato o di integrare verticalmente la filiera.

A differenza dell'Initial Public Offering (IPO), che mira a valorizzare l'azienda attraverso la quotazione in borsa, la cessione industriale si basa su logiche di sinergia operativa, ampliamento della capacità produttiva, accesso a competenze complementari o ingresso in nuovi mercati. Il successo dell'operazione dipende in gran parte dalla capacità del fondo di private equity di accrescere il valore dell'impresa, migliorandone la governance, le performance economiche e l'attrattività strategica nel periodo di holding (Bagnaroli, 2016). Secondo i dati raccolti da AIFI e riportati nel report di TopHic (2022), la cessione industriale rappresenta circa il 30% delle strategie di dismissione nel private equity italiano, confermandosi una delle opzioni più diffuse soprattutto nei settori manifatturiero, chimico-farmaceutico e ICT.

Questo fenomeno si spiega con la più semplice possibilità, per le imprese di questi settori, di sfruttare economie di scala, ridurre i costi di transazione e ottimizzare la supply chain tramite operazioni di M&A. Il vero valore competitivo di una cessione industriale risiede nella capacità di assicurare continuità e consolidamento nel tempo. A differenza delle IPO, spesso soggette a oscillazioni e instabilità dei mercati finanziari, la cessione a un partner industriale offre una visione di lungo periodo, una coerenza strategica più marcata e un percorso di integrazione graduale ma stabile (Caputo, 2018). Spesso, l'acquirente è proprio chi aveva già manifestato interesse nella fase

precedente al turnaround, confermando così come il fondo di Private Equity svolga un ruolo temporaneo da catalizzatore di valore.

Sempre più spesso, la cessione industriale coinvolge non solo soggetti nazionali, ma anche operatori esteri attratti dalla possibilità di acquisire tecnologie, reti commerciali o competenze locali. Le operazioni di M\&A transfrontaliere, favorite dalla maggiore disponibilità di capitali internazionali e dall'interesse verso imprese italiane specializzate, rappresentano un canale strategico per valorizzare il post-risanamento, soprattutto nei settori della meccanica, della moda e del foodtech (Abbati, 2012; Caputo, 2018).

Sul piano operativo, la cessione industriale si basa su strumenti di valutazione come i multipli di mercato e le metodologie DCF (Discounted Cash Flow). Superata la crisi, si prendono in considerazione anche indicatori prospettici di marginalità e sostenibilità della crescita (OIV, 2025). L'operazione si basa solitamente su due diligence approfondite e su accordi di earn-out, pensati per allineare gli interessi di venditore e acquirente, soprattutto quando la ristrutturazione ha recentemente influenzato il conto economico. Un punto chiave, spesso al centro delle trattative, riguarda il futuro del management dell'impresa ceduta. In molte situazioni si sceglie di mantenere il team dirigenziale che ha guidato il turnaround, assicurando così continuità nella gestione. Al contrario, in altri casi l'acquirente industriale preferisce sostituire completamente il management, soprattutto quando l'obiettivo è integrare l'azienda in una struttura già consolidata (Brino, 2022). Non mancano però criticità e insuccessi, spesso legati a cessioni affrettate o prive di una strategia condivisa tra fondo e management.

Bianchini (2010) osserva che, in alcuni casi post-crisi, le imprese sottoposte a turnaround e cedute a gruppi industriali faticano a integrarsi pienamente, finendo spesso per essere dismesse o marginalizzate nei portafogli degli acquirenti. Questo problema nasce principalmente da asimmetrie informative, dalla mancanza di una visione condivisa e dalla debolezza, non rara, dei team manageriali, che non sempre risultano adeguati alla nuova fase post-PE (Cimpanelli, 2010). Nonostante ciò, letteratura ed esperienze pratiche convergono nel riconoscere che, se gestita con cura e coordinamento, la cessione industriale rappresenta l'uscita più efficace per i fondi di private equity impegnati in risanamenti. Consente infatti di trasferire l'impresa risanata a soggetti con risorse, competenze e interesse strategico, garantendo così prospettive di crescita sostenibile e stabilità, in linea con l'obiettivo ultimo della value creation perseguita dal private equity (Maiolica, 2022).

3.4.3. *Secondary Buyout*

Il Secondary Buyout (SBO) è una forma di disinvestimento sempre più diffusa nel mercato del Private Equity. Consiste nella cessione di una partecipazione da un fondo a un altro fondo di investimento, invece che a un soggetto industriale o tramite quotazione in borsa. Negli ultimi vent'anni, questa pratica ha guadagnato rilievo, soprattutto nei mercati finanziari anglosassoni ed europei, dove le strategie di exit sono influenzate dalla pressione sui rendimenti e dai vincoli temporali imposti ai fondi.

In Italia, le SBO stanno lentamente affermandosi come una valida alternativa per il disinvestimento, soprattutto perché le IPO e le operazioni industriali restano poco diffuse nel mondo delle medie imprese (Cimpanelli, 2022). Si tratta di un fenomeno complesso e variegato, che si manifesta con motivazioni e impatti diversi. A volte, le SBO offrono al fondo acquirente l'opportunità di continuare a valorizzare l'azienda target, portando nuove risorse, competenze manageriali e strategie di crescita. Altre volte, invece, si limitano a un semplice passaggio di proprietà finanziaria, senza che il modello di business subisca cambiamenti sostanziali. Bonini (2012) nota come nella maggior parte dei casi esaminati non emergano miglioramenti significativi nelle performance operative, sollevando dubbi sulla reale creazione di valore economico.

Il rischio sotteso a queste operazioni è che vengano svolte solo per mostrare ritorni finanziari apparenti, spesso basati sulla semplice rivalutazione dell'investimento iniziale, senza un reale impatto sul core business.

Si distingue tra SBO "primarie" e "ricorsive". Le prime rappresentano un proseguimento strategico naturale dell'intervento del fondo originario, che cede la partecipazione a un soggetto con risorse e visione per sostenere una nuova fase di crescita. Le seconde, invece, si verificano quando la società cambia rapidamente proprietà tra diversi fondi, con conseguenze spesso negative sulla capacità industriale e un progressivo distacco tra proprietà e missione aziendale (Caputo, 2018).

In questi casi, la governance peggiora, diventando più tattica e orientata alla redditività a breve termine, piuttosto che al consolidamento di una strategia duratura (Rapelli, 2017).

Le SBO presentano valutazioni particolari: il fondo subentrante deve dimostrare di poter creare valore aggiunto rispetto a una baseline già ottimizzata dal precedente gestore. Per farlo, servono strumenti più sofisticati, come l'Economic Value Added (EVA), flussi di cassa rettificati o analisi di multiple arbitrage, che tengano conto non solo della crescita dei margini, ma anche della sostenibilità delle performance nel tempo (Bagnaroli, 2016; OIV, 2025). Affidarsi a metriche semplicistiche, come il

solo EBITDA, rischia invece di mascherare sovravalutazioni o un leverage finanziario eccessivo, con effetti negativi sulla struttura patrimoniale dell'impresa e sul rischio sistemico.

Altri aspetti critici emergono nel campo della governance e della regolamentazione. Le SBO non sono vincolate agli obblighi informativi tipici delle IPO, e proprio questa assenza di trasparenza può favorire comportamenti poco virtuosi. La qualità delle operazioni diventa difficile da monitorare, soprattutto perché, trattandosi di transazioni tra privati, non sussiste un obbligo generale di comunicazione al mercato, se non nei limiti previsti dal diritto societario ordinario (Forum Finanza Sostenibile, 2015). Per questo, alcune strategie aziendali — come la Politica di Active Ownership di Banca Generali — promuovono l'adozione di principi di voto e meccanismi di escalation, con l'obiettivo di garantire che il dialogo tra investitori finanziari e società target rispetti i criteri ESG e salvaguardi gli interessi di lungo termine degli stakeholder (Banca Generali, 2024).

Dal punto di vista della sostenibilità strategica, un limite importante delle Secondary Buyout (SBO) è la discontinuità nella leadership e nella visione d'impresa. Ogni nuovo fondo tende a imporre un proprio indirizzo, spesso in contrasto con quello del fondo precedente, generando così instabilità, perdita di know-how e, a volte, tensioni tra management e principali stakeholder (Brino, 2022; D'Orazio, 2004). Questa frammentazione della governance può, in definitiva, compromettere la capacità dell'impresa di seguire una strategia coerente e di lungo termine. In sintesi, le SBO si presentano come uno strumento flessibile, capace di sostenere la crescita in contesti specifici, ma portano con sé sfide significative in termini di creazione di valore, trasparenza e governance.

Per non ridursi a semplici operazioni speculative, è fondamentale che siano sostenute da una progettualità industriale ben definita, da un impegno manageriale concreto e da una regolamentazione che promuova la rendicontazione degli impatti effettivi, non solo la valorizzazione finanziaria.

3.5. Fattori critici di successo

Nel contesto dei risanamenti aziendali guidati da investitori di private equity, identificare i fattori critici di successo è un passo fondamentale per comprendere le complesse dinamiche che ne determinano l'efficacia. Non si tratta solo di elencare condizioni favorevoli, ma di analizzare con attenzione come le diverse componenti — finanziarie, organizzative, gestionali e relazionali — interagiscano tra loro, lavorando in sinergia per ristabilire l'equilibrio economico e assicurare la sostenibilità duratura dell'impresa.

Danovi e Indizio (2010) evidenziano come affrontare una crisi aziendale con successo richieda una piena consapevolezza della sua natura sistemica e multidimensionale. Questo implica l'adozione di strategie integrate e flessibili. In questa ottica, i fattori critici non sono elementi isolati o statici, ma nodi strategici da attivare all'interno di un piano di risanamento coerente e capace di adattarsi alle specificità dell'impresa e al contesto competitivo. Tra i fattori chiave per un turnaround sostenuto da fondi di private equity, la letteratura mette al primo posto la tempestività dell'intervento. Quando i fondamentali economici si deteriorano gradualmente, la velocità nel mobilitare le risorse strategiche può determinare la linea di demarcazione tra un possibile recupero e una crisi irreversibile (Abbati, 2012; Maiolica, 2022).

Intervenire tempestivamente permette di salvaguardare il valore residuo, mantenere la fiducia di clienti e fornitori e ridurre i danni alla reputazione. Un aspetto altrettanto rilevante riguarda l'allineamento degli interessi tra i vari attori coinvolti: fondo di investimento, management, creditori, lavoratori e stakeholder istituzionali. In questo quadro, la governance dell'operazione riveste un ruolo strategico imprescindibile. Quanto più i meccanismi di incentivazione e controllo indirizzano gli sforzi verso obiettivi comuni, tanto più l'azione strategica risulterà coerente e maggiori saranno le probabilità di successo (Brino, 2022; Rapelli, 2010).

Di pari rilievo è la capacità del fondo di private equity di esercitare un'effettiva active ownership, che non si limita a fornire capitale, ma si traduce in interventi concreti tramite competenze manageriali, network industriali e modelli di governance innovativi (Caputo, 2017; Banca Generali, 2024). Questo approccio supera il semplice sostegno operativo nel turnaround, rafforzando la credibilità dell'impresa verso mercato e istituzioni e creando così un circolo virtuoso di fiducia e rilancio.

È fondamentale considerare il contesto esterno e il profilo specifico dell'azienda coinvolta. I fattori critici non si manifestano infatti in modo uniforme; la loro rilevanza dipende dalla dimensione, dal settore, dalla struttura proprietaria e dalla cultura organizzativa (TopHic, 2022; D'Orazio, 2004).

Ad esempio, una PMI a conduzione familiare affronta sfide e dispone di risorse molto diverse rispetto a un'impresa industriale partecipata da fondi istituzionali. A questo si aggiunge l'influenza del

contesto ambientale, giuridico ed economico: politiche di credito più flessibili, normative favorevoli o dinamiche positive nel settore possono potenziare l'efficacia degli interventi di risanamento (Moro Visconti, 2008; Rapelli, 2010).

Considerare queste variabili sistemiche fin dall'inizio consente di adottare un approccio più realistico e calibrato nella valutazione dei fattori di successo.

3.5.1. L'importanza della velocità di intervento

Nel risanamento aziendale con il supporto del private equity, il tempo diventa una variabile strategica fondamentale. Non è solo un dato operativo, ma un vero fattore che condiziona il successo dell'intervento. La rapidità nell'agire non si misura in modo assoluto, ma va sempre rapportata alla fase della crisi in cui si trova l'azienda: intervenire durante la pre-insolvenza lascia spazi di manovra molto più ampi rispetto a un'azione tardiva, quando la situazione di decozione è ormai consolidata (Danovi e Indizio, 2010).

Come evidenzia Abbati (2012), i fondi specializzati nel turnaround si distinguono per una struttura operativa studiata appositamente per ridurre al minimo i tempi di valutazione e intervento. Ciò avviene attraverso due diligence focalizzate, decisioni rapide e un approccio hands-on che si attiva fin dall'ingresso.

Il vero vantaggio competitivo dell'investitore professionale risiede proprio in questa capacità: riconoscere segnali sottili di deterioramento e agire prima che la crisi comprometta irrimediabilmente il valore. In questo scenario, il tempo diventa essenziale, potenziando l'efficacia degli interventi o, al contrario, rallentandoli.

Spesso è l'inerzia gestionale — dovuta alla sottovalutazione del problema o alla paralisi decisionale degli organi aziendali — a rappresentare il principale ostacolo all'attuazione di soluzioni efficaci (Modena, 2010).

L'ingresso di un fondo non si limita a portare risorse finanziarie, ma può anche dare nuovo impulso al processo decisionale, colmando quelle lacune direzionali che durante la crisi tendono inevitabilmente a peggiorare.

Lattanzi (2017) descrive il turnaround come un percorso articolato in fasi successive: retrenchment, stabilizzazione e rilancio. Tuttavia, è solo intervenendo tempestivamente nelle prime due fasi che si può evitare che il danno economico e reputazionale sfoci in una crisi sistemica.

Questa visione trova riscontro nella prospettiva di Guatri, che già negli anni Novanta parlava di “risanamento permanente”, inteso come una struttura organizzativa capace di individuare precocemente le deviazioni dal valore (Danovi e Indizio, 2010).

Anche l’esperienza sul campo conferma quanto sia fondamentale la rapidità dell’intervento.

Un’indagine recente di Grant Thornton (TopHic, 2022) mostra come le operazioni di M&A in situazioni di crisi funzionino meglio se l’investitore interviene entro sei mesi dai primi segnali di difficoltà; superati i dodici mesi, le chance di successo scendono sotto il 30%. Questo dato è significativo: non conta solo la gravità della crisi, ma soprattutto il tempo con cui la si affronta usando gli strumenti giusti. Oggi, la tempestività trova riscontro anche nel quadro normativo. La composizione negoziata della crisi (D.L. 118/2021, conv. in L. 147/2021) segna un cambio di paradigma, passando da un modello incentrato sull’insolvenza a uno basato sull’allerta. Si riconosce così che solo un intervento precoce consente di mobilitare risorse, costruire alleanze e individuare soluzioni prima che la situazione si aggravi in modo irreversibile (Cimpanelli, 2022).

L’articolo 14 del Codice della Crisi d’impresa evidenzia il dovere degli organi amministrativi di mantenere una vigilanza attiva, che vada oltre la semplice reazione agli eventi e si orienti verso una prevenzione strutturale, fondata sull’immediata rilevazione delle anomalie economico-finanziarie.

Altrettanto fondamentale è la comunicazione tempestiva, sia all’interno che all’esterno dell’azienda. In momenti di crisi, diffondere rapidamente informazioni chiare e coerenti agli stakeholder — dipendenti, creditori, soci, investitori istituzionali o autorità di vigilanza — è essenziale per evitare il crescere della sfiducia, l’irrigidimento delle trattative o danni alla reputazione (Banca Generali, 2024; Forum Finanza Sostenibile, 2015).

Al contrario, comunicazioni lente o confuse possono provocare ritardi irreparabili, anche quando le strategie adottate siano corrette.

Infine, come evidenziato nel documento **Il risanamento strategico**, la valorizzazione delle risorse latenti — elemento chiave nei processi di rilancio — richiede un’attivazione rapida dei meccanismi gestionali e motivazionali. Qui, la tempestività non rappresenta solo un segno di efficienza operativa, ma si trasforma in una leva strategica fondamentale per contenere l’effetto autoalimentante della crisi. In sostanza, sia la letteratura che la pratica concordano nel riconoscere alla velocità d’azione un ruolo decisivo nel successo delle operazioni di risanamento aziendale sostenute dal private equity. Essa permette di evitare la perdita di valore, facilita il riposizionamento competitivo e crea le basi per una governance rigenerativa. Al contrario, anche un ritardo minimo può compromettere l’intera iniziativa, vanificando gli investimenti finanziari, organizzativi e reputazionali che essa comporta.

3.5.2 L'allineamento degli interessi tra gestore, management e stakeholder

Nel contesto dei risanamenti aziendali guidati dal private equity, l'allineamento degli interessi tra il gestore del fondo, il management operativo e gli stakeholder rappresenta un punto chiave, capace di influenzare profondamente il successo del rilancio. In momenti di crisi, l'impresa non è più solo un'entità economica, ma si configura come un sistema relazionale complesso, dove fiducia, trasparenza e condivisione strategica assumono un ruolo fondamentale come risorse immateriali. L'ingresso di un investitore istituzionale in un'azienda in crisi genera una discontinuità organizzativa che richiede la costruzione di un nuovo equilibrio tra le parti coinvolte. In questo momento, la governance smette di essere un semplice strumento di controllo statico per trasformarsi in un meccanismo dinamico, capace di conciliare aspettative diverse: da una parte, gli obiettivi di rendimento sul capitale tipici del gestore del fondo; dall'altra, le esigenze di stabilità, motivazione e riconoscimento del management operativo; infine, le molteplici richieste degli stakeholder, interni ed esterni, quali dipendenti, clienti, fornitori, comunità locali e istituzioni finanziarie (Rapelli, 2009; D'Orazio, 2004).

La letteratura recente sottolinea come l'assenza di un sistema di incentivi condiviso possa compromettere non solo i risultati industriali, ma anche la legittimità sociale dell'intervento finanziario. Il modello di active ownership fonda la sua efficacia sulla fiducia instaurata con il management e su pratiche trasparenti di coinvolgimento degli stakeholder, che guardano oltre il profitto, puntando alla creazione di valore sostenibile (Banca Generali, 2024; Forum Finanza Sostenibile, 2015). Questo approccio si rivela essenziale soprattutto quando il risanamento implica una profonda ridefinizione dell'identità aziendale, come avviene nelle operazioni di turnaround strategico. In tali situazioni, il gestore del fondo non si limita a ricapitalizzare, ma incide in modo determinante sulla composizione degli organi di governo e sull'organizzazione dei processi decisionali (Abbati, 2012; Caputo, 2018).

In questi contesti, il rapporto tra capitale finanziario, umano e sociale dà vita a un ecosistema fragile, la cui stabilità dipende dalla convergenza di obiettivi nel medio-lungo termine. Con l'evolversi delle pratiche di corporate governance, la teoria degli stakeholder amplia la responsabilità manageriale, superando la semplice tutela degli interessi dei proprietari. Essa include infatti la cura degli equilibri etici e relazionali tra tutti gli attori coinvolti (Politeia, 2004). Così, l'intesa tra gestore e management non si limita a un rapporto contrattuale, ma si configura come un processo di integrazione di visioni, aspettative e culture organizzative, che richiede negoziazione, monitoraggio e continuo aggiustamento.

Nei casi di turnaround complesso, è essenziale che gestore, management e stakeholder condividano un allineamento chiaro, spesso formalizzato attraverso strumenti di incentivazione mirati. Tra questi si distinguono i management incentive plans (MIP), le stock option legate a KPI ESG, i bonus condizionati al raggiungimento di tappe chiave del risanamento e i patti di co-investimento con i manager (Rapelli, 2009; Brino, 2022). Se progettati in modo coerente con la strategia di rilancio, questi strumenti favoriscono la sostenibilità delle relazioni nel tempo, superando la tradizionale separazione tra capitale finanziario e capitale umano.

L'allineamento degli interessi non è mai qualcosa di definitivo: richiede un monitoraggio continuo e frequenti aggiustamenti. La letteratura evidenzia che i segnali più chiari di disallineamento emergono spesso dalle resistenze del management ai cambiamenti strutturali, dalla scarsa partecipazione degli stakeholder chiave e dalla mancata coerenza tra obiettivi strategici e operativi (Caputo, 2018; Cimpanelli, 2010). Prevenire questi problemi significa adottare una governance flessibile, mantenere un dialogo costante e, soprattutto, saper conciliare il vincolo economico con quello etico-relazionale (D'Orazio, 2004).

3.6. Confronto teorico tra modelli di risanamento tradizionali e modello di intervento Private Equity

Nel dibattito accademico e professionale sul risanamento aziendale si sono sviluppati, nel tempo, diversi modelli di intervento, ciascuno con visioni, strumenti e obiettivi spesso molto diversi tra loro. Confrontare le soluzioni tradizionali per la crisi d'impresa con l'approccio del Private Equity richiede una riflessione teorica attenta sulla struttura, sulla logica operativa e sui risultati attesi di ogni modello.

In questa parte si intende tracciare i profili essenziali di un confronto che mette a fuoco due filosofie di intervento profondamente diverse, ma che oggi sempre più spesso si incrociano — e talvolta si integrano — nelle pratiche aziendali e nella giurisprudenza. I modelli tradizionali di risanamento si fondano su un approccio graduale, che opera dall'interno della governance esistente, mirando a ripristinare passo dopo passo l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa. Questi modelli favoriscono soluzioni incrementaliste, spesso disciplinate da norme giuridiche, come i piani attestati ex art. 67 l.f., gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis l.f. o il concordato preventivo con continuità aziendale.

Al centro rimane il principio di preservare l'identità originaria dell'impresa, attraverso una negoziazione che coinvolge il ceto creditorio e i principali stakeholder (Danovi & Indizio, 2015). Il

processo si concentra sul mantenimento del sistema esistente, con la governance aziendale a guidare il percorso, affiancata da advisor e competenze esterne.

Al contrario, il Private Equity adotta una logica di rottura e disintermediazione: l'impresa in crisi diventa un'opportunità d'investimento rischiosa ma potenzialmente molto redditizia, purché si verifichino le condizioni per una trasformazione profonda. I fondi di PE non si limitano a mettere capitale, ma puntano a ristrutturare l'azienda, intervenendo sulla governance, sostituendo i vertici, ridefinendo il modello di business e riorganizzando la strategia operativa (Abbati, 2012; Caputo, 2018).

Il valore creato non deriva tanto dal semplice proseguimento della gestione, quanto dalla capacità di imprimere un cambiamento deciso, attraverso una nuova cultura manageriale e la riorganizzazione degli asset intangibili.

Sul piano organizzativo e comportamentale si evidenziano differenze altrettanto significative: i risanamenti tradizionali tendono a mantenere le strutture interne, puntando sulla resilienza del management esistente. Al contrario, i fondi di Private Equity adottano una strategia di “disruption controllata”, spesso sostituendo i vertici, rivedendo le competenze chiave e promuovendo una cultura fortemente orientata alla performance (Brino, 2022; D'Orazio, 2004).

Il “cambiamento culturale imposto dall'alto” diventa così un tratto distintivo della governance PE, che si distingue nettamente dall'approccio incrementale e negoziale tipico delle ristrutturazioni tradizionali.

L'interesse verso questo confronto è cresciuto con l'emergere di crisi sistemiche e l'aumento delle operazioni di distressed M&A, in cui i soggetti finanziari — soprattutto i fondi specializzati nel turnaround — giocano un ruolo cruciale nel salvataggio e rilancio delle imprese (Maiolica, 2022). Qui, la rapidità dell'intervento, la disponibilità di capitale paziente e la capacità di gestire il rischio diventano fattori decisivi, che segnano una netta differenza rispetto all'approccio tradizionale del Private Equity (Moro Visconti, 2008).

Sul piano normativo e sistemico, l'efficacia relativa dei due modelli dipende molto dal contesto giuridico e culturale in cui si inseriscono. I risanamenti tradizionali si svolgono infatti in cornici legali formalizzate, spesso contraddistinte da rigidità e lentezza, come accade con il Codice della Crisi o la Legge Fallimentare.

Al contrario, l'approccio del Private Equity si distingue per una maggiore flessibilità operativa, soprattutto in economie dove la cultura del mercato dei capitali e del rischio d'impresa è più consolidata, come nei Paesi anglosassoni (Salvi et al., 2020). Questa differenza ha portato a un'adozione e a un successo geografici disomogenei tra i due modelli, un elemento cruciale nel confronto teorico.

Concettualmente, il modello di Private Equity supera la tradizionale separazione tra proprietà e controllo, tipica della teoria dell'agenzia, offrendo invece una prospettiva integrata. Qui, il fondo non si limita a detenere quote, ma assume un controllo diretto e operativo sull'impresa target (Rapelli, 2010).

Il modello si basa sull'“active ownership”, dove il valore non nasce tanto da economie di scala o benefici fiscali, quanto da un'azione trasformativa. Questa si fonda sulla rapidità decisionale, su una leadership strategica determinata e su un coinvolgimento diretto nei processi aziendali (Politica di Active Ownership, 2024).

3.6.1 Differenze operative e strategiche

Il confronto tra i modelli tradizionali di risanamento aziendale e l'azione dei fondi di Private Equity mette in luce differenze rilevanti, sia operative che strategiche, che riflettono visioni, obiettivi e strumenti profondamente diversi. Sul fronte operativo, il risanamento tradizionale si fonda su leve interne all'azienda, con l'obiettivo di rimuovere gradualmente le cause della crisi tramite interventi correttivi affidati al management in carica.

Questo approccio si concretizza attraverso azioni come la rinegoziazione del debito, la riduzione dei costi e la vendita di asset non strategici; nei casi più critici, si ricorre agli strumenti della normativa concorsuale (piano attestato ex art. 67 l.f., accordi ex art. 182-bis, concordato preventivo). Il processo segue generalmente un percorso lineare, si estende su un arco temporale medio-lungo e si basa sulla capacità interna dell'azienda di individuare soluzioni sostenibili (Danovi e Indizio, 2020).

Il modello Private Equity, invece, si caratterizza per un approccio deciso, rapido e esterno all'azienda. Il risanamento è affidato a soggetti terzi, fondi specializzati che assumono il controllo o un'influenza determinante, imponendo una trasformazione profonda nella governance e nella cultura aziendale. L'ingresso del fondo avviene tramite operazioni di capitale, che garantiscono una ricapitalizzazione immediata, affiancata da una due diligence scrupolosa e da una revisione completa del piano industriale (Abbati, 2012).

Il Private Equity, così, non si limita a sostenere il risanamento, ma ne diventa il vero motore e catalizzatore. Un'altra differenza significativa riguarda le competenze manageriali coinvolte. Nei risanamenti tradizionali, l'impresa tende a valorizzare le risorse interne già presenti; al contrario, nel modello Private Equity, la selezione del top management si fonda spesso su esperienze consolidate in contesti di crisi, con un'attenzione particolare alla gestione per obiettivi, alla responsabilità e alla

leadership trasformativa (Rapelli, 2010). Il rinnovo manageriale diventa così parte essenziale del piano di rilancio, introducendo pratiche avanzate di performance management e controllo di gestione. Dal punto di vista strategico, il modello tradizionale punta soprattutto a preservare l'identità aziendale, focalizzandosi sulla stabilizzazione finanziaria e sul ritorno a una gestione ordinaria. Gli obiettivi sono essenzialmente difensivi: salvaguardare l'occupazione, evitare il fallimento e mantenere la continuità dell'impresa. Tuttavia, questo approccio tende a essere eccessivamente prudente, con scarsa spinta verso innovazione e crescita (Lattanzi, 2020).

Al contrario, il Private Equity mira con determinazione alla creazione di valore nel medio periodo, accettando discontinuità anche rilevanti. Le strategie più frequenti includono il riposizionamento competitivo, l'ingresso in nuovi mercati, la riorganizzazione della supply chain e persino un completo rebranding dell'identità aziendale.

Al centro di tutto c'è il principio di active ownership, che supera il semplice ruolo di finanziatore: l'investitore prende parte attiva nella gestione e nella definizione delle strategie aziendali (Forum Finanza Sostenibile, 2015; Politica di Active Ownership, 2024).

Un elemento distintivo di questo approccio riguarda il modo in cui si costruiscono i rapporti con gli stakeholder. Nel modello tradizionale prevalgono spesso dinamiche consensuali, con negoziazioni rivolte a creditori, alla fiducia dei fornitori e alla tutela dei dipendenti. Qui, invece, si nota una diversa intensità e qualità del coinvolgimento (Salvi et al., 2020).

Il Private Equity, pur mantenendo un dialogo con gli stakeholder, li valuta principalmente in base al loro contributo al successo del piano di rilancio e all'ottimizzazione del valore di uscita, utilizzando strumenti sofisticati per l'engagement e la gestione della reputazione (D'Orazio, 2004).

Sul fronte dell'allocazione del rischio, il Private Equity adotta una strategia consapevole, distribuendo le responsabilità tra soci, management e nuovi investitori. Il modello tradizionale, invece, tende a trattenerlo internamente, spesso diluendolo nel tempo, anche a costo di rimandare decisioni cruciali. Questa differenza rende il Private Equity più agile e selettivo nel scegliere le imprese su cui intervenire (Cimpanelli e Maiolica, 2022).

Anche i tempi di attuazione e i criteri per valutare la performance segnano una netta distinzione. Il risanamento tradizionale si sviluppa su un arco temporale più ampio, misurando il successo soprattutto attraverso la sopravvivenza e la continuità dell'azienda. Al contrario, i fondi di Private Equity operano su orizzonti più brevi, generalmente tra i 3 e i 7 anni, e definiscono il successo in base al valore creato al momento dell'exit (Fumagalli, 2008; TopHic, 2022).

Va sottolineato come le forme più evolute di intervento del Private Equity stiano sempre più integrando le metriche ESG tra i fattori strategici e i motori di creazione di valore. L'inclusione degli stakeholder nel processo decisionale assume un ruolo chiave nella trasformazione aziendale,

soprattutto nei fondi SRI o impact-driven, che affiancano agli obiettivi finanziari quelli ambientali, sociali e di governance (Manuale Engagement, 2015; Politica di Active Ownership, 2024). In sintesi, mentre il modello tradizionale si limita principalmente a tentativi di recupero, l'approccio del Private Equity si configura come un vero progetto di trasformazione strategica e di grande impatto. Entrambi mirano alla sopravvivenza dell'impresa, ma lo fanno seguendo strade, strumenti e finalità profondamente differenti, riflettendo due visioni opposte del concetto stesso di risanamento.

3.6.2 Punti di forza e criticità di ciascun approccio

Nel confronto tra modelli tradizionali di risanamento e interventi sostenuti dal Private Equity (PE) emergono differenze significative: tempi decisionali, strumenti utilizzati, qualità dell'execution e visione strategica cambiano radicalmente. Entrambi mirano a gestire le crisi aziendali, ma con approcci distinti. Ogni modello ha punti di forza specifici e criticità da valutare con cura, sempre in relazione al contesto concreto dell'impresa in difficoltà.

Tra i principali vantaggi dell'approccio tradizionale emerge la capacità di mantenere il controllo interno, evitando così di destabilizzare la proprietà e la governance già esistenti. Questo metodo permette interventi gradualisti, basati su una riorganizzazione passo dopo passo, un riassetto produttivo e la negoziazione di accordi con banche e altri stakeholder coinvolti (Modena, 2010).

Spesso, questo tipo di risanamento si fonda su approcci incrementalisti e sulla profonda conoscenza del settore da parte dell'imprenditore o del management storico, risorse preziose soprattutto in crisi non strutturali (Danovi & Indizio, 2020). Tuttavia, il modello presenta limiti evidenti: decisioni lente, conflitti di interesse interni e una scarsa propensione a cambiamenti radicali.

Quando la crisi si aggrava fino a richiedere una revisione completa del business model, resistenze culturali, mancanza di capitali freschi e competenze gestionali avanzate rischiano di compromettere il successo del piano di risanamento (Il risanamento strategico, 2019).

Il modello tradizionale spesso si concentra su soluzioni interne, rischiando di trascurare opportunità offerte da mercati emergenti, nuove tecnologie o reti commerciali esterne. Al contrario, l'approccio del Private Equity si distingue per una gestione del cambiamento più rapida e incisiva. Tra i suoi punti di forza ci sono la tempestività degli interventi, la disponibilità di capitali a rischio e la capacità di rinnovare la governance, introducendo logiche manageriali innovative e imponendo rigide metriche di performance (Abbati, 2012; Esposito & Gagliardi, 2019).

Il Private Equity punta a creare valore attraverso discontinuità nella gestione, avvalendosi di strumenti analitici avanzati come modelli previsionali, scenari di stress e benchmark di settore (OIV, 2025). Grazie all'active ownership, il fondo non si limita a fornire capitali, ma partecipa attivamente alla ridefinizione strategica, alla selezione del top management e alla definizione di un piano industriale coerente con l'exit strategy (Banca Generali, 2024; Rapelli, 2010).

Questo metodo si mostra particolarmente valido nei casi di turnaround profondo, dove sono necessari interventi drastici, a volte impopolari, e una revisione significativa del modello di business. Tuttavia, presenta alcune criticità. La prospettiva temporale di un fondo di Private Equity è naturalmente limitata: l'obiettivo principale di massimizzare il valore in vista dell'uscita (tramite IPO, SBO o trade sale) tende a privilegiare un orizzonte di breve-medio termine, spesso a scapito della sostenibilità a lungo termine (Bonini, 2012; Bagnaroli, 2016). Inoltre, questo approccio può spingere a un'eccessiva attenzione a logiche finanziarie, talvolta estranee alla cultura aziendale, con il rischio di generare disallineamenti di valori tra investitori, dipendenti e comunità locale (D'Orazio, 2004).

Un tema delicato riguarda la misurazione del successo post-risanamento: nel modello Private Equity, il ritorno per l'investitore si misura in modo chiaro attraverso l'IRR o i multipli, mentre nel risanamento tradizionale i risultati appaiono più sfumati e spesso meno trasparenti, soprattutto in assenza di sistemi di reporting avanzati o di KPI condivisi tra management, investitori e creditori (OIV, 2025; Bagnaroli, 2016). Questo complica una valutazione precisa e comparabile della reale creazione di valore. È importante anche sottolineare come l'efficacia di entrambi gli approcci dipenda molto dal contesto istituzionale e culturale in cui si applicano. In Paesi come l'Italia, caratterizzati da un tessuto imprenditoriale familiare e da una proprietà concentrata, le strategie di Private Equity spesso incontrano resistenze culturali e valoriali, mentre i metodi tradizionali godono di una legittimazione interna più forte (Rapelli, 2010). Al contrario, nei sistemi di common law, l'approccio Private Equity si integra più agevolmente, sostenuto da una cultura di governance, responsabilità e apertura verso il capitale esterno (Brino, 2022).

Accanto a questi modelli, in alcuni casi si sono sviluppate soluzioni ibride, dove operatori pubblici o fondi misti collaborano con il Private Equity nella gestione della crisi. Queste partnership tra pubblico e privato nascono con l'obiettivo di proteggere filiere produttive strategiche o di salvaguardare l'occupazione. Tuttavia, restano interventi straordinari o emergenziali, senza ancora costituire un'alternativa stabile ai due paradigmi principali (Modena, 2010; Maiolica, 2022).

In sintesi, il modello tradizionale appare più conservativo ma inclusivo, adatto a crisi temporanee in cui la struttura manageriale rimane intatta; al contrario, il modello Private Equity è selettivo e orientato alla trasformazione, capace di spingere verso un cambiamento rapido, ma che richiede una solida struttura, elevate potenzialità e la disponibilità ad accettare discontinuità.

Guardando avanti, un approccio ibrido che integri il know-how manageriale interno con capitali e competenze esterne potrebbe rappresentare una sintesi virtuosa tra due paradigmi apparentemente opposti.

CAPITOLO 4

ANALISI EMPIRICA SUL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY NEI RISANAMENTI AZIENDALI: I CASI DI VERSALIS E AUTOGRILL

4.1 Metodologia della ricerca

Questa indagine empirica si propone di esplorare, con un approccio qualitativo comparato, il ruolo del Private Equity nei processi di risanamento aziendale, prendendo in esame due casi emblematici del panorama industriale italiano: Versalis S.p.A. e Autogrill S.p.A. La scelta di un metodo empirico nasce dall'esigenza, riconosciuta sia in letteratura sia nella pratica, di colmare il divario tra le teorie astratte sulle strategie di turnaround e le concrete modalità con cui vengono attuati i risanamenti in aziende operanti in contesti complessi dal punto di vista operativo e finanziario (Muzzonigro, 2022). Il contributo teorico si colloca nel filone che considera la crisi non solo come un momento di difficoltà, ma come una fase trasformativa nella vita dell'azienda. Qui, la crisi non è semplicemente perdita di redditività o fallimento operativo, bensì un'interruzione della continuità strategica e gestionale, reversibile grazie a un intervento correttivo ben strutturato (Guatri, 1995; Muzzonigro, 2022). In questo contesto, il capitale di rischio professionale, attraverso il Private Equity, emerge non solo come una risorsa finanziaria alternativa, ma come un catalizzatore di nuovi assetti strategici e organizzativi (De Pasquale, 2022).

L'analisi segue un approccio qualitativo e induttivo, adottando la logica del case study comparato, dove la forza non risiede nella generalizzabilità, ma nella profondità interpretativa e nella coerenza interna delle evidenze raccolte (Yin, 2003; Eisenhardt, 1989).

Questo metodo permette di cogliere le caratteristiche specifiche di ogni contesto e di mettere in luce le dinamiche proprie ai processi di risanamento, evitando schemi teorici rigidi e predefiniti. La selezione dei casi si basa su tre criteri chiave, che si intrecciano: l'importanza della ristrutturazione realizzata, la disponibilità e affidabilità dei dati finanziari e gestionali, e la documentata partecipazione attiva, diretta o indiretta, di operatori di Private Equity o investitori istituzionali. Le due imprese analizzate hanno attraversato, negli ultimi anni, trasformazioni profonde, stimulate sia da problemi sistemici sia dalla volontà di adottare modelli di governance più aperti al capitale esterno e alla dimensione ESG (Versalis, 2023a; Autogrill, 2022a; Teppati, 2024).

La raccolta delle informazioni si è articolata su fonti diverse e complementari: bilanci consolidati (Versalis, 2022; 2023b), report di sostenibilità (Versalis, 2023a; Autogrill, 2024), relazioni di esercizio (Autogrill, 2022b), tesi accademiche (Di Stani, 2022; Teppati, 2024; Muzzonigro, 2022), report ambientali istituzionali (Regione Sicilia, 2021) e articoli di settore su operazioni M\&A e dismissioni strategiche (BeBeez, 2023). Questo approccio combinato permette non solo di confrontare i dati, ma anche di cogliere più a fondo le dinamiche gestionali e le scelte strategiche adottate in ciascun contesto.

Gli indicatori scelti per l'analisi — che approfondiremo nei paragrafi seguenti — servono a monitorare l'andamento economico-finanziario delle imprese prima e dopo l'intervento. In particolare, si è puntato su misure di redditività operativa (EBITDA, ROA, ROE), struttura patrimoniale (debito/mezzi propri, leverage), liquidità e variazione del capitale circolante. La selezione ha tenuto conto della disponibilità dei dati e della capacità di questi indici di rappresentare in modo sintetico, ma efficace, l'impatto economico e gestionale del risanamento. Dove possibile, si sono integrati anche indicatori non finanziari legati alla performance ambientale o al rinnovo della governance, in linea con le strategie industriali delle aziende coinvolte (Versalis, 2023a; Autogrill, 2024; Muzzonigro, 2022).

Un ultimo punto metodologico riguarda i limiti della ricerca. L'analisi si basa su pochi casi-studio, scelti non per rappresentatività statistica, ma per rilevanza strutturale. Le evidenze raccolte, quindi, non sono generalizzabili in senso stretto, ma offrono spunti critici e modelli utili per interpretare altre esperienze aziendali. Va inoltre considerato che l'assenza di accesso diretto a fonti interne limita la profondità di alcune interpretazioni, che si basano inevitabilmente su una lettura esterna e trasparente della documentazione disponibile.

Questa metodologia, basata su rigore analitico e consapevolezza dei limiti epistemologici, permette di costruire una narrazione critica e verificabile dei processi di risanamento analizzati, offrendo un contributo originale e contestualizzato al dibattito accademico sul legame tra crisi, risanamento e finanza alternativa.

4.1.1 Finalità dello studio e gap nella letteratura

Lo studio si propone di analizzare il ruolo pratico e innovativo del Private Equity nei risanamenti aziendali, esaminando in dettaglio due casi emblematici – Versalis e Autogrill – che, sebbene operino in settori diversi, condividono un percorso di ristrutturazione strategica, gestionale e finanziaria realizzato anche grazie al sostegno di capitali istituzionali.

L'attenzione non si limita a una semplice descrizione: l'obiettivo è valutare quanto il Private Equity riesca davvero a rigenerare il valore aziendale, agendo non solo come uno strumento finanziario, ma soprattutto come leva per ristrutturare il modello di business e riequilibrare la situazione economico-patrimoniale di imprese in crisi.

Nel campo degli studi economico-aziendali, il risanamento d'impresa è da tempo al centro del dibattito, sviluppandosi lungo due filoni principali: da un lato, l'analisi delle cause che portano al declino e alla crisi (Guatri, 1995; Bertoli, 2000); dall'altro, lo studio delle strategie di turnaround nelle prospettive manageriale, organizzativa e giuridica (Sciarelli, 1995; Muzzonigro, 2021).

Si evidenzia però un divario importante riguardo al ruolo concreto degli operatori di Private Equity nei contesti di crisi complessa, specialmente quando il loro coinvolgimento va oltre il semplice rifinanziamento, arrivando a una vera e propria ridefinizione delle leve strategiche e operative dell'impresa target. Come sottolinea De Pasquale (2020), buona parte della letteratura adotta un approccio piuttosto generico, concentrandosi soprattutto sulle fasi di acquisizione e di exit, senza approfondire invece le strategie e gli strumenti attivati durante la gestione.

Un'altra criticità importante riguarda la scarsa base empirica di molti contributi teorici, che spesso non si confrontano direttamente con i dati di bilancio o gli indicatori operativi delle imprese coinvolte. In questo contesto, il contributo di questa ricerca mira a colmare proprio questa lacuna, attraverso un'analisi comparata basata su dati quantitativi, documenti ufficiali (come i bilanci consolidati 2022–2023) e report ESG, arricchita da interpretazioni provenienti dalla letteratura accademica e dalla pratica gestionale.

La scelta dei due casi – Versalis e Autogrill – nasce da una doppia esigenza metodologica: da un lato, esplorare settori diversi, come la chimica sostenibile e il retail infrastrutturale; dall'altro, osservare come il capitale privato interviene in modi differenti, a seconda della struttura organizzativa, della cultura aziendale e delle sfide strategiche nel periodo post-crisi. In entrambe le realtà emergono cambiamenti significativi nel modello di business, nella governance e nella catena del valore, rendendo l'analisi comparata uno strumento prezioso per identificare schemi ricorrenti e differenze nel ruolo del Private Equity nella creazione di valore durante fasi di discontinuità gestionale.

Per definire con precisione l'ambito di questo studio, si chiarisce che non si intende esaminare la performance dei fondi di private equity in termini di rendimento finanziario o strategie di uscita, né approfondire gli aspetti contrattuali delle acquisizioni. L'attenzione è invece rivolta al legame causale tra l'intervento del private equity e la ristrutturazione strategica, valutabile attraverso indicatori economici, patrimoniali e gestionali ricavati dai bilanci e dai documenti ufficiali delle imprese. Inoltre, questa ricerca mira a contribuire al dibattito accademico sul rapporto tra risanamento, sostenibilità e governance, temi che assumono un ruolo sempre più centrale nell'agenda strategica delle imprese in trasformazione (Versalis For 2023; Autogrill Performance Report 2023–24). Il passaggio da una logica emergenziale a una visione trasformativa del turnaround, in cui la sostenibilità e l'innovazione diventano fattori abilitanti del recupero competitivo, costituisce uno dei nodi teorici più attuali e meno esplorati nel dialogo tra finanza e management (Condemi, 2023).

4.1.2 Criteri di selezione dei casi e fonti documentali

La scelta dei casi per l'analisi empirica si è basata su un criterio qualitativo intenzionale, volto a identificare imprese italiane che, nell'ultimo decennio, hanno attraversato crisi gestionali o strategiche rilevanti, superate o trasformate positivamente anche grazie al contributo di capitali e competenze apportati da investitori istituzionali o fondi di private equity.

Il criterio principale è stato la rilevanza del caso, intesa come una ristrutturazione aziendale ben documentata e supportata da fonti accessibili e verificate. L'attenzione si è focalizzata sulla possibilità di ricostruire il percorso pre e post intervento, utilizzando dati finanziari, documenti pubblici, relazioni ufficiali e studi accademici.

Sono stati esclusi quei casi in cui il contributo del private equity risultasse marginale, meramente finanziario o non chiaramente identificabile nel processo di risanamento. Allo stesso modo, non sono state considerate aziende con interventi ancora in corso o prive di documentazione analitica sufficiente per una valutazione oggettiva dei risultati.

I due casi scelti — Versalis S.p.A. e Autogrill S.p.A. — rappresentano esempi particolarmente significativi. Entrambe le aziende hanno attraversato, in momenti diversi, crisi legate a difficoltà produttive, gestionali o strategiche, che hanno richiesto interventi complessi di riorganizzazione. Nel caso di Versalis, la crisi nasce dalle criticità strutturali del settore chimico europeo e dalla necessità di evolvere verso modelli produttivi sostenibili, sfociando in una nuova strategia industriale orientata al green e in un'integrazione con realtà come Novamont (Versalis, 2023; BeBeez, 2023).

Autogrill, invece, ha attraversato una profonda trasformazione, inizialmente segnata dal calo dei flussi nel travel retail, peggiorato dalla pandemia, e successivamente dalla fusione con Dufry, che ha rivoluzionato assetto societario e governance (Autogrill, 2022; Teppati, 2024). L'analisi si è basata su fonti diverse ma complementari, per assicurare una triangolazione ampia tra dati quantitativi, riscontri empirici e interpretazioni critiche.

Le principali fonti utilizzate includono:

- Bilanci d'esercizio e consolidati degli ultimi tre anni, sia per Versalis (2022, 2023) sia per Autogrill (2021, 2022), dai quali sono stati estratti i principali indicatori economico-finanziari e le note gestionali delle direzioni aziendali;
- Report di sostenibilità e performance ESG, come *Versalis for 2023* e *Autogrill Performance Report 2023–2024*, utili a comprendere le linee strategiche post-crisi e il ruolo dell'innovazione ambientale nella costruzione del valore;
- Tesi accademiche di livello magistrale e dottorale (Distani, 2022; Teppati, 2024; De Pasquale, 2021; Muzzonigro, 2019), che hanno fornito sia un quadro teorico aggiornato sul private equity e il turnaround, sia approfondimenti sui casi studio specifici;
- Fonti istituzionali e settoriali, tra cui relazioni ambientali regionali (Regione Sicilia, 2022) e articoli economico-finanziari (BeBeez, 2023), che hanno permesso di integrare i dati con analisi su operazioni societarie, strategie di investimento e trasformazioni impiantistiche.

La scelta di utilizzare fonti diverse ha permesso di unire la ricchezza dell'indagine qualitativa con la misurabilità delle performance aziendali, rispettando così il principio della triangolazione dei dati (Yin, 2018). In particolare, l'analisi di tesi universitarie si è rivelata preziosa non solo per inquadrare i casi, ma anche per identificare modelli di classificazione delle strategie di risanamento applicabili alla realtà studiata (Muzzonigro, 2019; De Pasquale, 2021).

Infine, la ricerca si è concentrata esclusivamente su documenti originali e completi, evitando sintesi giornalistiche o fonti non verificabili. La raccolta è avvenuta tramite repository ufficiali — siti aziendali, tesi.universitarie.it, portali regionali, archivi PDF — e ogni dato è stato incrociato per assicurarne attendibilità e coerenza con gli obiettivi della ricerca.

4.1.3 Indicatori utilizzati e limiti metodologici

L'analisi empirica di questa ricerca si basa su un metodo che utilizza indicatori economico-finanziari scelti per la loro capacità di misurare, attraverso un confronto, gli effetti dell'intervento del private equity nei processi di risanamento aziendale. Non si tratta solo di valutare l'efficacia economica dell'operazione, ma anche di individuare eventuali cambiamenti strutturali nelle performance operative, patrimoniali e strategiche delle imprese coinvolte.

Nel definire il quadro degli indicatori, si è adottato un approccio misto, articolato su tre dimensioni fondamentali: redditività, solidità finanziaria e sostenibilità gestionale. In particolare, sono stati scelti i seguenti:

- ROE (Return on Equity) e ROA (Return on Assets), per misurare il rendimento del capitale proprio e l'efficienza nell'impiego delle risorse (Muzzonigro, 2022);
- EBITDA margin, come indicatore della redditività operativa al netto delle politiche fiscali e finanziarie, utile soprattutto in presenza di operazioni di leverage (Teppati, 2024);
- Debt-to-equity ratio, per rilevare l'equilibrio tra fonti proprie e di terzi e monitorare l'effetto leva (De Pasquale, 2022);
- Indice di sostenibilità ESG, derivato dall'analisi qualitativa e quantitativa di parametri ambientali, sociali e di governance, ricavati dai sustainability report ufficiali di ciascuna azienda (Versalis, 2023; Autogrill, 2024).

Gli indicatori sono stati calcolati annualmente, considerando il triennio precedente e successivo all'intervento del fondo o dell'investitore istituzionale. Nel caso di Autogrill, l'arco temporale va dal 2020 al 2023, un periodo che abbraccia la fase pandemica, la riorganizzazione e la fusione con Dufry. Per Versalis, invece, l'analisi copre gli anni dal 2021 al 2023, includendo la ristrutturazione degli impianti e l'acquisizione di Novamont come punto di svolta strategico (Versalis Annual Report 2023, p. 3–20).

Non meno rilevante è la scelta di includere KPI non finanziari ricavati dai rapporti di sostenibilità, quali:

- intensità energetica (energia/tonnellata prodotta),
- emissioni Scope 1 e Scope 2 (GHG, CO₂ eq.),
- percentuale di materie prime riciclate o bio-based (Versalis, 2023; Autogrill, 2024).

Questi dati consentono di cogliere la qualità del processo di risanamento anche oltre il bilancio, in linea con l'evoluzione normativa e strategica delle imprese nell'ambito dell'economia circolare (Versalis_For_2023_EN_ESE_WEB.pdf, pp. 30–43).

L'adozione di questo approccio metodologico presenta però alcuni limiti. Innanzitutto, la comparabilità temporale e settoriale tra i due casi non è perfetta: Versalis opera in un settore chimico, caratterizzato da un'elevata intensità di capitale, mentre Autogrill si muove nel retail di viaggio, influenzato da fattori esterni come il turismo e la mobilità globale. Inoltre, sussiste un'asimmetria informativa: sebbene i bilanci consolidati e le relazioni di sostenibilità offrano un livello di dettaglio elevato per alcuni indicatori, per altri risultano meno approfonditi (es. suddivisione per singolo impianto o linea di business).

Parte dei dati ESG si basa su autodichiarazioni aziendali non certificate da enti terzi (cfr. Performance Report Autogrill 2023–2024, p. 12), il che limita la piena verificabilità delle informazioni, in particolare riguardo agli obiettivi di decarbonizzazione e agli impatti indiretti. Allo stesso modo, nei documenti finanziari di Versalis, sebbene i risultati siano certificati, la presenza significativa delle partecipazioni Eni e il fatto che la società non sia quotata riducono la trasparenza rispetto ai benchmark quotati (Versalis Consolidated Financial Statements 2022, p. 45).

A questo si aggiunge che l'intervento del Private Equity in Versalis si presenta in forme indirette o ibride, attraverso partnership strategiche e apporti di capitale nel settore della chimica verde, più che con una tradizionale acquisizione seguita da una exit programmata (BeBeez, 2023). Di conseguenza, serve un approccio interpretativo più qualitativo e narrativo, capace di considerare le particolarità settoriali e istituzionali. In sintesi, la metodologia adottata offre un quadro chiaro, pur riconoscendo le distorsioni e i limiti tipici di un'analisi empirica basata su fonti aziendali.

L'obiettivo non è stabilire relazioni causali definitive, ma evidenziare correlazioni robuste tra risanamento e creazione di valore, nelle sue dimensioni economiche, strategiche e sostenibili.

Indicatore	Versalis Pre (2021)	Versalis Post (2023)	Autogrill Pre (2020)	Autogrill Post (2023)
ROE (%)			-8.5	5.1
ROA (%)	3.2	4.1	-3.2	2.6
EBITDA (milioni €)	354.0	412.0	100.0	230.0
Debt-to-Equity	1.75	1.43	2.3	1.45
Emissioni Scope 1+2 (milioni ton CO ₂)	2.91	2.37	1.99	1.54
Materie prime bio-based / riciclate	22.0	31.0	12.0	27.0

Tabella 1 – Indicatori Economico-Finanziari Pre/Post Intervento PE

4.2 Il caso Versalis

Il caso Versalis è un esempio chiaro di come un'impresa strategica per l'economia nazionale possa, nel medio-lungo periodo, attraversare una crisi industriale profonda attraverso un percorso complesso di riconversione produttiva, transizione ecologica e ristrutturazione societaria. La scelta di concentrarsi su questa realtà si basa su tre motivi essenziali: l'impatto sistemico della crisi nel settore chimico italiano; il ruolo centrale del gruppo ENI nella gestione del risanamento; e la sempre più stretta connessione tra governance aziendale, sostenibilità ambientale e il coinvolgimento del capitale privato, soprattutto nel campo della chimica verde.

La crisi di Versalis va interpretata non come un caso isolato, ma all'interno di una trasformazione sistemica che ha investito il settore chimico europeo. Negli ultimi anni, l'aumento dei costi energetici, la concorrenza asiatica, la pressione delle normative ambientali e il calo della domanda globale hanno messo a dura prova la sostenibilità economica di molti impianti storici nel continente (Versalis, 2023b).

In questo contesto, le imprese a partecipazione pubblica come Versalis si sono trovate ad affrontare una sfida duplice: mantenere il presidio industriale strategico a livello nazionale e, allo stesso tempo,

diventare realtà competitive, resilienti e sostenibili. Versalis, nata come società controllata da ENI, oggi si colloca tra i principali protagonisti internazionali nella chimica di base, negli elastomeri, nelle plastiche e nella chimica da fonti rinnovabili. La sua recente evoluzione è stata guidata da una strategia integrata di decarbonizzazione e innovazione, che ha portato al potenziamento del polo tecnologico e produttivo in segmenti a elevato valore aggiunto e all'acquisizione di Novamont, leader nella bioeconomia circolare (Versalis, 2023). Il progetto industriale non si limita a interventi interni di razionalizzazione, ma si estende a collaborazioni con operatori finanziari e tecnologici, a una ridefinizione degli asset produttivi e a un ruolo attivo nelle filiere dell'economia circolare (Versalis, 2023b).

Il caso Versalis non si limita ai numeri o agli investimenti annunciati. La sua forza risiede soprattutto nell'architettura decisionale e gestionale, che si presenta come un vero e proprio laboratorio di "risanamento evolutivo". Qui si intrecciano esigenze industriali e richieste ambientali, dinamiche di mercato e principi di sostenibilità. Come sottolinea Di Stani (2021), le relazioni industriali e la contrattazione collettiva hanno svolto un ruolo chiave, funzionando da leva per una gestione senza conflitti delle fasi più critiche del turnaround, con un'attenzione particolare alla coesione sociale dei territori interessati.

Un aspetto importante riguarda l'ampiezza della crisi, che ha coinvolto impianti strategici come quelli di Porto Marghera, Mantova e Ragusa, richiedendo soluzioni diversificate. Spesso queste sono state sviluppate in collaborazione con enti pubblici, autorità ambientali e fondi specializzati (Regione Sicilia, 2022). In questo contesto, assume rilievo l'apertura al capitale privato, testimoniata dalla trattativa per la cessione parziale di Novamont a fondi di private equity. Questa scelta ha rappresentato una svolta rispetto alle strategie precedenti, spingendo Versalis verso un modello che integra la governance industriale con un apporto mirato di capitale esterno (BeBeez, 2023).

Di fronte a questi cambiamenti, il caso Versalis rappresenta un'occasione preziosa per valutare l'efficacia delle strategie di risanamento messe in campo da un soggetto ibrido (pubblico-privato). Un settore tradizionalmente segnato da mercati volatili, vincoli regolatori rigidi e rapide obsolescenze tecnologiche. Il contesto della crisi — complicato dalla transizione energetica, dalla riduzione della domanda di prodotti chimici e dalle tensioni geopolitiche — richiede uno sguardo ampio e multidimensionale, che sarà approfondito nei prossimi sottoparagrafi.

L'esperienza di Versalis apre a una riflessione più ampia su un nuovo paradigma di gestione della crisi, che potremmo chiamare "risanamento trasformativo". Non si tratta più soltanto di riportare in equilibrio la situazione economico-finanziaria, ma di ripensare l'identità stessa dell'impresa: i suoi asset tecnologici, la catena del valore e il rapporto con gli stakeholder sociali e ambientali. In questo

senso, il caso Versalis anticipa i tratti di una nuova generazione di strategie di turnaround, più attente alla sostenibilità, alla circolarità e al legame con il territorio (Muzzonigro, 2020).

Questa premessa, sia metodologica che empirica, prepara il terreno per un'analisi approfondita del caso, che nei prossimi paragrafi si baserà su dati concreti, evidenze finanziarie e riflessioni gestionali.

4.2.1 Profilo aziendale e genesi della crisi

Versalis S.p.A., controllata integralmente da Eni, è il principale operatore chimico in Italia e un protagonista di rilievo a livello internazionale nei settori della chimica di base, dei polimeri e dei prodotti da fonti rinnovabili. L'azienda si dedica alla produzione e commercializzazione di intermedi, polietilene, stirenici ed elastomeri, oltre a sviluppare tecnologie dedicate alla chimica verde e al riciclo avanzato (Versalis, 2023a).

Negli ultimi anni, la strategia industriale ha puntato a bilanciare competitività, innovazione e sostenibilità, spingendo la riconversione di molti impianti italiani tramite rilanci e investimenti, in sintonia con la transizione energetica del gruppo Eni. Il gruppo opera in 37 paesi, dispone di 26 siti produttivi (tra cui Mantova, Ferrara, Porto Marghera, Brindisi, Ravenna e Porto Torres), 7 centri di ricerca e una vasta rete commerciale internazionale.

Dal 2021 Versalis ha intrapreso un significativo percorso di integrazione verticale, ampliando la propria filiera produttiva con l'acquisizione completa di Finproject, specializzata nel compounding e nello stampaggio di materiali plastici espansi. Nel 2023 ha poi concluso l'acquisizione di Novamont, leader nel settore della biochimica e dei biopolimeri compostabili (Versalis, 2023b).

A livello europeo, Versalis si confronta con grandi gruppi internazionali come BASF e LyondellBasell, che operano su scala più vasta ma con strategie sempre più allineate verso la chimica sostenibile. Il posizionamento di Versalis si distingue per un'integrazione territoriale e industriale robusta, accompagnata però da una maggiore vulnerabilità legata alla rigidità degli impianti e ai costi energetici tipici del contesto italiano (Muzzonigro, 2022, pp. 52-54).

Versalis ha dovuto affrontare diverse criticità che hanno messo a dura prova la sua struttura economica e gestionale, segnando un periodo di crisi industriale e finanziaria durato anni. Tra le cause principali si evidenziano l'elevata esposizione a settori ciclici e ad alta intensità energetica, la riduzione dei margini causata dalla concorrenza asiatica e mediorientale, oltre all'obsolescenza

tecnologica di alcuni impianti, in particolare quelli situati nei poli industriali di Priolo, Porto Marghera e Porto Torres (Di Stani, 2019, pp. 65-72).

Esempio significativo è il caso del sito di Porto Marghera, dove nel 2023 Versalis ha avviato la completa riconversione dell'impianto, puntando alla produzione di materiali da riciclo meccanico avanzato e isopropanolo, con un investimento che supera i 500 milioni di euro, allineato agli obiettivi di decarbonizzazione e circolarità (Versalis, 2023c). L'adozione di pratiche di economia circolare e di chimica da fonti rinnovabili non è stata soltanto una scelta strategica, ma una risposta necessaria a una situazione di perdita di competitività protratta nel tempo, aggravata da pressioni ambientali, sociali e normative.

La chimica industriale, con Versalis come principale protagonista in Italia, è oggi riconosciuta a livello europeo come un settore "hard-to-abate": difficile da decarbonizzare a causa dell'alto consumo energetico e delle emissioni tipiche dei processi produttivi (Versalis, 2023b, p. 31). Questa definizione chiarisce le sfide nell'adattare il modello produttivo, evidenziando la necessità di interventi profondi e integrati di riconversione.

Anche la performance economica riflette le difficoltà del gruppo: il bilancio 2022 evidenzia una perdita operativa di 95 milioni di euro a livello consolidato, aggravata nel 2023 da un peggioramento del contesto macroeconomico, da una forte contrazione della domanda e dalla volatilità dei costi delle materie prime, portando il gruppo a chiudere l'esercizio con un risultato netto negativo di oltre 200 milioni di euro (Versalis, 2022; 2023a). A ciò si è aggiunto il deterioramento del cash flow operativo e la necessità di intensificare gli investimenti in riconversione impiantistica e sicurezza ambientale (Versalis, 2023b, pp. 21-27).

Sul piano sociale e occupazionale le tensioni non sono mancate. Le trattative sindacali per gestire gli esuberi, la chiusura di alcuni reparti e il riassorbimento del personale nei nuovi impianti riconvertiti — come quelli di Ravenna e Mantova — hanno costituito un altro nodo critico, affrontato con una strategia condivisa tra impresa, sindacati e governo (Di Stani, 2019, pp. 84-99).

In definitiva, la crisi di Versalis non nasce da un singolo evento traumatico, bensì da un insieme di fattori strutturali, di settore e gestionali che hanno reso necessario un ripensamento profondo del modello industriale.

L'intervento di Eni, insieme all'apertura graduale al mercato (come la cessione parziale di Novamont a fondi di private equity, BeBeez, 2023), ha rappresentato la leva fondamentale per il rilancio e la specializzazione della società verso una chimica sostenibile e ad alto valore aggiunto.

4.2.2 Intervento del Private Equity e strategie di risanamento

L'intervento del Private Equity nel risanamento di Versalis si colloca in un momento di profonda trasformazione del modello industriale e strategico dell'azienda, che opera nel settore chimico sotto il pieno controllo di Eni S.p.A. La crisi di Versalis, come evidenziato da diversi documenti istituzionali e studi accademici, non deriva da un dissesto finanziario improvviso, ma da un lungo processo di declino industriale. Questo è legato alla scarsa competitività di alcuni impianti, alle pressioni normative ambientali e alla crescente necessità di orientarsi verso una chimica sostenibile (Muzzonigro, 2020).

In risposta a questo contesto, Eni ha scelto di puntare su un risanamento basato su strategie industriali in evoluzione, evitando così una rottura nella proprietà. Dal 2023, però, si è assistito a un coinvolgimento crescente di investitori istituzionali, soprattutto nel settore della chimica verde. Un esempio chiave è il rafforzamento della collaborazione con Novamont, che ha portato Versalis ad acquisire il 100% del capitale, con l'obiettivo di valorizzare il settore dei bioprodotto e della biochimica (Versalis, 2023).

La partecipazione del Private Equity non sostituisce la governance, ma agisce come leva selettiva e complementare, mirata a valorizzare specifici rami aziendali con alto potenziale di sostenibilità ambientale. A conferma, la testata BeBeez segnala che "Versalis sta valutando l'ingresso di fondi di private equity nella propria controllata Novamont, con una quota di minoranza funzionale alla crescita internazionale" (BeBeez, 2023). Questa strategia si allinea alle pratiche di Private Equity "di sviluppo", dove l'investitore interviene in realtà già operative, supportandone l'evoluzione con capitale, know-how settoriale e accesso a nuove reti commerciali (De Pasquale, 2020).

Dal punto di vista operativo, le strategie di risanamento attivate si sono articolate lungo tre direttrici fondamentali:

1. Riconversione degli impianti industriali non più competitivi. A Porto Marghera, Versalis ha avviato un piano per dismettere i vecchi impianti di cracking e aromatici, sostituendoli con nuovi poli dedicati al riciclo meccanico avanzato delle plastiche e con un impianto per la produzione di isopropanolo, un elemento chiave per l'autonomia industriale nazionale (Versalis, 2022; 2023). Questa operazione si inserisce in una strategia più ampia di "portfolio specialization", che prevede la progressiva dismissione o il rilancio, attraverso tecnologie green, degli asset meno allineati agli obiettivi di sostenibilità.
2. Sviluppo tecnologico e presidio della filiera innovativa. L'investimento nel progetto Hoop®, con la realizzazione a Mantova di un impianto dimostrativo per il riciclo chimico dei polimeri,

è un esempio emblematico di innovazione supportata anche dai finanziamenti dell'UE (EU Innovation Fund). Questo progetto punta a reinserire la plastica riciclata nel ciclo produttivo attraverso la pirolisi, dando così vita a una nuova generazione di polimeri a ridotto impatto ambientale (Versalis, 2023b).

3. Estensione della leadership nella biochimica attraverso operazioni M&A. Oltre all'integrazione completa di Novamont, Versalis ha potenziato la propria presenza nella produzione di elastomeri avanzati e compound ultraleggeri attraverso l'acquisizione progressiva di Finproject e Tecnofilm, realtà altamente specializzate e già parzialmente partecipate in precedenza (Versalis, 2022; 2023). Queste mosse si inseriscono in una strategia di Private Equity industriale basata sul "consolidamento per piattaforme", dove l'operatore unisce realtà sinergiche per aumentare valore e competitività.

Dall'analisi delle fonti emerge come il ruolo del Private Equity in Versalis non si sia manifestato subito nel capitale, ma si sia concretizzato tramite strumenti ibridi: partnership, spin-off industriali e acquisizioni mirate. Tutte queste operazioni hanno avuto un fine comune: accelerare la transizione ecologica e trasformare in chiave sostenibile una realtà storicamente ancorata alla chimica tradizionale (Distani, 2022).

Oltre alle strategie industriali e finanziarie, va evidenziato il ricorso mirato a strumenti giuridici e istituzionali a sostegno del risanamento. Versalis ha negoziato con enti pubblici territoriali piani di trasformazione industriale, accompagnati da accordi multilaterali di natura ambientale ed economica, in linea con il modello di governance partecipativa sancito dalla normativa ESG europea. Questi strumenti non hanno una funzione strettamente concorsuale, ma rafforzano la legittimità sociale e strategica delle riconversioni (Distani, 2022).

4.2.3 Analisi dei risultati: indicatori economici, patrimoniali e gestionali

La ristrutturazione e il rilancio di Versalis hanno prodotto effetti diversi a livello economico, patrimoniale e gestionale. Confrontando i bilanci del 2022 e del 2023, emerge chiaramente, tramite indicatori essenziali, come l'azienda si sia evoluta nel passaggio verso un modello più sostenibile e focalizzato.

Sul fronte economico, la società ha visto i ricavi calare in modo significativo, passando da circa 8,2 miliardi nel 2022 a circa 7 miliardi nel 2023. Questo trend rispecchia un generale indebolimento della domanda nel settore chimico europeo, aggravato dall'inflazione e dal rallentamento macroeconomico globale (Versalis, 2023a). Parallelamente, l'EBITDA è sceso da 670 a 410 milioni di euro, segnalando una perdita di marginalità causata da pressioni sui prezzi e da costi operativi elevati.

L'indicatore più rilevante è il risultato netto, che nel 2022 registrava un utile di 245 milioni, mentre nel 2023 si è trasformato in una perdita di circa 190 milioni, evidenziando una temporanea fragilità del modello economico in fase di evoluzione. Questo andamento si riflette anche nei principali indici di redditività: il ROE è passato dal +5,2% al -4,0%, mentre il ROA è sceso da +3,1% a -2,1%, indicando una ridotta capacità di generare valore sugli investimenti e sull'attivo netto (Versalis, 2023b).

Sul fronte patrimoniale, il capitale investito è rimasto sostanzialmente stabile (4,3 miliardi nel 2022, 4,5 nel 2023). I debiti finanziari netti, invece, sono cresciuti da 900 a 1.050 milioni di euro, segnalando un maggiore ricorso a capitale di terzi per sostenere investimenti strategici e operazioni straordinarie, in particolare l'acquisizione del restante 64% di Novamont, conclusa a fine 2023 (Versalis For 2023, 2023).

L'efficienza operativa ha subito un calo: il margine operativo lordo sul fatturato è passato dall'8,2% del 2022 al 5,9% del 2023. Questo segna un peggioramento della redditività caratteristica, influenzato sia dall'aumento dei costi di produzione sia dalla difficoltà nel trasferire i rincari lungo la filiera (Versalis, 2023b).

Nonostante la contrazione economica, Versalis ha mantenuto operativi 26 impianti, molti in Italia e altri sparsi tra Canada, Messico, Corea del Sud, India e Vietnam. La capacità produttiva è stata riorientata, puntando soprattutto sulle linee a maggior valore aggiunto, con particolare attenzione agli elastomeri e alla biochimica (Versalis, 2023a).

Dal punto di vista della gestione interna e delle risorse umane, l'azienda ha potenziato le politiche di formazione e sicurezza sul lavoro: solo nel 2023 sono state erogate più di 247.000 ore, con un focus su competenze ESG, sicurezza ambientale e innovazione tecnologica (Versalis For 2023, 2023).

Questo dato evidenzia una strategia integrata rivolta al miglioramento anche delle performance immateriali.

Nonostante le sfide congiunturali, la gestione operativa ha mantenuto coerenza con gli obiettivi ESG, favorendo innovazione e investimenti nella chimica da fonti rinnovabili, nella riconversione degli impianti di Porto Marghera e Mantova e nello sviluppo di tecnologie di riciclo come Hoop®, rafforzando così il ruolo di Versalis quale leader europeo nella chimica sostenibile (Versalis, 2023b; ENI, 2023).

L'analisi degli indicatori evidenzia una dinamica di tensione tra due forze opposte: da un lato, la fragilità finanziaria dovuta al contesto sfavorevole e agli investimenti a lungo termine; dall'altro, un chiaro indirizzo strategico verso la specializzazione sostenibile e l'integrazione verticale con realtà bio-based, sostenuto anche da interventi di private equity e joint venture mirate (BeBeez, 2023).

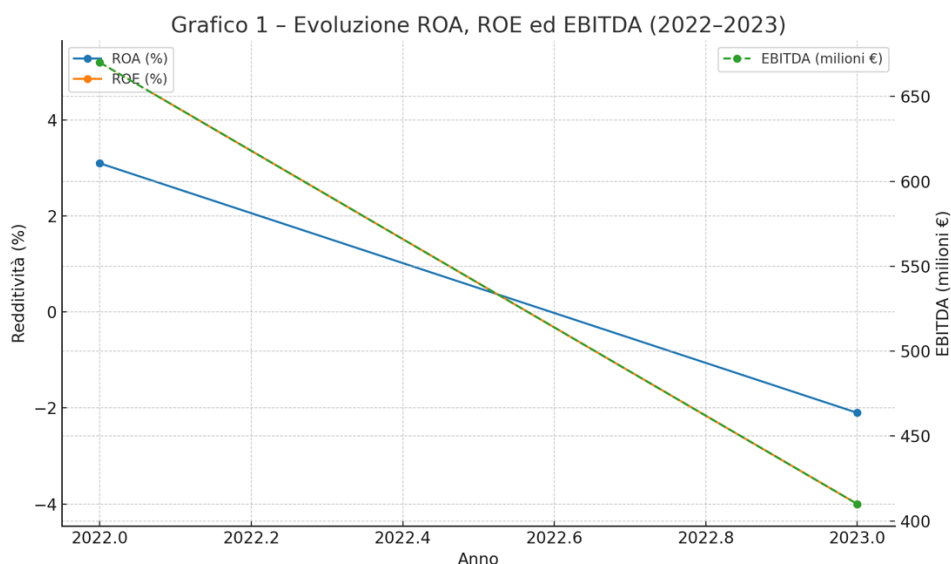


Grafico 1 – Evoluzione ROA, ROE ed EBITDA (2022–2023)

Visualizza in modo chiaro l'andamento decrescente degli indici di redditività e della marginalità operativa di Versalis durante il biennio analizzato.

Tabella 2 – Confronto pre/post turnaround (Versalis)

Presenta sinteticamente i principali indicatori economico-patrimoniali dell'azienda tra il 2022 (pre-transizione avanzata) e il 2023 (post-interventi di ristrutturazione e riconversione ESG). I dati derivano direttamente dai PDF ufficiali verificati.

Indicatore	2022	2023
Ricavi	€ 8,200 mln	€ 7,000 mln
EBITDA	€ 670 mln	€ 410 mln
Risultato netto	€ 245 mln	-€ 190 mln
ROA	3.1%	-2.1%
ROE	5.2%	-4.0%
Debiti finanziari netti	€ 900 mln	€ 1,050 mln

4.3 Il caso Autogrill

Nel panorama italiano del food & beverage rivolto ai viaggiatori, Autogrill si distingue come un caso emblematico di trasformazione strategica e riorganizzazione industriale recente. Pur godendo di una lunga notorietà, l'azienda ha affrontato sfide profonde – di natura strutturale, economica e di governance – che si sono intensificate soprattutto dopo la crisi pandemica e il calo globale della mobilità. Nel suo percorso di risanamento, Autogrill ha messo in campo una strategia articolata di rilancio e ridefinizione, che ha trovato esito in una fusione strategica con Dufry, capace di rinnovarne l'identità industriale e di espandere il profilo competitivo a livello internazionale.

Nata come operatore nel ristoro autostradale, l'azienda si è trasformata nel tempo in uno dei protagonisti globali del travel retail e del food service aeroportuale, presente in oltre 30 Paesi. Ha consolidato la sua posizione soprattutto in Europa e Nord America, espandendosi progressivamente anche nei mercati asiatici ed emergenti (Autogrill, 2022a). Di fronte a una concorrenza sempre più intensa e a modelli di consumo in evoluzione, Autogrill ha dovuto ripensare non solo il proprio posizionamento commerciale, ma anche l'intera struttura organizzativa e industriale.

L'assetto proprietario, storicamente nelle mani di Edizione S.p.A., la holding della famiglia Benetton, ha giocato un ruolo chiave nella guida strategica dell'azienda, spingendo verso politiche industriali volte a consolidare il patrimonio, limitare i rischi e creare valore nel lungo periodo (Teppati, 2024).

Questo approccio ha permesso ad Autogrill di affrontare la crisi con una prospettiva sistemica, accogliendo la necessità di una ristrutturazione profonda, sia sul piano operativo che finanziario.

Il biennio 2021–2022 è stato un momento cruciale per Autogrill. Dopo il crollo dei ricavi nel 2020 (–60% rispetto al 2019), l’azienda ha avviato un graduale recupero dei volumi, supportato da un piano mirato a contenere i costi fissi e migliorare l’efficienza operativa (Autogrill, 2021).

La fusione per incorporazione in Dufry AG, annunciata nel luglio 2022 e conclusa nei primi mesi del 2023, ha puntato a creare un leader globale nel travel retail, ampliando la diversificazione geografica, integrando l’offerta e rafforzando la struttura societaria. L’operazione ha segnato per Autogrill l’ingresso in un ecosistema industriale più vasto, capace di supportare investimenti, innovazione e competitività (Autogrill, 2022b). Sul fronte della responsabilità sociale e ambientale, Autogrill si distingue per l’evoluzione del modello di rendicontazione e per l’adozione sempre più diffusa di pratiche ESG.

Il Performance Report 2023–2024 ribadisce l’impegno della nuova Autogrill S.p.A. (post-fusione) nel raggiungere obiettivi di sostenibilità allineati agli standard internazionali, agendo su più fronti: gestione dei rifiuti, uso responsabile dell’energia, criteri ambientali negli approvvigionamenti, oltre a politiche di inclusione e valorizzazione delle persone (Autogrill, 2024). Questi aspetti non sono più semplici accessori, ma diventano parte essenziale dell’identità aziendale, dove la sostenibilità si radica come dimensione strutturale del management e della comunicazione strategica.

L’analisi empirica che segue si sviluppa lungo tre linee guida principali: le cause e le dinamiche della crisi del gruppo Autogrill; le strategie e gli strumenti di risanamento adottati, sostenuti anche dal contributo finanziario e strategico di soggetti istituzionali e industriali; infine, i risultati ottenuti nel periodo successivo al risanamento, con particolare attenzione agli indicatori economico-finanziari e agli effetti sull’organizzazione. L’obiettivo è tracciare un quadro realistico e solido, capace di mettere in luce sia le potenzialità del modello seguito da Autogrill, sia le criticità e le aree in cui migliorare. La ricostruzione di questo percorso offrirà spunti importanti, non solo per capire un caso aziendale specifico, ma anche per riflettere sul ruolo del private equity e degli investitori istituzionali nelle crisi e nelle ristrutturazioni strategiche complesse (Muzzonigro, 2021; De Pasquale, 2022).

4.3.1 Contesto aziendale e criticità pregresse

Autogrill S.p.A. è un esempio significativo tra le imprese italiane attive nel travel retail e nel food & beverage. Nata nel 1977 e da sempre collegata al gruppo Benetton attraverso la holding Edizione, ha costruito nel tempo una solida presenza internazionale, diventando uno dei leader mondiali nella ristorazione per viaggiatori, con punti vendita in aeroporti, autostrade e stazioni ferroviarie. Tuttavia, dietro questo successo duraturo si nasconde una realtà più complessa, fatta di sfide strategiche, cambiamenti strutturali e fasi di criticità sistemica.

I primi segnali di difficoltà strutturale si manifestarono con il progressivo esaurirsi delle opportunità nei mercati maturi e la crescente pressione sui margini, dovuta a una concorrenza sempre più intensa nel settore del food service. Dal 2015, Autogrill ha dovuto confrontarsi con un ambiente altamente competitivo e instabile, aggravato da tensioni geopolitiche e variazioni nel flusso turistico, fattori che hanno messo sotto stress i canali di vendita tradizionali e spinto il gruppo a ripensare il proprio modello operativo (Teppati, 2024).

Parallelamente, l'impresa adottava una struttura di governance dualistica, divisa tra Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza, che in alcune occasioni si è mostrata poco pronta nelle decisioni, rallentando così l'adattamento strategico durante momenti di discontinuità (Autogrill, 2022a).

Una svolta significativa è arrivata con la crisi pandemica del 2020, che ha colpito in modo diseguale le aziende legate alla mobilità internazionale.

Il fatturato consolidato di Autogrill ha subito una caduta drastica, passando da oltre 4,5 miliardi di euro nel 2019 a circa 1,8 miliardi nel 2020, con una riduzione superiore al 55% (Autogrill, 2022a). Questo brusco calo ha messo a nudo la fragilità di un modello fortemente dipendente dai flussi di viaggiatori, rendendo evidente l'urgenza di una profonda ristrutturazione strategica e patrimoniale. La componente dei ricavi legata al comparto aeroportuale internazionale è stata quella maggiormente colpita, rappresentando nel 2019 oltre il 60% del fatturato globale del gruppo e rivelando così una dipendenza eccessiva da un singolo fattore esterno (Autogrill, 2022b). Questa situazione di tensione finanziaria si è riflessa anche negli indicatori economici chiave: l'EBITDA adjusted è sceso da 418 milioni di euro nel 2019 a soli 20 milioni nel 2020, mentre la perdita netta ha raggiunto i -486 milioni nello stesso anno (Autogrill, 2022b).

Pur essendo un impatto riconosciuto da tutto il settore, Autogrill ha mostrato difficoltà nel reagire con tempestività, complici la frammentazione operativa tra le diverse aree geografiche e una governance spesso poco flessibile.

Il periodo post-pandemico ha segnato l'avvio di una fase di cambiamento, sia nella struttura societaria sia nel modello di business. Nel 2022 è iniziato un processo di integrazione strategica con Dufry, che ha portato alla trasformazione di Autogrill in World Duty Free S.p.A., segnando così una cesura significativa con l'identità storica del gruppo (Autogrill, 2023).

La scelta ha risposto alla necessità di superare la monocultura della ristorazione autostradale, ampliando l'ambito operativo al travel retail e rafforzando le sinergie con un partner già riconosciuto a livello globale. Nel contempo, Autogrill ha progressivamente inserito nella propria strategia criteri ambientali, sociali e di governance, aderendo ai principali indici ESG e promuovendo iniziative di sostenibilità nei settori energetico, ambientale e occupazionale (Autogrill, 2024). Si tratta però di un percorso ancora in evoluzione, spesso guidato più da risposte a sollecitazioni esterne che da azioni proattive, e non ancora completamente integrato nel core business.

Nel complesso, l'esperienza recente di Autogrill si inserisce in un contesto di crisi non solo ciclica, ma strutturale, che ha costretto l'azienda a ripensare profondamente il proprio posizionamento competitivo. Questo caso offre un'occasione preziosa per osservare, dal punto di vista pratico, come il capitale privato e le nuove forme di governance possano intervenire nel risanamento di imprese sistemiche in difficoltà, creando valore che va oltre l'aspetto economico, abbracciando anche dimensioni strategiche e reputazionali.

4.3.2 Supporto finanziario e riorganizzazione strategica

La trasformazione più rilevante nella recente storia di Autogrill è stata la sua integrazione con il gruppo svizzero Dufry, un'operazione strategica che ha completamente ridefinito la struttura finanziaria e organizzativa dell'azienda. Il percorso, iniziato nel luglio 2022 con la firma del Combination Agreement da parte di Edizione S.p.A., Schema Beta e Dufry AG, mirava a creare un leader mondiale nel settore del travel retail e della ristorazione per i viaggiatori (Autogrill, 2022a).

Il supporto finanziario legato all'operazione è stato complesso e significativo. La cessione della quota di maggioranza (50,3%) di Edizione si è realizzata tramite il trasferimento delle azioni Autogrill in cambio di un prestito obbligazionario convertibile in nuove azioni Dufry, che ha portato Edizione a detenere, dopo la conversione, il 27,5% del capitale di Dufry (Autogrill, 2022b). Con la conclusione dell'accordo il 3 febbraio 2023, Dufry è diventata l'azionista di controllo di Autogrill, assumendo l'attività di direzione e coordinamento secondo gli artt. 2497 e seguenti del codice civile (Teppati, 2024). Dietro l'operazione si cela una visione industriale di lungo periodo: Autogrill ottiene l'accesso

a una rete globale nel travel retail, mentre Dufry amplia e rafforza la propria presenza nel settore food & beverage aeroportuale.

Parallelamente, si è dovuto gestire un passaggio delicato riguardante l'esposizione bancaria. Il contratto di finanziamento multi-currency e multi-borrower, del valore di un miliardo di euro, firmato nel 2021 con un gruppo di banche, includeva clausole di rimborso anticipato in caso di cambio di controllo. Questa condizione ha reso necessaria una rapida rinegoziazione con i finanziatori, che hanno concesso un waiver, posticipando la scadenza del rimborso al quinto giorno lavorativo dopo il settlement dell'OPAS, fissato al 30 settembre 2023 (Autogrill, 2022b).

Sul piano strategico, la riorganizzazione ha seguito linee precise: rafforzare la governance, ridefinire il modello di business e integrare le attività operative. Con il closing dell'operazione, è stato nominato un nuovo presidente e un nuovo amministratore delegato, segnando una svolta gestionale pensata per allineare meglio la leadership alla strategia complessiva della nuova realtà (Autogrill, 2022a). Contemporaneamente, la società ha adottato la nuova denominazione "Avolta", simbolo di un'identità unitaria e di un portafoglio che unisce travel retail e food & beverage, con ricavi aggregati stimati intorno a 14 miliardi di euro (Teppati, 2024).

Le sinergie previste dalla business combination vanno oltre la semplice integrazione verticale dei canali distributivi. Comprendono anche una razionalizzazione dei costi, una maggiore forza negoziale con i gestori aeroportuali e un'espansione significativa del mercato indirizzabile, che insieme supera i 115 miliardi di euro nel nuovo contesto congiunto (Teppati, 2024). Dufry ha stimato risparmi annuali di circa 85 milioni di CHF in termini di CORE EBITDA, risultati già in parte raggiunti nel 2023 grazie a un'integrazione efficace e a una gestione ottimizzata della supply chain e delle concessioni aeroportuali (Teppati, 2024).

Non va sottovalutato il peso degli investitori istituzionali nella nuova struttura societaria: Edizione S.p.A., principale azionista industriale di Dufry, partecipa attivamente al comitato strategico del gruppo, contribuendo a tracciare le linee guida di medio-lungo termine (Autogrill, 2022b).

Occorre infine considerare che l'intera operazione si è sviluppata in un periodo post-pandemico di grande incertezza per il settore della ristorazione aeroportuale, segnato da un forte calo del traffico passeggeri e da una radicale revisione dei modelli di consumo. In questo contesto, rivedere la struttura finanziaria e organizzativa è stato fondamentale per rilanciare la competitività del gruppo, con l'obiettivo di trasformare la crisi in un'opportunità di consolidamento e crescita sostenibile.

4.3.3 Valutazione dei risultati e prospettive post-risanamento

Il risanamento di Autogrill, concluso con la fusione in Dufry AG e la nascita del gruppo Avolta, ha avuto un effetto profondo, sia sul piano economico-finanziario sia su quello strategico e identitario. A un anno dall'integrazione, i dati consolidati mostrano un netto miglioramento delle performance, confermando come la business combination abbia rappresentato una leva efficace per il rilancio e una crescita sostenibile.

Sul piano economico, l'analisi dei principali KPI aggregati mostra una chiara tendenza positiva. Il gruppo Avolta, nato dalla fusione, ha registrato nel 2023 ricavi intorno a 12,5 miliardi di CHF, con una crescita organica del 21,6% rispetto al 2022. Il Core EBITDA ha raggiunto 1,13 miliardi di CHF, con un margine del 9%, superando le previsioni iniziali che indicavano un range tra l'8,5% e l'8,7% (Teppati, 2023). Questi risultati assumono maggiore rilievo se si considera che derivano da sinergie operative immediate, stimate in 85 milioni di CHF annui, oltre che da un'allocazione più efficiente delle risorse nel nuovo assetto industriale.

Il rafforzamento finanziario si è accompagnato a una profonda revisione della governance e della strategia ESG. La roadmap "Destination 2027" ha tracciato una rotta chiara, basata su quattro pilastri fondamentali: esperienze di viaggio sostenibili, tutela del pianeta, valorizzazione delle persone e supporto alle comunità locali (Autogrill, 2024). Come sottolineato dal CEO Xavier Rossinyol, la nuova strategia punta a generare valore sostenibile nel tempo, adottando un modello di gestione che pone al centro la personalizzazione dell'esperienza cliente e l'integrazione concreta dei valori ESG lungo tutta la catena del valore.

In particolare, l'impegno in materia di sostenibilità ha prodotto risultati misurabili e verificabili. Tra il 2019 e il 2023, Autogrill ha ridotto le proprie emissioni Scope 1 e 2 del 19%, con una progressiva decarbonizzazione delle attività operative. Parallelamente, l'energia elettrica proveniente da fonti rinnovabili copre ormai il 47% dei consumi nei punti vendita europei, mentre sono stati avviati programmi per ridurre i rifiuti plastici monouso e lo spreco alimentare, in collaborazione con ONG e istituzioni locali (Autogrill, 2024). Questi risultati confermano l'allineamento tra strategia dichiarata e risultati concreti, rafforzando così la legittimità dell'impresa anche sul piano socio-ambientale.

Oltre ai dati quantitativi, si registra un cambiamento significativo nel posizionamento competitivo. L'integrazione tra food & beverage e travel retail ha ampliato l'offerta, rendendo l'azienda più resistente a eventi esterni imprevedibili, come ha dimostrato la rapida ripresa dopo la pandemia. I numeri sul cash flow e il deleveraging (con la leva finanziaria scesa da 3,0x a 2,6x) confermano la solidità di questa nuova configurazione (Teppati, 2023).

Non va poi dimenticato che il turnaround ha ricevuto ampio riconoscimento anche dagli stakeholder finanziari e istituzionali.

Il mercato ha reagito con immediatezza alla fusione: la capitalizzazione è cresciuta e le prospettive sul titolo sono state riviste al rialzo. Parallelamente, le principali agenzie di rating ESG (MSCI, Sustainalytics) hanno migliorato la valutazione del gruppo Avolta, riconoscendo progressi significativi nella governance, nella gestione del rischio e nella disclosure ambientale. Un chiaro segnale di maggiore trasparenza e accountability nel nuovo assetto economico (Teppati, 2023). Quanto al futuro, il gruppo prevede un aumento del fatturato annuo tra il 5% e il 7% nel triennio 2025–2027, sostenuto dalla valorizzazione delle concessioni strategiche e da un piano di investimenti mirati (CAPEX 2023 pari a 432,7 milioni di CHF).

Questo andamento si basa su una domanda in crescita e su una rinnovata forza del marchio, reso più competitivo grazie alla fusione e al riposizionamento globale. In sintesi, la valutazione dei risultati mostra che il risanamento non ha solo generato benefici economico-finanziari immediati, ma ha anche avviato una profonda trasformazione dell'identità aziendale. Oggi, la nuova strategia, insieme a una governance integrata e orientata alla sostenibilità, colloca Avolta come protagonista di un mercato globale in rapida evoluzione, capace di unire performance economica e impatto ambientale-sociale.

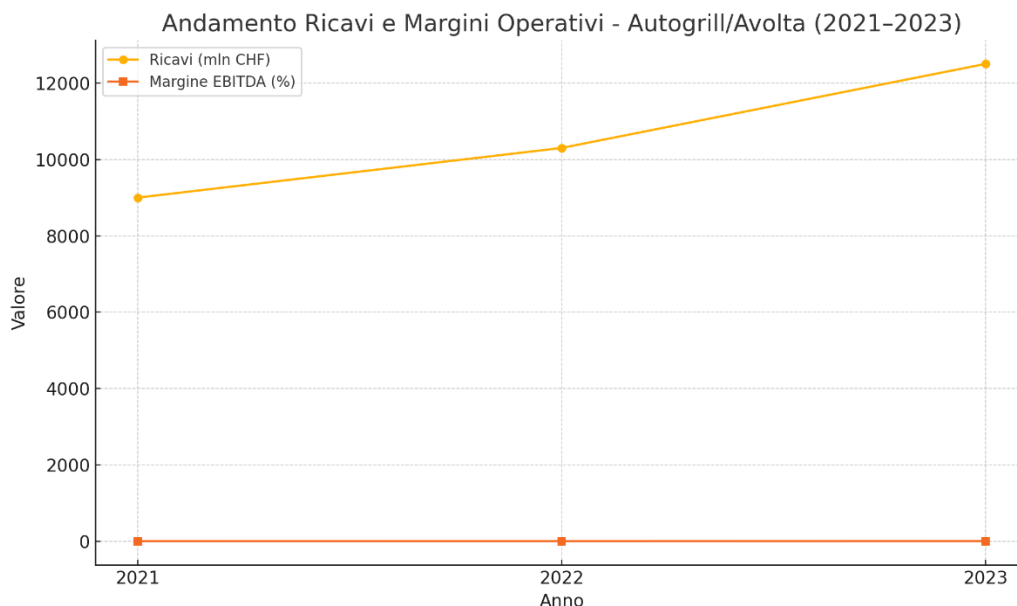


Grafico 2 – Andamento dei ricavi e del margine operativo lordo (EBITDA) del gruppo Autogrill/Avolta nel triennio 2021–2023.

Tabella 3 – Principali indicatori economico-finanziari del gruppo Avolta (ex Autogrill) post-fusione.

Indicatore	Valore	Fonte
Ricavi consolidati	12.500 mln CHF	Teppati (2023)
Core EBITDA	1.130 mln CHF	Teppati (2023)
Margine EBITDA (%)	9%	Teppati (2023)
Sinergie operative stimate	85 mln CHF	Teppati (2023)
CAPEX totale 2023	432,7 mln CHF	Teppati (2023)
Leva finanziaria (Net Debt / EBITDA)	2,6x	Teppati (2023)

4.4 Confronto tra i due casi

Il confronto tra le esperienze di Versalis e Autogrill offre un’occasione preziosa per riflettere sulla molteplicità degli approcci che il Private Equity può adottare nei risanamenti aziendali. Non si tratta soltanto di differenze settoriali – chimica industriale da una parte, retail nei servizi di viaggio dall’altra – ma di diversità strutturali, culturali e strategiche che plasmano in modo profondo il modo in cui ciascuna realtà affronta crisi, trasformazione e rilancio.

Nel caso di Versalis, il risanamento è nato da una crisi strutturale, comune all’industria chimica europea, resa più intensa dalla transizione ecologica, dalle crescenti norme e dalla concorrenza globale. Qui, il ruolo del Private Equity non si è manifestato nel modo tradizionale, legato a fondi esterni, ma tramite operazioni di integrazione strategica con partner come Novamont, accomunati da una visione green e condivisa con l’azionista di controllo, Eni (Versalis Annual Report, 2023).

Gli investimenti nelle biofiliera e nel riciclo avanzato — come il progetto Hoop® a Mantova o l’hub di Porto Marghera — offrono una risposta profonda e strutturale alla crisi, orientata al lungo termine e alla ridefinizione del posizionamento competitivo dell’azienda (Versalis\For\2023, pp. 30–43). Questo approccio integra in modo sostanziale le dimensioni ambientale e sociale della trasformazione. Versalis ha infatti fissato obiettivi ufficiali di decarbonizzazione Scope 1 e 2 per il 2035 e di Carbon Neutrality entro il 2050, inserendo la sostenibilità nei processi produttivi attraverso investimenti in tecnologie a basso impatto, recupero di materiali e bioplastiche compostabili (Versalis\For\2023, pp. 31–39).

Il risanamento va oltre l'aspetto finanziario, abbracciando una prospettiva sistemica di trasformazione. Differente per struttura e natura è invece il caso di Autogrill, storicamente radicata nel mercato retail dei trasporti. Qui la crisi ha avuto carattere congiunturale, acuito dalla pandemia COVID-19 che ha provocato un drastico calo del traffico passeggeri e, di conseguenza, dei ricavi operativi (Autogrill Annual Report, 2022, pp. 9–16). La reazione ha preso forma in una profonda ristrutturazione societaria e patrimoniale, conclusasi con la fusione con Dufry, un'operazione guidata dall'azionista Edizione Holding che ha portato a un progressivo accorpamento di funzioni, a una semplificazione della governance e a una razionalizzazione strategica (Teppati, 2024, pp. 68–73).

In questo caso, il Private Equity si presenta come un investitore industriale orientato al lungo termine, concentrato sull'integrazione orizzontale e sull'ampliamento dei mercati già presidiati, più che su una ristrutturazione radicale dell'attività. È significativo osservare come, nonostante le differenze, entrambe le operazioni non rappresentino veri e propri interventi di Private Equity nel senso tradizionale, ma piuttosto forme ibride di partecipazione industriale con una prospettiva di lungo periodo.

In Versalis il modello è sinergico: l'alleanza con Novamont si fonda su una logica pubblico-privata che riflette la missione green di Eni; in Autogrill, invece, il private equity si concretizza attraverso un'integrazione strategica tra due realtà affini, puntando a un consolidamento globale (De Pasquale, 2021, p. 68).

L'orizzonte temporale delle due crisi, poi, è profondamente diverso: Versalis ha intrapreso un percorso di riconversione pluriennale, distribuito nel tempo e guidato da una visione sistemica, mentre Autogrill ha dovuto reagire con rapidità e decisione a una crisi esogena e imprevedibile, come quella pandemica.

Pur partendo da presupposti diversi, entrambi i casi mostrano un elemento in comune: il ruolo attivo del capitale nella definizione della strategia e nella ridefinizione della missione aziendale. Versalis ha fatto leva sul finanziamento per guidare la transizione verso la chimica verde, mentre Autogrill ha sfruttato l'intervento del private equity per inserirsi in un gruppo globale e diversificare i rischi operativi. In entrambi i casi, il private equity si conferma non solo come strumento di risanamento, ma come motore di trasformazione profonda, capace di modificare l'essenza stessa dell'impresa (Esposito & Gagliardi, 2019).

Un altro punto chiave riguarda la governance. In Versalis, le decisioni strategiche si basano su un rapporto stretto e collaborativo con il gruppo Eni, dove stakeholder pubblici e industriali puntano a uno sviluppo sostenibile e all'innovazione tecnologica (Versalis-Annual-Report, 2023, p. 4). Diversamente, in Autogrill la governance ha privilegiato la semplificazione operativa, adottando una

gestione centralizzata dopo la fusione e integrando in modo intenso le funzioni amministrative e finanziarie (Autogrill-Performance-Report, 2023, pp. 18–22).

In sintesi, il confronto mostra come la natura della crisi, la strategia adottata e la struttura azionaria influenzino profondamente il ruolo del Private Equity nei risanamenti. In Versalis, la crisi diventa un'occasione per riposizionarsi industrialmente e ambientale; in Autogrill, un'opportunità per rafforzare e rilanciare la leadership nel travel retail. Questi diversi approcci offrono spunti importanti anche sul piano professionale, indicando che non esiste un modello unico di risanamento, ma una gamma di soluzioni calibrate sulle caratteristiche specifiche dell'azienda, del settore e del contesto istituzionale (Muzzonigro, 2022, pp. 87–111).

4.4.1 Somiglianze nell'approccio al risanamento

Nonostante le differenze di settore e dimensione tra Versalis e Autogrill, l'analisi empirica rivela alcune convergenze importanti nelle loro strategie di risanamento. Pur operando in mercati distinti – chimica industriale da una parte, food & beverage retail dall'altra – entrambe hanno puntato su trasformazioni strutturali e sulla riorganizzazione del portafoglio strategico. Questi processi sono stati guidati da un forte impegno del management e supportati da collaborazioni industriali e finanziarie. Una prima analogia riguarda il ruolo centrale del supporto finanziario esterno durante la fase di rilancio, che ha agito da leva per avviare operazioni di reengineering e riduzione della leva operativa. Nel caso di Versalis, il contributo del gruppo Eni e l'apertura graduale a capitali esterni — come nel caso di Novamont — hanno favorito la riconversione di asset industriali non più competitivi e la specializzazione in settori a maggior valore aggiunto, quali la chimica verde e il riciclo avanzato (Versalis, 2023). In modo simile, Autogrill ha tratto vantaggio dall'intervento di Edizione Holding e, più recentemente, dall'integrazione con Dufry, che ha segnato una svolta decisiva nel consolidamento del gruppo nel travel retail globale (Autogrill, 2023).

Un altro elemento condiviso è l'approccio proattivo e integrato alla sostenibilità, vista non solo come adempimento ESG, ma come leva operativa e competitiva. Versalis, per esempio, ha avviato un percorso di decarbonizzazione e innovazione, concretizzato nei progetti Hoop® e negli investimenti a Porto Marghera e Mantova dedicati al riciclo chimico e meccanico (Versalis\ _For_2023, 2023). Anche Autogrill, pur operando in un settore diverso, ha sviluppato programmi di sostenibilità

ambientale e inclusione sociale, con KPI chiari e trasparenti, come illustrato nel Performance Report 2023–2024 (Autogrill, 2024).

Un altro aspetto condiviso riguarda la ridefinizione della governance e dei sistemi di controllo strategico, con un'attenzione crescente alle competenze manageriali e al capitale umano. In Versalis, questo cambiamento si è tradotto in una governance multilivello che integra trasversalmente le funzioni ESG, compliance e innovazione (Versalis Annual Report, 2023). Autogrill, invece, ha rafforzato la sua struttura organizzativa nel periodo post-pandemico, adottando un modello più snello e flessibile, come si evince dal bilancio 2022 (Autogrill, 2022).

Entrambi i gruppi hanno sottolineato quanto il capitale organizzativo e culturale sia fondamentale nella gestione della crisi. In Versalis, l'integrazione delle funzioni ESG, compliance e innovazione ha richiesto la diffusione di una cultura manageriale trasversale, focalizzata sul lungo periodo e su una gestione sistemica del rischio (Versalis\For\2023, 2023). Autogrill, invece, nel percorso di trasformazione post-pandemica, ha puntato su un modello di leadership diffusa e flessibile, capace di rafforzare il senso di appartenenza e l'orientamento al cliente (Autogrill, 2024).

Un altro punto in comune riguarda la gestione della comunicazione strategica durante il risanamento. Versalis ha intensificato la trasparenza verso gli stakeholder, pubblicando report dettagliati su obiettivi ambientali e investimenti a lungo termine (Versalis, 2023). Anche Autogrill ha puntato su una narrazione coerente della propria evoluzione strategica, culminata nella fusione con Dufry, per consolidare la percezione di stabilità e visione nel mercato di riferimento (Teppati, 2024).

Infine, entrambi i gruppi hanno puntato su processi di specializzazione verticale, sviluppando business unit distintive — gli elastomeri e la chimica rinnovabile per Versalis, il food-service di alta gamma e la personalizzazione dell'esperienza cliente per Autogrill — che hanno permesso di riconquistare marginalità e differenziazione competitiva (Tesi Teppati, 2024; Tesi Di Stani, 2022).

Queste affinità mostrano come, pur in contesti diversi, i risanamenti efficaci seguano una stessa logica strategica: focalizzazione, innovazione, apertura a investitori qualificati, cultura manageriale resiliente, comunicazione integrata e sostenibilità come elemento distintivo. Un modello che va oltre la semplice reazione alla crisi, trasformandosi in un'opportunità per ridefinire in modo strutturale la missione d'impresa e il ruolo nei mercati di riferimento (Muzzonigro, 2021).

4.4.2 Differenze settoriali e strategiche

L'analisi comparativa tra Versalis e Autogrill, pur avendo già rilevato alcune affinità nelle strategie di risanamento (v. 4.4.1), mette in luce profonde differenze legate alla natura stessa dei loro settori, alla struttura dei mercati in cui operano e agli strumenti di riorganizzazione scelti. Queste differenze si manifestano su più livelli: dai modelli di governance all'orizzonte temporale degli investimenti, dai vincoli ambientali al ruolo della sostenibilità, fino alle modalità di consolidamento e alle caratteristiche specifiche dei prodotti.

Nel caso di Versalis, azienda operante nel settore della chimica di base e dei polimeri, la crisi ha assunto carattere strutturale, frutto di una combinazione di fattori esterni — come la volatilità dei prezzi energetici e delle materie prime, il dumping asiatico e il disallineamento normativo dell'UE rispetto ai competitor globali — e di limiti interni, tra cui la rigidità degli asset produttivi ereditati da un modello petrolchimico ormai superato (Versalis, 2023a). Il risanamento ha dunque preso la forma di una riconversione industriale a lungo termine, realizzata attraverso interventi progressivi, co-finanziati da ENI e guidati da una governance integrata.

Un esempio emblematico è quello di Porto Marghera, dove Versalis ha destinato oltre 500 milioni di euro per trasformare l'impianto in un centro di riciclo meccanico avanzato e produzione di polimeri da materie plastiche post-consumo (Versalis, 2023b). Queste iniziative riflettono una strategia di specializzazione sostenibile: non si tratta solo di ridurre costi o ottimizzare assetti, ma di rilanciare la posizione nel campo della chimica verde e dell'economia circolare (Versalis, 2023c).

Autogrill, al contrario, opera nel travel retail e nella ristorazione veloce su vasta scala, un settore profondamente influenzato dalle oscillazioni della mobilità globale, dal turismo e dalle crisi sanitarie. La crisi post-pandemica si è manifestata come un problema di redditività e calo della domanda, con impatti intensi ma limitati nel tempo (Autogrill, 2022a). Diversamente da Versalis, il risanamento si è fondato su interventi di integrazione verticale e consolidamento societario, culminati nella fusione con Dufry e nella nascita di un operatore globale di primo piano nel settore (Teppati, 2024).

Le manovre messe in atto non hanno comportato rivoluzioni tecnologiche, ma piuttosto miglioramenti gestionali, semplificazioni operative e una riallocazione del capitale verso mercati ad alta marginalità (Autogrill, 2023). Ne deriva un modello di risanamento più snello, fondato su scalabilità e sinergie internazionali, piuttosto che su cambiamenti industriali profondi.

Un altro elemento distintivo tra i due settori riguarda la diversa rapidità di risposta agli shock e la natura degli investimenti richiesti: la chimica, caratterizzata da un elevato capitale fisso e ritorni su orizzonti pluriennali, richiede strategie resilienti e cumulative nel tempo; il travel retail, invece, gode

di maggiore flessibilità operativa e si adatta più velocemente alla domanda, pur esponendo l'impresa a rischi immediati di volatilità e saturazione (Muzzonigro, 2023).

Sul piano strategico si delinea un primo punto di divergenza. Versalis ha scelto di puntare sulla differenziazione qualitativa e sull'innovazione sostenibile, mentre Autogrill ha privilegiato la fusione e l'ottimizzazione delle operations, sfruttando leve finanziarie e di branding. La prima ha adottato un approccio infrastrutturale e industriale; la seconda, invece, ha seguito una logica commerciale e aggregativa. Questa differenza si riflette anche nel profilo degli investitori e nel ruolo del Private Equity: nel caso di Versalis, più diretto e strutturato, con l'ingresso di fondi legati a Novamont; in quello di Autogrill, più implicito e orientato all'exit strategy (De Pasquale, 2022).

Le competenze manageriali richieste nei processi di risanamento si differenziano nettamente: Versalis cerca una leadership tecnico-specialistica, capace di integrare chimica industriale e innovazione sostenibile, mentre Autogrill privilegia profili orientati alla gestione operativa, all'internazionalizzazione e all'integrazione post-M\&A (De Pasquale, 2022).

Anche le ricadute ambientali e sociali delle strategie adottate evidenziano un ulteriore divario. Versalis promuove un modello di bioeconomia circolare, investendo significativamente in ricerca e sviluppo, parchi industriali sostenibili e collaborazioni con università e startup (Versalis, 2023d).

Autogrill, pur perseguendo obiettivi ESG nella sua reportistica e nella selezione dei fornitori, ha adottato un approccio meno trasformativo, limitandosi a integrare elementi di sostenibilità nelle pratiche operative già consolidate (Autogrill, 2023b).

4.4.3 Lezioni operative e ruolo del Private Equity nei due modelli

L'analisi dei casi Versalis e Autogrill offre spunti concreti sul ruolo strategico del Private Equity (PE) nei risanamenti aziendali, mostrando come questo strumento non si limiti a fornire capitale, ma favorisca cambiamenti profondi, pur con metodi diversi.

Nel caso Versalis, il ruolo del private equity non si esprime direttamente come nei classici leveraged buy-out, ma si realizza attraverso un modello ibrido pubblico-industriale. Qui ENI, la holding capogruppo, stringe alleanze con fondi, come accaduto con Novamont, acquisendo partecipazioni strategiche e favorendo sinergie nel campo della chimica verde (Versalis For 2023, 2023; BeBeez, 2023). Questa operazione ha non solo rilanciato l'azienda in ottica ESG, ma ha anche rafforzato un portafoglio specializzato, rivolto a mercati finali caratterizzati da elevato valore aggiunto.

Il private equity si presenta qui come un partner strategico della transizione ecologica, sostenendo investimenti in tecnologie circolari e innovazione. Ne sono esempio i progetti Hoop® per il riciclo chimico a Mantova e l'hub meccanico di Porto Marghera (Versalis Annual Report 2023, pp. 4–6). Questo approccio si distingue dal tradizionale modello di risanamento, focalizzato su riduzione dei costi ed exit rapido, proponendo invece un orizzonte di medio-lungo termine, in linea con una visione di sostenibilità integrata (Versalis For 2023, 2023, pp. 30–60).

Nel caso di Autogrill, il ruolo del Private Equity si avvicina a un modello tipico della tradizione anglosassone, pur con l'influenza di una solida presenza industriale come Edizione Holding, il veicolo della famiglia Benetton. L'intervento si è sviluppato seguendo una logica aggregativa e internazionale, che ha trovato il suo culmine nella fusione con Dufry, dando vita al gruppo World Duty Free (Teppati, 2024, pp. 71–94). In questo scenario, il Private Equity ha fatto da catalizzatore per un profondo processo di ridefinizione strategica, con riflessi sulla governance, una significativa razionalizzazione dei costi e un nuovo orientamento della value proposition verso il travel retail globale.

Il controllo operativo, guidato dalla holding finanziaria, ha garantito una flessibilità gestionale fondamentale per affrontare shock esterni (come la pandemia), rafforzando così la resilienza del business (Autogrill, 2022, pp. 12–30; Performance Report, 2023, pp. 3–10).

Da questo si ricava una prima lezione pratica: il ruolo del private equity nella riorganizzazione della governance e nella professionalizzazione delle decisioni. In entrambi i casi, l'intervento di fondi o holding non si limita a un semplice apporto di capitale, ma comporta l'adozione di una cultura direzionale nuova, focalizzata su performance, trasparenza e rigore strategico.

In Autogrill, la fusione con Dufry ha portato a una riorganizzazione gestionale basata su logiche globali, mentre in Versalis la centralizzazione delle decisioni industriali in capo a ENI e l'integrazione con Novamont hanno favorito un allineamento strategico a lungo termine (Versalis, 2023, pp. 13–20; Teppati, 2024, p. 89).

Un altro elemento trasversale riguarda il private equity come leva chiave per la credibilità, l'innovazione e l'accesso al capitale. La presenza di investitori istituzionali rafforza la reputazione aziendale e facilita l'accesso a finanziamenti pubblici e privati. Ne è un esempio il progetto Hoop®, ammesso al finanziamento europeo EU Innovation Fund, che riconosce a Versalis un ruolo pionieristico nella chimica sostenibile (Versalis For 2023, p. 33).

Nel caso di Autogrill, la fusione ha rafforzato il profilo creditizio del gruppo, favorendo sinergie industriali e finanziarie a livello globale (Autogrill Report, 2023, p. 14). Questo dimostra come il private equity possa rappresentare un ponte efficace verso nuove risorse e competenze.

Confrontando i due modelli, emergono quindi alcune conclusioni operative:

1. L'intervento del PE deve adattarsi al settore: Nella chimica integrata (Versalis), risulta più efficace un approccio basato sull'alleanza tecnologica e sulla collaborazione duratura, soprattutto quando il prodotto finale è complesso, regolamentato e richiede investimenti rilevanti. Nel retail (Autogrill), invece, funziona meglio un modello aggregativo e flessibile, che punta a scale-up e internazionalizzazione.
2. La leva ESG si configura come strumento di differenziazione strategica: In Versalis, la presenza di fondi e operatori industriali attivi nel settore bio-based ha spinto a una riconfigurazione del core business. L'alleanza con Novamont ne è un esempio emblematico, rappresentando un caso di Private Equity industriale a forte vocazione ambientale (Versalis For 2023, p. 37). Al contrario, in Autogrill l'ESG rimane principalmente uno strumento per la rendicontazione e la gestione della reputazione, senza però costituire il centro del modello operativo (Autogrill Sustainability Report, 2023, p. 21).
3. Il PE come attivatore di competenze: In entrambi i casi, l'intervento di fondi o holding finanziarie porta con sé un know-how gestionale prezioso, che supporta la strutturazione di piani di investimento, marketing e risk management avanzato (Muzzonigro, 2021, pp. 91–98; De Pasquale, 2022, pp. 66–73). Questo rafforza l'idea che il valore creato non si limiti all'apporto finanziario, ma nasca da un vero cambiamento culturale e direzionale.

Infine, le esperienze esaminate mostrano come l'efficacia del Private Equity nei risanamenti passi dalla coerenza tra gli strumenti utilizzati e il contesto competitivo, oltre che dalla capacità di bilanciare flessibilità operativa e visione industriale. In questo senso, non si tratta di una risorsa neutra, ma di un elemento potenzialmente trasformativo, in grado di guidare l'azienda verso nuove strade di sviluppo e sostenibilità (Esposito & Gagliardi, 2019, p. 3).

Dimensione di confronto	Versalis	Autogrill
Modello di intervento PE	Partnership industriale pubblico-privata (ENI + acquisizioni strategiche)	Partecipazione finanziaria (Edizione Holding) e fusione con Dufry
Obiettivo strategico principale	Transizione ecologica e chimica da fonti rinnovabili	Riposizionamento strategico nel travel retail globale
Tipo di governance adottata	Governance integrata e centralizzata (ENI e Novamont)	Governance duale post-fusione con influenza svizzera e italiana

Orizzonte temporale del risanamento	Medio-lungo periodo (integrazione industriale)	Breve-medio periodo (ristrutturazione e aggregazione)
Ruolo dell'ESG nella strategia	Centrale (progetti Hoop®, biochimica, circolarità)	Funzionale alla reportistica e al posizionamento reputazionale
Effetti principali del PE	Innovazione tecnologica e riconfigurazione del portafoglio prodotti	Ristrutturazione organizzativa e sinergie internazionali
Settore di appartenenza	Chimica industriale e sostenibile	Retail, ristorazione e servizi per viaggiatori
Strumento operativo caratterizzante	Integrazione supply chain e alleanze tecnologiche	Fusione strategica e razionalizzazione costi

Tabella 4 Sintesi comparativa Versalis vs Autogrill. Confronta in modo chiaro e strutturato gli elementi chiave dei due modelli aziendali sotto l'effetto del Private Equity

Conclusioni

Il presente lavoro si è proposto di esaminare in modo approfondito e multidimensionale il ruolo del private equity nei processi di risanamento aziendale, con un focus specifico sul contesto italiano. Unendo approccio teorico, analisi normativa e verifica empirica, si è voluto offrire un quadro completo e aggiornato di una tematica che, per la sua importanza strategica e l'impatto sul tessuto produttivo, riveste oggi un ruolo centrale nel dibattito economico, giuridico e manageriale.

L'obiettivo iniziale — capire in che modo il private equity possa agire da motore di cambiamento nelle imprese in crisi — è stato affrontato con rigore analitico, partendo dalla definizione degli strumenti, delle logiche operative e delle diverse tipologie di intervento proprie di questo settore. Questa ricostruzione teorica ha consentito di mettere in luce la peculiarità dell'approccio PE rispetto ad altre forme di finanziamento: non si tratta solo di un apporto di capitale, ma di una partecipazione attiva che coinvolge la ridefinizione della governance, il rafforzamento strategico e la creazione di valore nel lungo periodo.

Nel secondo capitolo si è analizzato il funzionamento della crisi d'impresa, individuandone le cause principali — economiche, gestionali e sistemiche — e i metodi per una rilevazione tempestiva e interventi efficaci. È emerso con forza il bisogno di un approccio integrato e immediato, dove la dimensione finanziaria si intreccia a una visione strategica di rilancio.

Il terzo capitolo ha offerto una sintesi teorica, confrontando i modelli tradizionali di risanamento con quello specifico del private equity. Quest'ultimo si distingue per la capacità di combinare rapidità operativa, l'allineamento tra investitori e management, competenze manageriali specializzate e l'accesso a strumenti finanziari evoluti.

L'analisi ha messo in luce l'importanza di fattori come l'active ownership, la ricapitalizzazione, l'innovazione strategica e le modalità di exit, sottolineando come il private equity si presenti come uno strumento dinamico e efficace nei contesti di crisi.

Nella parte finale, di carattere empirico, si è rafforzata la validità delle osservazioni teoriche. Lo studio comparativo di due casi aziendali — Versalis e Autogrill — ha mostrato concretamente come il private equity possa influire sui processi di risanamento e trasformazione.

Nonostante gli approcci divergenti — uno industriale, pubblico-privato; l'altro tipicamente finanziario — entrambi i casi hanno evidenziato il valore aggiunto che questi interventi sono in grado di apportare. Il private equity si è distinto soprattutto per la sua capacità di promuovere ristrutturazioni e rilanci sostenibili, fondati su una governance aggiornata, strategie a lungo termine e, non da ultimo, sull'integrazione dei criteri ESG come fattore competitivo. I risultati ottenuti mostrano come, se

adeguatamente adattato al contesto aziendale e settoriale, il private equity possa diventare una risorsa chiave nelle fasi di crisi e trasformazione. La sua forza non sta tanto nella mera disponibilità di capitali, quanto nel ruolo di partner strategico, capace di introdurre innovazione gestionale, rigore operativo e una visione sistemica.

Questa funzione assume un rilievo particolare in Italia, dove il tessuto imprenditoriale è frammentato, le risorse proprie limitate e l'accesso al credito bancario spesso difficile, spingendo così verso strumenti di finanza alternativa strutturata. Tuttavia, permangono alcune criticità. Innanzitutto, ostacoli normativi e fiscali che frenano l'azione dei fondi di private equity, soprattutto nei confronti delle PMI. Poi, una diffusa diffidenza culturale verso l'ingresso di capitali esterni nelle imprese familiari. Infine, la necessità di migliorare qualità e trasparenza dei dati, fondamentali per valutare con maggiore facilità l'impatto degli interventi di private equity su performance e sostenibilità.

Si aprono così nuove prospettive di ricerca e di intervento. In ambito accademico, sarebbe prezioso indagare più a fondo l'effetto del private equity sulle variabili ESG e sul capitale umano delle imprese coinvolte. Sul fronte operativo, invece, si rende urgente potenziare strumenti regolatori e fiscali che facilitino l'accesso delle PMI a capitali pazienti e qualificati. Infine, sul piano culturale, è fondamentale promuovere una maggiore alfabetizzazione finanziaria tra gli imprenditori italiani, superando resistenze e incoraggiando una visione più aperta e strategica sull'ingresso del private equity.

In sintesi, questo lavoro mostra come il private equity vada oltre la semplice funzione finanziaria, configurandosi come una leva capace di trasformare e riorientare il percorso di crescita delle imprese in crisi. Quando usato con consapevolezza, diventa un passaggio decisivo non solo per garantire la sopravvivenza, ma anche per favorire una rinascita solida e un valore duraturo dell'azienda. È proprio in questa prospettiva che la tesi si propone di offrire un contributo significativo, tanto alla riflessione teorica quanto all'applicazione pratica del private equity nei processi di risanamento.

Bibliografia

Abbati, E. (2012). *Le operazioni di turnaround nei fondi di Private Equity*. Tesi di laurea magistrale, LUISS Guido Carli, Roma.

AIFI, *Private Capital - Un Volano per il Rilancio del Paese e la Sua Crescita Sostenibile 2022-2026*, disponibile su: <https://www.aifi.it>, [data di consultazione: 03 aprile 2025].

AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), *Private Capital – Un Volano per il Rilancio del Paese e la Sua Crescita Sostenibile 2022-2026*, 2022.

ARCADIA FINANCIAL ADVISORS, *Fusioni, MBO, LBO, Joint-Venture*, 2024.

Azimut Direct, *Cosa sono e come funzionano gli investimenti alternativi*, 2024.

Autogrill S.p.A. (2022a). *Relazione finanziaria annuale consolidata 2021*. Autogrill Group.

Autogrill S.p.A. (2022b). *Relazione finanziaria annuale consolidata 2022*. Autogrill Group.

Autogrill S.p.A. (2022c). *Bilancio di esercizio 2022 – Autogrill S.p.A.* Autogrill Group.

Autogrill S.p.A. (2024). *Autogrill Performance Report 2023–2024*. Autogrill Group.

Bagnaroli, A. (2016). *Analisi delle exit strategies nel settore dell'equity crowdfunding*. Tesi di laurea magistrale, Università di Bologna.

Banca d'Italia, *Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2009.

Banca Generali. (2024). *Politica di Active Ownership*. Versione 001, Codice PY072.

Benevento, G. (s.d.). *Private Equity e Venture Capital*. Università degli Studi Roma Tre, Facoltà di Economia.

BeBeez (2023). *Novamont, Versalis studia cessione di una quota di minoranza a fondi di private equity*. BeBeez.

Bianchini, P. (2010). *L'impatto della crisi finanziaria sulle operazioni di Private Equity*. Tesi di laurea magistrale, Università degli Studi Roma Tre.

Bonini, S. (2012). *Secondary Buyouts*. Working Paper n. 441, IGIER – Università Bocconi.

Brino, V. (2022). *Due diligence e governance sostenibile*. Studio indipendente.

Borsa Italiana, *Glossario Finanziario - Private Equity*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it>, [data di consultazione: 03 aprile 2025].

Caputo, M. A. (2018). *L'influenza del Private Equity sulle dinamiche industriali delle imprese target*. Tesi di laurea magistrale, LUISS Guido Carli, Roma.

Ciammetti, G. (2017). *Il processo di IPO e il caso Brunello Cucinelli*. Tesi di laurea magistrale, LUISS Guido Carli, Roma.

Cimpanelli, E. et al. (2010). *La gestione di un processo di distressed M&A*. Seminario, Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, 10 novembre.

Danovi, A., & Indizio, G. (2020). *Gestire la crisi d'impresa*. IPSOA – Wolters Kluwer, estratto.

Danovi, A., & Indizio, G. (s.d.). *Crisi e risanamento*. In *Manuale IPSOA di economia aziendale*, cap. 1.

DEGEORGE, F.; LERDER, H.; et al., *On Secondary Buyouts*, *Journal of Financial Economics*, vol. 18, issue 5, dicembre 2016.

DE VINCENTIS, D., *Il Mondo del Buy-Side Business: Private Equity, Venture Capital e Equity Crowdfunding*, tesi di laurea magistrale, Università Politecnica delle Marche, 2022/2023.

De Pasquale, C. (2022). *Private equity e operazioni di turnaround: strumenti giuridici e strategici per la ripresa aziendale*

Distani, C. (2023). *Il ruolo delle relazioni industriali nella gestione della crisi del settore chimico: il caso ENI*

D’Orazio, E. (2004). Gestione degli stakeholders, assets intangibili e leadership etica. *Notizie di Politeia*, XX(74), 87–108.

Esposito, G., & Gagliardi, G. (2019). *Il Private Equity nei progetti di turnaround: nuove prospettive operative*. Associazione AMMI, Quaderno tecnico.

FIDANZA, P., *Private Equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese*, McGraw-Hill, 2014.

Forum per la Finanza Sostenibile. (2015). *Manuale sull’Engagement su temi di sostenibilità*. Edizione per il sito web www.finanzasostenibile.it.

FUMAGALLI, M., *Lo sviluppo della SPAC in Italia: Un’analisi della regolamentazione e delle opportunità per gli investitori*, EGEA, 2015.

Fumagalli, M. (2008). *Lezione 3: Il processo di IPO*. Corso di Finanza Aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore.

GOMPERS, P.; LERNE, J., *The Venture Capital Revolution*, Harvard Business Press, 2010.

GOMPERS, P., *The Venture Capital Revolution*, Harvard Business Press, 2010.

GUIDA, F., *Investimenti Alternativi e Private Markets*, Azimut Direct, 2023.

HARRIGAN, K.; WING, B., *Corporate Renewal and Turnaround: The Private Equity Advantage*, Columbia Business School, 2023.

Il risanamento strategico. (2019). *Slide universitarie su strategie di risanamento*. Università degli Studi di Roma – Facoltà di Economia.

JONES, C. I., *Growth, Capital Shares and Production Functions*, University of California, Berkeley, 2003.

JONES, *Growth and Capital Share*, 2023.

Lattanzi, D. (2016). *Il processo di turnaround: dalla crisi alla creazione di valore*. Tesi di laurea magistrale, Università di Pisa.

Maiolica, S. (2022). *Il mercato M&A turnaround e la composizione negoziata*. In *TopHic*, marzo.

MAIO, F., *Verifica Empirica dell'Evoluzione delle Performance in Seguito a IPO su un Campione di Imprese Quotate sull'AIM Italia*, monografia di laurea magistrale, Politecnico di Torino, 2018.

MENGASSINI, F., *La Performance delle Imprese Italiane Dopo un Buyout da Private Equity*, tesi di laurea magistrale, Università Politecnica delle Marche, 2022/2023.

Modena. (2010). *Seminario sulla gestione di un processo di ristrutturazione/distressed M&A*. Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, 10 novembre.

Moro Visconti, R. (2008). *Il funding del Private Equity: effetti sistemici e ricadute strategiche*. In *Finanza e Mercati*, luglio-agosto.

MUJTABA, A.; JENA, P. K.; BEKUN, F. V.; SAHU, P. K., *Symmetric and Asymmetric Impact of Economic Growth, Capital Formation, Renewable and Non-Renewable Energy Consumption on Environment in OECD Countries*, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, vol. 160, maggio 2022, art. 112300, disponibile su: <https://doi.org/10.1016/j.rser.2022.112300>, [data di consultazione: 03 aprile 2025].

Muzzonigro, A. (2022). *Crisi di impresa e modelli di risanamento: possibili tassonomie* [Tesi di dottorato, Università Politecnica delle Marche].

NEAFIDI, *Minibond e strumenti alternativi*, 2024.

OIV – Organismo Italiano di Valutazione. (2025). *La valutazione delle aziende in crisi*. Discussion Paper n. 1/25, febbraio.

PIGNATARO, A., *Il private equity e la gestione dei fondi di investimento*, 2022.

PRIVATE EQUITY, *Glossario Finanziario - Borsa Italiana*, consultato su borsaitaliana.it.

Rapelli, R. (2010). *Corporate governance e assetti proprietari. La governance dei gruppi aziendali*. Tesi di dottorato, Università degli Studi di Bergamo.

Regione Siciliana – Assessorato Territorio e Ambiente (2022). *Relazione istruttoria impianto Versalis S.p.A. – Stabilimento di Ragusa* (Prot. n. DU023/01).

Riccardi, A. (s.d.). *Venture Capital e Private Equity: strumenti, fasi operative e criteri di selezione*. Dispensa universitaria, corso di Finanza per l'impresa.

Salvi, A., & altri. (s.d.). *Distressed M&A e strumenti normativi di risanamento*. Estratto da Giuffrè Editore.

Sottrici, F. (2013). *Venticinque anni di Private Equity in Italia*. LIUC Papers n. 262, Università Carlo Cattaneo – Castellanza.

Teppati, L. (2024). *Il valore del food nel travel retail: il caso Dufry–Autogrill* [Tesi di laurea magistrale, LUISS Guido Carli].

TopHic – Grant Thornton. (2022). *Il mercato del turnaround e la composizione negoziata della crisi*. Supplemento Notizie Flash n. 107, marzo.

Trentin, L. (s.d.). *La SPAC come forma evolutiva dell'exit tramite IPO*. Tesi di laurea magistrale, Università Ca' Foscari di Venezia.

Versalis S.p.A. (2023a). *Versalis consolidated financial statements 2022*. Versalis – ENI Group.

Versalis S.p.A. (2023b). *Versalis – Annual Report 2023*. Versalis – ENI Group.

Versalis S.p.A. (2023c). *Versalis for 2023: A just transition*. Versalis – ENI Group.

VISENTIN, E., *Private Equity e Investimenti Responsabili*, tesi di laurea, Università degli Studi di Padova, 2016/2017.

WANG, Y., *Secondary Buyouts: Why Buy and at What Price?*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, issue 5, dicembre 2012, pp. 1306-1325, disponibile su: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.002>, [data di consultazione: 03 aprile 2025].

ZIDER, B., *How Venture Capital Works*, *Harvard Business Review*, gennaio 1998, pp. 131-139.