



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

Curriculum Analista Finanziario

***Le Sfide delle Exit Strategy nel Private Equity: Crisi di
Liquidità, Nuove Soluzioni e il Modello Azimut nel
Contesto Italiano***

***The Challenges of Exit Strategies in Private Equity:
Liquidity Crisis, New Solutions, and the Azimut Model in
the Italian Context***

Relatore: Chiar.ma

Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:

Gloria Morettini

Anno Accademico 2025/2026

Indice

Introduzione.....	1
Capitolo 1. <i>Le exit strategy nel Private Equity: modelli teorici e pratiche a livello internazionale</i>.....	4
1.1 Che cos'è il Private Equity: definizione, attori, ciclo di vita dell'investimento	5
1.2 L'importanza della strategia di uscita: obiettivi e impatto sul rendimento ..	8
1.3 Tipologie principali di exit strategy	10
1.3.1 Initial Public Offering (IPO)	11
1.3.2 Trade Sale (vendita industriale).....	14
1.3.3 Secondary Buyout (vendita ad altro fondo)	16
1.3.4 Buyback da parte del management	18
1.3.5 Liquidazione (Write-off)	19
1.4 Analisi delle exit nei mercati internazionali.....	21
1.4.1 USA e UK: Frequenza e tipologie prevalenti di exit.....	21
1.4.2 Durata media degli investimenti	24
1.4.3 Peculiarità e dinamiche delle exit nel mercato asiatico	26
1.4.4 Mercati emergenti: tendenze e ostacoli alle exit	28
1.5 Criteri di scelta della exit strategy da parte dei fondi	29
1.5.1 Fattori interni (tipo di impresa, settore, performance).....	30
1.5.2 Fattori esterni (condizioni di mercato, cicli economici).....	32
1.6 Tendenze globali recenti: l'influenza di crisi sanitarie, conflitti e politiche commerciali sulle exit.....	35
1.7 La crisi delle exit strategy nel Private Equity globale	36
1.7.1 Il contesto attuale: stretta finanziaria, calo di IPO, fondi sotto pressione	37
1.7.2 Le difficoltà di disinvestimento: "asset incagliati" e compressione dei multipli ...	38
1.7.3 Conseguenze strategiche: crescita dei Secondary Buyout e delle exit "soft"	39
Capitolo 2. <i>Il mercato europeo e italiano delle exit: dinamiche, ostacoli e prospettive</i>	40
2.1 Evoluzione del mercato europeo del PE e impatto sulle exit	41
2.1.1 Volumi e frequenza delle exit nei principali Paesi UE.....	43
2.1.2 Case study emblematici: il "UK for Sale", l'ingorgo delle exit e il divario strutturale europeo	44
2.2 Fattori critici per la riuscita delle exit in Europa	48
2.3 Il mercato italiano: dimensioni, attori e specificità	51
2.3.1 Composizione del mercato PE in Italia: fondi, target e settori chiave	53
2.3.2 Rarità di IPO e preferenza per trade sale.....	56
2.3.3 Ostacoli normativi e di mercato alle exit in Italia.....	58

2.4 Strategie di uscita preferite in Italia: logiche e limiti	61
2.4.1 Exit “soft” e transazioni private	62
2.4.2 Crescita dei Secondary Buyout	64
2.5 Il divario strutturale italiano: un confronto con i modelli di exit europei ..	65
Capitolo 3. Caso Azimut: strategia e pratiche di disinvestimento nel mercato italiano	68
3.1 Presentazione del Gruppo Azimut	69
3.1.1 Struttura e aree di attività	70
3.1.2 Il ruolo di Azimut Libera Impresa nel panorama PE	72
3.2 Inquadramento normativo e filosofia di gestione	73
3.2.1 Il quadro regolamentare dei FIA e l’operatività delle SGR nel Private Equity	75
3.2.2 Strumenti che abilitano l’operatività nel Private Equity	77
3.2.3 Filosofia di gestione e democratizzazione dell’accesso ai mercati privati	80
3.3 Strategia di investimento e ciclo di gestione	83
3.4 Politiche di disinvestimento: approccio e criteri	86
3.4.1 Criteri nella selezione della exit strategy	86
3.4.2 Durata tipica degli investimenti	89
3.4.3 Ruolo di advisor, M&A boutique e team interno	93
3.5 I principali veicoli di investimento: strategie operative e rotazione del portafoglio	95
3.5.1 La prima operazione di disinvestimento del fondo Demos I: l’exit di Sicer e le partecipazioni in portafoglio	96
3.5.2 Il fondo IPO Club: un modello specializzato di accompagnare al mercato dei capitali	100
3.5.3 Il modello del Club Deal e la partnership con Borletti Group: l’analisi delle exit in MooRER e Zimmermann	103
3.5.4 La diversificazione dei veicoli ELTIF e l’exit strategica internazionale: il caso ISEM	106
3.6 Analisi della creazione di valore: scomposizione dei rendimenti ed evidenze empiriche	107
3.6.1 Metodologia: Il modello del “Value Creation Bridge”	108
3.6.2 Applicazione ai casi studio: MooRER e Sicer	111
3.6.3 Sintesi dei risultati e coerenza con la filosofia di gestione	118
3.7 Considerazioni conclusive sul caso Azimut: resilienza e sfide in un mercato in crisi	121
Conclusioni	124
Bibliografia	127
Sitografia	134
Appendice	139

Modello di calcolo e scomposizione analitica del Value Creation Bridge ...139

Introduzione

Nel corso degli ultimi vent'anni, il Private Equity ha smesso di essere un fenomeno di nicchia per diventare un interlocutore strutturale dell'economia reale. Eppure, proprio nel momento in cui questo riconoscimento sembrava consolidato, il settore si è trovato a fare i conti con un cambio di scenario che ne ha messo a dura prova le fondamenta operative. La fine del ciclo dei tassi zero, le tensioni geopolitiche che si sono accumulate su più fronti e il rallentamento della crescita globale hanno ridisegnato le condizioni in cui i fondi si trovano a operare. E il punto in cui questa trasformazione si manifesta con maggiore intensità non è la raccolta di capitali, né la selezione degli investimenti: è il disinvestimento.

Il mercato globale delle exit sta attraversando una fase di stallo senza precedenti. Le IPO si sono drasticamente ridimensionate, i tempi di detenzione degli asset si sono allungati ben oltre le aspettative storiche e il disallineamento tra le valutazioni richieste dai venditori e quelle accettate dagli acquirenti ha prodotto un blocco che si è trascinato per anni. In questo contesto, gli strumenti che in passato garantivano ritorni rapidi e consistenti - l'arbitraggio dei multipli di valutazione e l'uso intensivo della leva finanziaria - hanno perso buona parte della loro efficacia. Restituire liquidità agli investitori richiede oggi qualcosa di più difficile da costruire e da misurare: la capacità di far crescere davvero le aziende, di migliorarne i fondamentali in modo strutturale e duraturo.

Questa difficoltà si accentua ulteriormente quando si ragiona nel perimetro del mercato italiano. Il nostro tessuto produttivo è fatto in larga misura di PMI a gestione familiare, realtà spesso straordinarie sul piano della qualità industriale ma strutturalmente sottodimensionate sul piano finanziario e manageriale. A

questo si aggiunge un ecosistema di contorno che non facilita le cose: un mercato dei capitali storicamente poco profondo, una propensione alla quotazione in Borsa tra le più basse d'Europa, e un quadro normativo che ha lungamente penalizzato la flessibilità degli operatori. Il risultato è che uscire da un investimento in Italia richiede una creatività strategica che altrove è meno necessaria. Le soluzioni si sono spostate verso canali privati - Trade Sale, Secondary Buyout, strumenti di continuazione - e la capacità di trovare l'acquirente giusto al momento giusto è diventata una competenza distintiva a tutti gli effetti.

È in questo scenario che si colloca la presente ricerca. Si intende ricostruire il quadro delle attuali barriere al disinvestimento, seguendo l'evoluzione dei modelli di uscita dalla dimensione internazionale fino a quella domestica. Inoltre, si vuole sottoporre a verifica empirica la validità delle risposte strategiche che alcuni operatori hanno sviluppato per navigare queste complessità, attraverso l'analisi approfondita di un caso che nel panorama europeo non ha eguali: il Gruppo Azimut.

Azimut ha costruito negli anni un modello che si propone di collegare direttamente il risparmio privato delle famiglie - tradizionalmente orientato alla liquidità e diffidente verso gli strumenti illiquidi - con le esigenze di capitale paziente delle imprese. Non si tratta di una scommessa teorica: è un'architettura operativa che ha già prodotto risultati documentabili. L'elaborato non si limita a descriverne il funzionamento, ma ne sottopone i risultati a un test quantitativo rigoroso.

Il nucleo analitico della ricerca è l'applicazione del Value Creation Bridge a operazioni di disinvestimento già concluse dai fondi del Gruppo. Questo strumento consente di scomporre il rendimento finale nelle sue componenti elementari - separando ciò che deriva da una crescita industriale reale da ciò che

è invece il prodotto di dinamiche finanziarie o valutative esterne all'operato del gestore. L'obiettivo è stabilire, dati alla mano, se i risultati ottenuti siano il frutto di una trasformazione autentica delle imprese o se trovino spiegazione in fattori che poco hanno a che fare con la qualità della gestione.

In prospettiva più ampia, la ricerca mira a offrire un contributo a una domanda che tocca il futuro dell'intera industria: se il Private Equity, governato con una logica genuinamente industriale e supportato da reti di consulenza capaci di accompagnare gli investitori attraverso la complessità dell'illiquidità, disponga degli strumenti per superare la fase critica che il mercato sta attraversando e per confermarsi come uno dei motori più efficaci del rilancio competitivo del sistema produttivo italiano.

Capitolo 1

Le exit strategy nel Private Equity: modelli teorici e pratiche a livello internazionale

Nell'attuale scenario economico, il Private Equity rappresenta una delle forme di investimento più rilevanti e dinamiche nel panorama finanziario internazionale.

La sua crescita è da attribuire a diversi fattori - che lo hanno reso uno strumento centrale nelle strategie di allocazione del capitale - come il sostegno della crescita delle imprese, la promozione di processi di internazionalizzazione e la creazione di valore per gli investitori. All'interno di questo modello, la fase più delicata e rilevante è quella di uscita, attraverso cui i fondi possono realizzare i ritorni attesi e misurare l'efficacia delle proprie scelte di investimento e gestione. Per comprendere il Private Equity, risulta necessario partire dall'ultima fase: l'exit. In questo primo capitolo analizzeremo come la strategia di uscita non sia una semplice conclusione, ma il motore che guida l'intero investimento. Verranno approfondite le diverse opzioni disponibili - dalla quotazione in Borsa (IPO) e la vendita industriale (o *Trade Sale*), fino ai *Secondary Buyout* e alle alternative meno diffuse come *Buyback* e *Write-Off* - per poi toccare le sfide attuali caratterizzate da una preoccupante carenza di liquidità e dalla ricerca di soluzioni "soft" di disinvestimento.

Questa analisi introduttiva permette di inquadrare il ruolo delle exit strategy per comprendere l'evoluzione del Private Equity a livello globale e costituisce la base per l'approfondimento del mercato italiano e del caso Azimut nei capitoli successivi.

1.1 Che cos'è il Private Equity: definizione, attori, ciclo di vita dell'investimento

L'AIFI descrive il Private equity come l'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate con lo scopo di accrescerne il valore¹. Più che una mera definizione tecnica, tale formula evidenzia l'attrattiva dello strumento per i soggetti in surplus finanziario - ovvero con un eccesso di fondi - che intendono investire nell'economia reale, eludendo l'intermediazione bancaria classica.

L'investitore di Private Equity ha perciò l'occasione di assistere alle dinamiche evolutive di una piccola-media impresa.

D'altro canto, una società con alte capacità di crescita, ma con risorse finanziarie limitate, può trovare nel Private Equity una forma di finanziamento adatta.

Non è tuttavia corretto ricondurre il Private Equity a un mero strumento di finanziamento. Si tratta, piuttosto, di un'attività complessa che segue un processo strutturato, volto a generare ritorni per gli investitori attraverso la selezione, il supporto e la valorizzazione delle imprese target. Il processo di investimento segue un ritmo preciso che inizia molto prima dell'investimento vero e proprio. La fase iniziale si ha con l'attività di raccolta dei capitali dagli investitori (o *fund raising*): si costituisce il fondo e i General Partners - o gestori - raccolgono le risorse finanziarie presso investitori istituzionali - quali fondi pensione, compagnie assicurative o banche - e, in alcuni casi presso investitori privati dotati di un patrimonio cospicuo.

Una volta raccolte le risorse, inizia la fase di ricerca delle opportunità, in cui i gestori del fondo individuano le potenziali aziende target e instaurano relazioni con figure chiave, tra cui banche d'affari, avvocati, consulenti e manager di

¹ Delibera del Consiglio Direttivo AIFI del 22 luglio 2004.

settore. L'obiettivo è accedere a transazioni esclusive, talvolta senza ricorrere a processi competitivi, sviluppando conoscenza e relazioni con le imprese target. La fase di negoziazione e strutturazione dell'investimento porta alla definizione delle modalità di acquisizione e organizza la struttura finanziaria della transazione, combinando capitale proprio e debito esterno per ottimizzare i ritorni e gestire i rischi. I manager del fondo non si limitano a fornire capitale, ma apportano competenze finanziarie e strategiche per allineare gli incentivi dei diversi attori coinvolti.

La gestione attiva del portafoglio viene effettuata dai team manageriali che monitorano l'attuazione delle strategie aziendali. Questo approccio rappresenta un modello alternativo di governance, in cui l'intervento attivo dei fondi contribuisce a migliorare le performance operative e finanziarie delle imprese partecipate.

La fase di realizzazione dei ritorni o di exit è la tappa finale con cui il fondo monetizza l'investimento, prevalentemente attraverso la vendita dell'azienda a soggetti strategici o ad altri fondi di Private Equity, oppure mediante IPO o operazioni di Dividend Recapitalization. La fase di exit si colloca generalmente entro un orizzonte temporale di quattro-sei anni, pianificato sin dall'inizio dell'investimento per massimizzare il valore creato.

Questo processo integrato consente ai fondi di generare benefici concreti sia per gli investitori, che possono partecipare ai successi delle imprese target, sia per le stesse imprese, che ricevono supporto manageriale e strategico per incrementare la propria competitività e solidità. Anche a livello macroeconomico, gli investimenti in Private Equity favoriscono lo sviluppo produttivo e l'espansione occupazionale.²

² Cfr. Gilligan J., Wright M., (2020), *Private Equity Demystified: An explanatory guide*, Fourth Edition, Oxford University Press, pp. 3-5, (consultato a Novembre 2025).

Alla luce di questo processo, emerge chiaramente la centralità del fondo di Private Equity, il quale funge da veicolo di collegamento tra investitori e aziende. In particolare, raccoglie le risorse dagli investitori per poi partecipare al capitale delle società non quotate scelte per l'investimento.

L'arco temporale di operatività di un fondo è di medio-lungo termine, con una durata media di dieci anni, suddivisi in due sottoperiodi: la prima fase di investimento, della durata di circa cinque anni, in cui si reperiscono le risorse e si selezionano le società target, e la successiva fase di disinvestimento in cui si realizzano le exit.

Accanto alle attività di tipo finanziarie, i fondi svolgono anche un ruolo di supporto gestionale, mettendo a disposizione competenze manageriali e una rete relazionale utile alla crescita delle imprese.

Questo coinvolgimento contribuisce a migliorare l'efficienza interna, a diversificare i prodotti o servizi offerti e a rafforzare la competitività.

Un'attenzione particolare viene posta anche alla governance, che subisce importanti interventi di strutturazione ed efficacia. Tali trasformazioni non solo migliorano la solidità dell'impresa nel breve periodo, ma ne accrescono anche l'attrattiva agli occhi di investitori istituzionali e potenziali acquirenti.

La finalità ultima del Private Equity, e di tutti i suoi attori, resta dunque la creazione di valore e la sua successiva monetizzazione. Pertanto, tutte le attività svolte durante la fase di partecipazione sono orientate a rafforzare la solidità e la redditività dell'impresa target, in modo da massimizzare l'appeal nei confronti del mercato al momento dell'exit.³

³ Cfr. 24 Ore Business School, Cos'è e cosa fa un fondo di Private Equity, <https://www.24orebs.com/news/cos-e-cosa-fa-un-fondo-di-private-equity-2023-05-23> , 2023, (consultato a Ottobre 2025).

Proprio per questo la fase di disinvestimento assume un rilievo cruciale: una strategia di uscita inadeguata rischierebbe infatti di compromettere, se non addirittura annullare, gli sforzi compiuti per accrescere il valore aziendale lungo l'intero ciclo di investimento.

Ne consegue che la definizione e la pianificazione accurata della exit strategy rappresentano un elemento imprescindibile del processo di investimento, in quanto determinano in ultima istanza la capacità del fondo di realizzare i ritorni attesi.

1.2 L'importanza della strategia di uscita: obiettivi e impatto sul rendimento

In qualsiasi forma di investimento in capitale privato - e dunque anche nel Private Equity - la strategia di uscita rappresenta un elemento fondamentale per il successo dell'operazione.

L'analisi di McKaskill (2007) mostra che l'obiettivo finale di ogni investitore è realizzare un'uscita redditizia, indipendentemente dal fatto che essa sia effettuata attraverso una vendita industriale, una quotazione in borsa (IPO) o altre vie meno tradizionali. L'intento è quello di tradurre in rendimento il valore generato durante la gestione e la crescita dell'investimento.

Il messaggio dell'autore è chiaro: chi entra senza aver pianificato l'uscita ha uno svantaggio notevole rispetto a chi pianifica. La preparazione di una strategia di uscita è tutt'altro che sfiducia, quanto piuttosto un'azione atta a massimizzare il valore dell'investimento. Mantenere "l'uscita in mente" durante l'intero percorso di sviluppo dell'impresa consente di orientare le decisioni strategiche verso la massimizzazione del valore finale, evitando deviazioni che potrebbero compromettere il risultato. Una chiara definizione degli obiettivi di disinvestimento guida, inoltre, la selezione delle imprese target, permettendo di

concentrare le risorse su quelle che presentano un'elevata probabilità di un'uscita profittevole, coerente con le aspettative degli investitori.

Una strategia di uscita efficace non solo massimizza i rendimenti, ma contribuisce anche a mitigare i rischi associati all'investimento. La pianificazione preventiva consente di stabilire strategie secondarie - come vendite tempestive o opportunistiche - in grado di limitare le perdite in presenza di mutamenti sfavorevoli del contesto di mercato o del ciclo di vita aziendale. Inoltre, la costruzione anticipata di relazioni con potenziali acquirenti e partner strategici riduce l'incertezza e rafforza la posizione negoziale dell'investitore al momento della cessione.

McKaskill osserva che gli investitori che pianificano l'uscita fin dall'inizio tendono a ottenere risultati mediamente superiori rispetto a coloro che affrontano la dismissione in modo reattivo. L'exit diventa così il punto di convergenza di un processo strategico integrato, in cui si combinano pianificazione, creazione di valore e gestione del rischio.

Sebbene tali principi siano stati elaborati con riferimento al venture capital, essi trovano piena applicazione anche nel Private Equity, dove la fase di uscita rappresenta il momento cruciale per la realizzazione effettiva dei rendimenti. In entrambi i casi, un approccio sistematico e orientato al disinvestimento consente di massimizzare la performance complessiva del fondo e di consolidare la reputazione dell'investitore nel lungo periodo.⁴

La scelta tra le diverse strategie di uscita avviene attraverso la valutazione di più alternative, in modo da consentire al fondo di individuare quella più coerente con le proprie esigenze e tempistiche.

⁴ Cfr. McKaskill, T. (2009). *Invest to Exit: A pragmatic strategy for Angel and Venture Capital Investors*, Melbourne: Breakthrough Publications, pp. 1-12, (consultato a Novembre 2025).

1.3 Tipologie principali di exit strategy

La strategia di uscita rappresenta una delle decisioni più complesse per i gestori di un fondo di Private Equity, anche detti General Partners (GP).

Il ciclo di investimento si conclude con l'exit, fase in cui si può osservare l'obiettivo principale del fondo: la creazione e il realizzo del valore a beneficio dei propri investitori, noti come Limited Partners (LP).

Le modalità di exit possono essere ricondotte a due categorie: da un lato le strategie di uscita tradizionali, che comprendono Trade Sale (o vendita industriale), Secondary Buyout (o la cessione ad un altro fondo) e l'Initial Public Offering (o IPO, cioè la quotazione iniziale); dall'altro, le strategie non tradizionali, come il Buyback da parte del management e il Write-off (o liquidazione), tipiche di contesti meno favorevoli o di operazioni che non hanno raggiunto i risultati attesi.

Il disinvestimento è il risultato di una valutazione articolata, che tiene conto sia di fattori interni, legati agli obiettivi e ai parametri di performance stabiliti dal fondo, sia da condizioni esterne, influenzate dall'andamento dei mercati finanziari e dal contesto macroeconomico.

Sul piano interno i General Partners definiscono le exit strategies sulla base di indicatori chiave come il tasso interno di rendimento (TIR), i flussi di cassa attesi e i multipli generati dalle partecipazioni possedute. Il raggiungimento dei rendimenti attesi e la distribuzione dei proventi agli investitori rappresentano un elemento cruciale non solo per il successo dell'operazione, ma anche il mantenimento della fiducia dei Limited Partners sia nei confronti del fondo che delle future iniziative di raccolta. Al fine di massimizzare i ritorni, i GP fanno ricorso a tecniche specifiche come il Leverage Buyout (LBO), ovvero l'acquisizione di società target sia mediante capitale proprio che debito. Questa

tecnica consente di amplificare i rendimenti sull'equity investito, pur aumentando il livello di rischio finanziario.

A ogni modo, la exit strategy non può prescindere dal contesto esterno, che può condizionare il momento e la modalità di uscita. Le crisi finanziarie o le condizioni di mercato sfavorevoli possono rendere impraticabili alcune uscite tradizionali. Un esempio è quello della crisi dei mutui sub-prime (avvenuta tra il 2007 e il 2008), in cui si verificò il crollo della fiducia nei mercati con la conseguente riduzione delle operazioni di IPO.⁵

La strategia di disinvestimento nel Private Equity non è una decisione isolata, ma il risultato di un processo dinamico che riflette l'interazione tra le scelte gestionali dei General Partners e le variabili macroeconomiche che influenzano valutazione e tempistica delle operazioni. Le diverse tipologie di exit, analizzate nei paragrafi successivi, sono quindi il risultato congiunto di fattori strategici, finanziari e di contesto. Ciò determina la capacità del fondo di realizzare i ritorni attesi e di consolidare la propria reputazione nel mercato.

1.3.1 Initial Public Offering (IPO)

Il processo di uscita tramite IPO consiste nella quotazione delle azioni dell'impresa target nel mercato dei capitali. Questa strategia è molto popolare nei fondi di PE e consente la vendita delle quote dell'impresa. Quando le condizioni di mercato risultano particolarmente promettenti - vale a dire quando è presente un aumento dei prezzi e un ottimismo diffuso - questo tipo di uscita è quello più indicato in quanto consente maggiori ritorni sull'investimento. Sebbene si tratti di un'operazione potenzialmente proficua, sussistono anche

⁵ Cfr. Folus D., Borton E. (2015). *Exit strategies in private equity*. In Baker H.K., Filbeck G., Kiyamaz H., *Private Equity: Opportunities and Risks*, Oxford University Press, pp 215-236, https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity, (consultato a Novembre 2025).

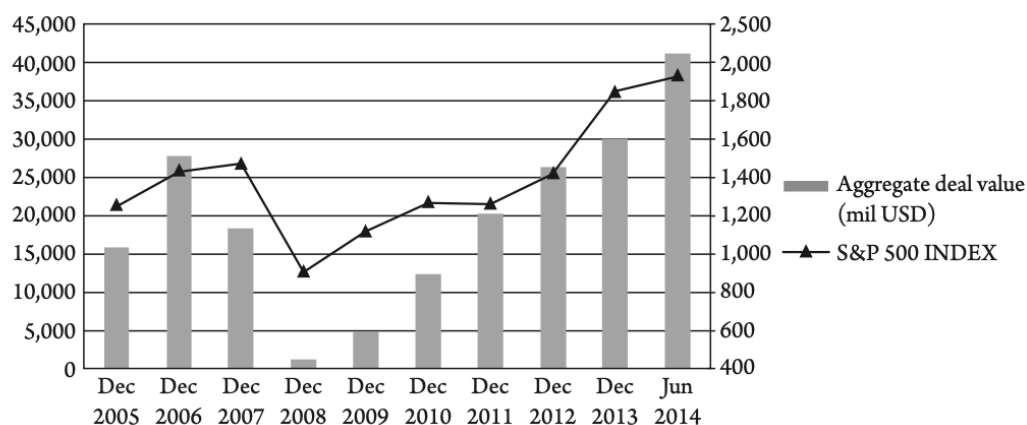
costi di transazione significativi, dovuti alla complessità del processo di quotazione e ai diversi soggetti che vanno coinvolti.

Da tenere a mente è anche la percezione esterna dei potenziali investitori, in quanto una mossa errata potrebbe influenzare la riuscita dell'operazione. Ad esempio, se il fondo uscisse interamente con la sua quota al momento dell'operazione, i potenziali investitori potrebbero attribuire questa decisione alla mancanza di fiducia sul futuro dell'impresa.

Come detto in precedenza, nelle exit strategy non sono solo le decisioni interne ad influenzare il tipo di uscita ma anche le condizioni esterne, e a maggior ragione ciò si evidenzia nell'uscita tramite IPO.

L'analisi prettamente teorica non è sufficiente a spiegare l'andamento delle IPO. È altrettanto importante osservare i dati storici, in particolare le operazioni registrate tra i primi anni Duemila e il 2014, con lo scopo di evidenziare la natura ciclica di queste operazioni: quando i mercati crescono, le IPO aumentano; quando la fiducia cala, le quotazioni si interrompono bruscamente.

**Figura 1.1: IPO sostenute dai fondi di PE e andamento dei mercati
(Gennaio 2005 - Giugno 2014)**



Fonte: Folus, Didier & Boutron, Emmanuel, *Exit Strategies in Private Equity*⁶

La tabella riporta l'evoluzione annuale del numero e del valore complessivo delle IPO sostenute da fondi di Private Equity, confrontandoli con l'andamento dell'indice S&P 500 considerato indicativo delle condizioni generali del mercato azionario.

Dall'osservazione dei dati emerge una chiara relazione tra il ciclo delle IPO e le variazioni dell'S&P 500: dopo la fase di espansione del 2005-2006, l'attività si riduce drasticamente nel biennio 2007-2008, in corrispondenza del crollo dei mercati finanziari, per poi tornare a crescere gradualmente dal 2010 grazie alla ripresa economica e alle politiche monetarie espansive. Nel complesso, questi

⁶ Cfr. Folus D., Borton E. (2015), Exit strategies in private equity, in *Private Equity: Opportunities and Risks*, pp.225, https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity, (consultato a Novembre 2025).

dati mostrano come le IPO siano cicliche e legate sia all'andamento dei mercati che al sentiment degli investitori.⁷

1.3.2 Trade Sale (vendita industriale)

Un tipo di uscita altrettanto comune tra i General Partners è la vendita industriale o Trade Sale, vale a dire un'operazione la cui controparte è un acquirente strategico come un'impresa industriale o commerciale. Tale modalità di disinvestimento si conferma una delle più redditizie, poiché comporta la cessione della partecipazione a soggetti esterni al mondo del Private Equity, con un interesse verso un'integrazione strategica con la società target.

L'acquirente spesso attribuisce alla target un valore superiore rispetto a quello finanziario, riconoscendo le sinergie industriali e operative derivanti dall'operazione.

Diverse motivazioni spingono la controparte verso l'acquisto, ad esempio l'espansione del mercato di riferimento, l'acquisizione di brevetti o tecnologie innovative o l'ampliamento della propria offerta di prodotti e servizi.

Come evidenziato da Mathisen et al. (2022), studiando le Research-Based Spin-Offs (RBSO), - imprese nate in contesti accademici e tecnologici - la possibilità di un'uscita tramite Trade Sale dipende fortemente dalla capacità dell'impresa di creare un valore che sia percepito dal potenziale acquirente, riducendo così l'incertezza e dimostrando la complementarità con le attività dell'acquirente stesso. Gli autori sottolineano che il successo di tali operazioni è favorito da alcuni “*enabler*” chiave, come:

⁷ Cfr. Folus D., Borton E. (2015). *Exit strategies in private equity*. In Baker H.K., Filbeck G., Kiymaz H., *Private Equity: Opportunities and Risks*, Oxford University Press, pp 215-236, https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity, (consultato a Novembre 2025).

- La costruzione di relazioni di lungo periodo con i potenziali acquirenti già nelle fasi iniziali dello sviluppo aziendale;
- La presenza di asset strategici unici (come proprietà intellettuale o risorse umane altamente qualificate);
- La capacità di comunicare il valore strategico dell'impresa nel contesto industriale dell'acquirente.

Questi risultati, sebbene sviluppati nel contesto delle RBSO, sono pienamente applicabili al Private Equity, poiché anche i fondi PE tendono a pianificare le exit fin dall'inizio, coltivando relazioni con potenziali compratori e valorizzando gli asset più appetibili della società partecipata. In tal senso, il Trade Sale rappresenta non solo un momento di monetizzazione del capitale investito, ma anche il compimento di un percorso strategico di creazione di valore condiviso. L'acquirente industriale, infatti, mantiene un orizzonte temporale di lungo periodo, mirando a rafforzare la propria posizione competitiva e ad accrescere i flussi di cassa futuri grazie all'integrazione della target nel proprio gruppo.

Per tali motivi, è disposto ad acquistare la società a prezzi più elevati, generando così ritorni maggiori per General e Limited Partners.

Oltre al vantaggio economico, il Trade Sale presenta anche benefici operativi: la negoziazione con un singolo acquirente riduce i tempi di chiusura dell'operazione e le complessità regolamentari tipiche di un'IPO. Tuttavia, non mancano criticità, come l'opposizione del management della società target per timore di sostituzione, o il rischio di divulgazione di informazioni riservate durante la due diligence.

Un esempio significativo, analizzato in letteratura, è rappresentato dall'acquisizione di Flint Group da parte di Koch Industries e Goldman Sachs (2014), un'operazione in cui il fondo CVC Capital Partners ha realizzato l'exit cedendo la totalità della partecipazione a un acquirente strategico industriale.

Tale caso evidenzia come, quando le sinergie industriali sono forti e i rapporti consolidati nel tempo, il Trade Sale diventa la via più efficiente per massimizzare i rendimenti e garantire la continuità industriale dell'impresa.^{8 9}

1.3.3 Secondary Buyout (vendita ad altro fondo)

I Secondary Buyout (SBO) hanno assunto ormai un ruolo consolidato all'interno delle strategie di disinvestimento. Questo tipo di exit consiste nella cessione di una partecipazione detenuta da un fondo, verso un altro fondo di Private Equity, attraverso una rinnovata struttura di Leveraged Buyout (LBO)¹⁰.

Secondo Capizzi, Giovannini e Pesic (2009), questo meccanismo rappresenta una forma di trasferimento dell'investimento da un investitore istituzionale ad un altro, mantenendo l'impresa nel circuito del Private Equity per una fase di ulteriore sviluppo.

L'elemento distintivo della cessione tramite SBO è che l'acquirente non è un soggetto industriale, ma un altro operatore finanziario che individua nella società target margini di miglioramento o ulteriori possibilità di creazione di valore. L'operazione, quindi, può rispondere a logiche diverse: il fondo venditore

⁸ Cfr. Folus D., Borton E. (2015). *Exit strategies in private equity*. In Baker H.K., Filbeck G., Kiymaz H., *Private Equity: Opportunities and Risks*, Oxford University Press, pp 220, [https://www.researchgate.net/publication/299872017 Exit Strategies in Private Equity](https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity) , (consultato a Novembre 2025).

⁹ Cfr. Mathisen, M. T., Shankar, R., Widding, L. Ø., Rasmussen, E., & McKelvie, A. (2022). *Enablers of exit through trade sale: The case of early-stage research-based spin-offs*, *Venture Capital Journal*.

¹⁰ Il Leveraged Buyout è un'operazione di acquisizione di un'impresa realizzata tramite un ricorso al finanziamento, il cui rimborso avviene successivamente attraverso i flussi generati dalla società acquisita. Confronta: Borsa Italiana, Glossario, *Leveraged Buy-Out*, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html> , (consultato a Novembre 2025).

potrebbe aver completato il proprio piano industriale e desiderare la monetizzazione dell'investimento, mentre il fondo acquirente potrebbe intravedere nuove traiettorie di crescita, una ristrutturazione non ancora ultimata o opportunità di espansione che richiedono un orizzonte temporale più lungo.

Capizzi et al. evidenziano che i SBO sono spesso legati alla struttura finanziaria delle imprese partecipate. In molti casi, rappresentano un modo per riequilibrare il profilo di rischio dell'azienda o per gestire esigenze finanziarie del fondo uscente legate alla durata limitata del veicolo di investimento. Inoltre, gli autori osservano che questi passaggi possono migliorare il governo societario della target, poiché il nuovo fondo acquirente tende a introdurre ulteriori strumenti di monitoraggio, trasparenza e disciplina finanziaria.

L'operazione non è tuttavia esente da criticità. La presenza di più passaggi consecutivi tra fondi può alimentare il rischio di un uso eccessivo della leva finanziaria o di valutazioni crescenti non sempre sostenute da miglioramenti operativi reali. Per questo motivo, Capizzi et al. sottolineano l'importanza di un'attenta analisi dei meccanismi di governance e dei flussi informativi che regolano la relazione tra fondo e impresa partecipata, in quanto determinanti per la sostenibilità dell'operazione.

In sintesi, il Secondary Buyout emerge dallo studio come una modalità di exit sempre più frequente, utilizzata tanto per ragioni strategiche quanto per esigenze di programmazione temporale dei fondi. Esso consente di proseguire il percorso di crescita della società con un nuovo investitore specializzato, diventando così uno strumento funzionale alla continuità della creazione di valore nel Private Equity.¹¹

¹¹ Cfr. Capizzi V., Giovannini R., & Pesic V. (2009). Secondary Buyouts, Private Equity and Firms' Corporate Governance. Corporate Ownership & Control, Volume 6, Edizione 4, pp. 252–269, (consultato a Novembre 2025).

1.3.4 Buyback da parte del management

Tra le modalità di disinvestimento considerate meno tradizionali nel Private Equity rientra il Buyback, ovvero il riacquisto da parte della società target delle partecipazioni detenute dal fondo. Pur non rappresentando la scelta più frequente, questa opzione può risultare particolarmente efficace in contesti specifici in cui l'impresa ha raggiunto un livello di stabilità e autonomia tali da consentirle di sostenere il costo dell'operazione.

Il Buyback si caratterizza per una struttura relativamente semplice rispetto ad altre forme di exit: il fondo cede le proprie quote direttamente all'azienda, senza la necessità di coinvolgere nuovi investitori o potenziali acquirenti esterni. Tale semplicità consente di ridurre i tempi di negoziazione, evitare incertezze legate al mercato e limitare i rischi informativi connessi ai processi competitivi o alle due diligence condotte da terzi. L'uscita risulta quindi più controllata e discreta, con una minore esposizione a fattori esogeni.

Perché un Buyback sia attuabile, è però necessario che la società disponga di adeguati flussi di cassa o di una struttura finanziaria tale da sostenere l'operazione senza compromettere il proprio equilibrio economico-patrimoniale. Questo tipo di exit tende infatti a verificarsi quando l'impresa ha raggiunto un grado di maturità sufficiente per proseguire la crescita in autonomia e non necessita più del supporto strategico o operativo del fondo.

Il ricorso al Buyback risponde frequentemente a esigenze di natura relazionale e strategica ben precise. Questa modalità di disinvestimento acquisisce particolare rilevanza quando il management intende preservare l'autonomia decisionale dell'impresa, evitare processi di integrazione con soggetti esterni o tutelare la riservatezza di informazioni strategicamente sensibili che inevitabilmente emergerebbero durante una procedura di vendita aperta. In tali circostanze, il

riacquisto della partecipazione consente di salvaguardare la continuità organizzativa e di limitare l'esposizione dell'azienda a potenziali acquirenti terzi. Wang sottolinea come questa strategia di exit tenda a manifestarsi principalmente in situazioni nelle quali le alternative tradizionali - quali il Trade Sale o l'offerta pubblica iniziale - si rivelano poco praticabili o economicamente svantaggiose, sia per le condizioni osservabili nei mercati finanziari sia per le specificità della società partecipata. Il Buyback si configura quindi come una soluzione pragmatica che consente al fondo di Private Equity di conseguire la liquidità necessaria per chiudere l'investimento, offrendo parallelamente all'impresa la possibilità di rafforzare il controllo interno senza doversi sottoporre a procedure competitive o affrontare complessi adempimenti regolamentari.

Sebbene non rappresenti la modalità di disinvestimento più frequentemente adottata, il Buyback costituisce dunque un'opzione coerente con obiettivi di stabilità gestionale e continuità aziendale, specialmente quando viene pianificato anticipatamente e sostenuto da una struttura finanziaria solida e adeguatamente dimensionata.¹²

1.3.5 Liquidazione (Write-off)

Una modalità di uscita meno desiderata, ma possibile nel Private Equity è la liquidazione o Write-off. Tale exit consiste in un'operazione contabile attraverso cui il valore della partecipazione viene eliminato dal bilancio aziendale. Ciò accade quando il fondo riconosce che non è più in grado di generare un ritorno e decide di cancellare totalmente l'investimento. Diversamente dalla svalutazione parziale, che si limita a ridurre il valore contabile, la liquidazione

¹² Cfr. L. Wang & S. Wang, (2017), Buybacks as an efficient strategy for venture capital in emerging markets, *Pacific-Basin Finance Journal*, pp. 107-113, (consultato a Novembre 2025).

presuppone l'assenza completa di benefici economici futuri ed un valore residuo irrecuperabile. Questa rimozione integrale dal bilancio si verifica tipicamente in presenza di crediti inesigibili, giacenze di magazzino divenute obsolete o investimenti irrecuperabili, con particolare frequenza nelle situazioni caratterizzate da gravi difficoltà finanziarie.¹³

Approfondendo questo concetto, Hotchkiss, Smith e Strömberg (2021) evidenziano che, anche in situazioni di difficoltà finanziaria grave, i fondi di Private Equity tendono a evitare completamente la liquidazione, intervenendo prima con ristrutturazioni o iniezioni di capitale. Secondo questi autori, le imprese "PE-backed", nonostante abbiano livelli di indebitamento elevati, sono meno frequentemente liquidate rispetto ad altre aziende ad alto leva perché gli sponsor trovano spesso soluzioni alternative per risanare la società o mantenerne il controllo anche dopo la ristrutturazione.¹⁴

Questo spiega perché il Write-Off non è sempre la scelta automatica: è considerato un'opzione di "ultima istanza", usata quando le alternative di ristrutturazione sono esaurite o inefficaci. In questi casi, la liquidazione riflette una perdita significativa, ma può essere supportata da una valutazione attenta del patrimonio residuo dell'impresa e da un piano di dismissione degli asset che massimizzi il recupero possibile.

¹³ Cfr. Umbrex, *Private Equity Glossary - Write-Off*, <https://umbrex.com/resources/private-equity-glossary/write-off/>, (consultato a Novembre 2025).

¹⁴ Cfr. Hotchkiss, E., Smith, D. C. & Strömberg, P. (2021). *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, Review of Corporate Finance Studies, (consultato a Novembre 2025).

1.4 Analisi delle exit nei mercati internazionali

Dopo aver approfondito le caratteristiche tecniche delle principali strategie di disinvestimento, è indispensabile contestualizzare tali strumenti all'interno delle diverse zone in cui operano i fondi di Private Equity.

La scelta della modalità di exit non è infatti neutrale, ma risulta strettamente dipendente dal grado di maturità dei sistemi finanziari locali, dai quadri normativi e dalle specificità culturali che caratterizzano ogni regione.

Il presente paragrafo analizza come, nei mercati evoluti di USA e Regno Unito, le IPO stiano cedendo il passo a operazioni private come Trade Sale e Secondary Buyout, complice anche un contesto macroeconomico che sta dilatando i tempi di detenzione degli asset (holding period).

Parallelamente, l'analisi si estende alle specificità dell'Asia e dei mercati emergenti: qui il successo dell'exit non dipende solo da metriche finanziarie, ma dalla capacità di adattamento a vincoli reputazionali (Giappone), complessità contrattuali (Cina) e carenze infrastrutturali che premiano l'esperienza locale rispetto al vantaggio della prima mossa.

1.4.1 USA e UK: Frequenza e tipologie prevalenti di exit

Ogni mercato nazionale ha le sue peculiarità che influenzano l'operazione di Private Equity.

Nel contesto statunitense, le asimmetrie informative tra GP e LP assumono un ruolo determinante nella selezione dell'exit adottata. Tutto ruota perciò intorno alla trasparenza tra i Partners dell'investimento. La rilevanza di tale dinamica è stata evidenziata dall'intervento normativo della SEC - Securities and Exchange Commission - con l'obiettivo di aumentare i requisiti di disclosure e rafforzare la responsabilità dei gestori. Secondo Baktimor e Dore, questa dinamica dipende dalla struttura operativa dei fondi statunitensi che presentano un notevole

utilizzo di leva finanziaria, un forte orientamento al breve periodo e una trasparenza limitata.¹⁵

Nel contesto statunitense, Duca e Sanchez evidenziano come si sia progressivamente disincentivata l'IPO come canale di uscita privilegiato. Ciò a causa della regolamentazione che ha innalzato i costi di permanenza nei mercati pubblici. Parallelamente, la fiscalità statunitense incoraggia il mantenimento dello status privato, rendendo quindi le exit tramite Trade Sale e Secondary Buyout più efficienti dal punto di vista finanziario rispetto alle IPO.¹⁶

La situazione muta quando si osserva il Regno Unito che presenta un mercato che storicamente anticipa le tendenze europee, per poi influenzare il resto del continente; è possibile definirlo come il mercato più maturo ed evoluto d'Europa.

Lo studio empirico condotto da Jenkinson e Sousa (2015) dimostra che il modello di exit nel Regno Unito ha subito una trasformazione radicale negli ultimi decenni, caratterizzata dall'istituzionalizzazione del Secondary Buyout (SBO) come alternativa paritaria, e talvolta preferenziale, rispetto alla tradizionale Trade Sale.

Gli autori sottolineano un netto scostamento rispetto alla "gerarchia" classica delle exit, dove l'IPO era storicamente vista come il gold standard. In tale scenario, il contesto del Regno Unito assume un ruolo preponderante, come illustrato nella Figura 1.2. I dati confermano la centralità del mercato britannico

¹⁵ Cfr. Biktimirov E. N. & Dore M. H., (2025), *Informational asymmetries in US private equity: regulation in a changing regulatory environment*, Journal of Financial Regulation and Compliance, (consultato a Novembre 2025).

¹⁶ Cfr. Duca J. V. & Sanchez-Colburn F., (2025), *What drives U.S. corporate private equity? An historical perspective*, Journal of Financial Stability, pp. 2, 5, 7, (consultato a Novembre 2025).

che, da solo, costituisce la porzione maggioritaria del campione analizzato, riflettendo le dinamiche di exit precedentemente discusse.

Figura 1.2: Nazionalità delle società in portafoglio e canali di disinvestimento (exit routes).

Country	Exit route			Total
	IPO	Sec	TS	
United Kingdom	64	198	182	444
France	13	84	53	150
Sweden	11	23	36	70
Germany	12	28	27	67
Italy	4	34	27	65
Spain	3	14	19	36
Netherlands	3	15	16	34
Norway	8	13	12	33
Finland	2	8	16	26
Denmark	2	10	7	19
Belgium	2	5	8	15
Ireland	5	1	4	10
Austria	4	2	2	8
Other 15	9	11	25	45

Fonte: Jenkinson T. & Sousa M., *What determines the exit decision for leveraged buyouts*¹⁷.

Nel contesto UK, la quotazione in borsa è divenuta l'opzione meno frequente, utilizzata quasi esclusivamente per le società di dimensioni molto elevate (le

¹⁷ Cfr. Jenkinson T. & Sousa M., (2015), *What determines the exit decision for leveraged buyouts?*, Journal of Banking & Finance, pp. 2-4, 11, 20, 28, (consultato a Novembre 2025).

Sulla base dell'analisi condotta dagli autori, si evince come il Regno Unito rappresenti circa la metà dell'intero campione osservato (444 casi totali). Tale evidenza empirica convalida le tendenze descritte nel testo, mostrando una netta prevalenza delle operazioni nel contesto britannico rispetto agli altri paesi europei.

cosiddette "jumbo deals") e solo in condizioni di mercato eccezionalmente favorevoli. Al contrario, la vendita a un altro fondo di Private Equity (SBO) si è affermata come la modalità prevalente insieme alla vendita strategica. Secondo Jenkinson e Sousa, questa preferenza britannica deriva dalla necessità dei fondi di ottenere una clean exit: a differenza dell'IPO, che spesso impone periodi di lock-up e lascia il gestore esposto alla volatilità del titolo post-quotazione, il Secondary Buyout garantisce la liquidazione immediata e totale dell'investimento. Inoltre, la maturità del mercato del debito nel Regno Unito facilita il reperimento della leva finanziaria necessaria per queste operazioni secondarie, rendendole rapide e certe nell'esecuzione rispetto ai lunghi iter regolamentari della Borsa di Londra.¹⁸

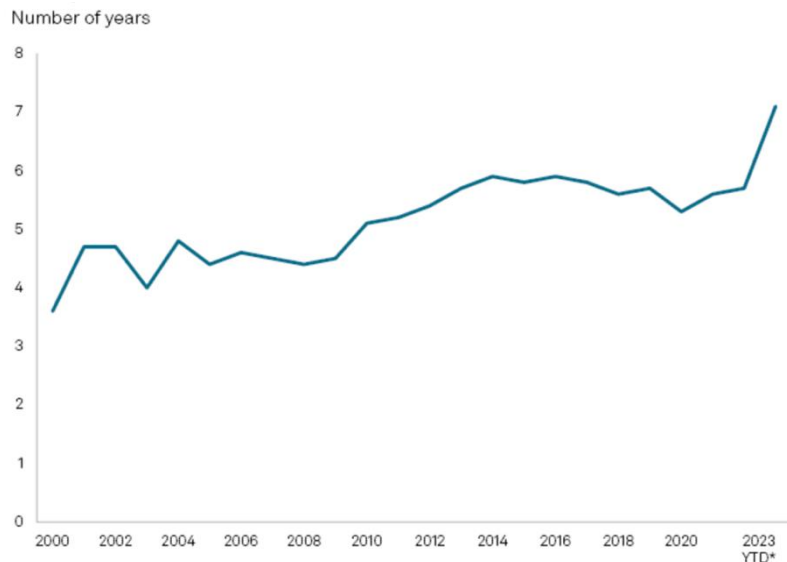
In definitiva, emerge una chiara convergenza tra i due principali mercati globali: sia negli USA che nel Regno Unito, le exit private si confermano la via maestra rispetto alla quotazione in borsa. L'IPO, penalizzata da crescenti oneri normativi e incertezze di esecuzione, cede progressivamente il passo a soluzioni come Trade Sale e Secondary Buyout, preferite dai fondi per la loro capacità di garantire maggiore rapidità e certezza di realizzo.

1.4.2 Durata media degli investimenti

Nel contesto internazionale attuale, una delle dinamiche più rilevanti è il progressivo allungamento dell'holding period, ovvero il lasso di tempo che intercorre tra l'acquisizione di una società target e la sua successiva cessione (exit). Se storicamente i fondi di Private Equity hanno operato con un orizzonte temporale medio di circa 3-5 anni, recenti analisi evidenziano una netta discontinuità con il passato.

¹⁸ Cfr. Jenkinson T. & Sousa M., (2015), *What determines the exit decision for leveraged buyouts?*, Journal of Banking & Finance, pp. 2-4, 11, 20, 28, (consultato a Novembre 2025).

Figura 1.3: Andamento storico dell'Holding Period nel Private Equity



Fonte: Rielaborazione su dati S&P Global Market Intelligence (2023).¹⁹

Secondo i dati riportati da S&P Global Market Intelligence, nel 2023 la durata media di detenzione per i fondi di buyout nordamericani ha raggiunto un picco di 7,1 anni, segnando il livello più alto registrato negli ultimi due decenni.²⁰

Tale fenomeno riflette una fase di stallo nei mercati dei capitali. L'incertezza macroeconomica e l'aumento dei tassi di interesse hanno creato una significativa

¹⁹ Cfr. , <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2023/11/private-equity-buyout-funds-show-longest-holding-periods-in-2-decades-79033309>

²⁰ Cfr. Vidal, K. A., & Sabater, A. (2023). Private equity buyout funds show longest holding periods in 2 decades. S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2023/11/private-equity-buyout-funds-show-longest-holding-periods-in-2-decades-79033309> , (consultato a Novembre 2025).

discrepanza (Valuation Gap) tra le aspettative di prezzo dei venditori e la disponibilità degli acquirenti, rendendo complesse le operazioni di Trade Sale e riducendo drasticamente le opportunità di quotazione in borsa (IPO). Come confermato anche dalle analisi globali di Bain & Company, questo "ingorgo" nelle uscite ha generato un accumulo di asset invenduti nei portafogli dei fondi, costringendo i General Partners a posticipare le dismissioni in attesa di condizioni di mercato più favorevoli.²¹

Questa tendenza ha ripercussioni dirette sulla liquidità del sistema: ritardando la distribuzione dei capitali agli investitori (Limited Partners), si rallenta inevitabilmente anche la capacità di questi ultimi di reinvestire in nuovi fondi.

1.4.3 Peculiarità e dinamiche delle exit nel mercato asiatico

L'analisi delle strategie di disinvestimento nel contesto asiatico rivela un panorama eterogeneo, dove le logiche finanziarie occidentali devono adattarsi alla cultura e ai vincoli istituzionali e normativi del territorio in questione. Sebbene, l'obiettivo finale rimanga la massimizzazione del rendimento, le modalità per raggiungerlo differiscono sensibilmente tra le principali economie del continente, come Giappone e Cina.

Nel mercato giapponese, le dinamiche di exit subiscono l'influenza di un fattore determinante: lo squilibrio tra l'elevata disponibilità di capitali e la scarsità di aziende target disponibili sul mercato. Secondo Blind e Lottanti von Mandach (2021), questa condizione configura il Giappone come un "mercato dei venditori", motivo per cui il potere contrattuale risiede nelle mani dei proprietari delle aziende cedenti. Tale assetto impone ai fondi di preservare la propria

²¹ Cfr. Bain & Company (2024). Global Private Equity Report 2024, <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/2024/>, (consultato a Novembre 2025).

reputazione, evitando così di effettuare ristrutturazioni aggressive che precluderebbero futuri investimenti. Questa peculiarità suggerisce che le exit in Giappone siano il risultato di strategie orientate alla crescita organica piuttosto che al mero taglio dei costi, poiché la violazione delle norme sociali implicite - come la protezione dei dipendenti - precluderebbe future opportunità di investimento.²²

Spostando l'attenzione sulla Cina, Yong (2012) delinea un ambiente caratterizzato da una forte complessità normativa e da strumenti contrattuali unici. Sebbene l'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) rimanga la via d'uscita più ambita per il prestigio e i potenziali rendimenti, essa presenta ostacoli significativi, tra cui lunghi periodi di lock-up e incertezze normative legate alle quotazioni offshore e domestiche. Di conseguenza, le Trade Sales (vendite a partner strategici) rappresentano una via d'uscita frequente, sebbene spesso ostacolata da divergenze sulla valutazione: gli acquirenti cinesi tendono a valutare le aziende basandosi sugli asset netti (NAV), mentre i fondi di PE prediligono i flussi di cassa scontati, creando un divario difficile da colmare.

Una peculiarità distintiva del mercato cinese è l'uso diffuso del Valuation Adjustment Mechanism (VAM), noto anche come accordo di "Bet-on". Questo strumento viene utilizzato per mitigare i rischi di asimmetria informativa e incertezza: se l'azienda non raggiunge determinati obiettivi di performance o non riesce a quotarsi entro una data stabilita, scatta una clausola di "Redemption" che obbliga i fondatori a riacquistare le quote degli investitori con un interesse garantito. Questo meccanismo, raro in Occidente, sottolinea come in Cina l'exit

²² Cfr. Blind, G. D., & Lottanti von Mandach, S. (2021), *Private Equity Buyouts in Japan: Effects on Employment Numbers*, Journal of The Japanese and International Economics, 59, pp. 8-9.

sia spesso pre-codificata contrattualmente per proteggere l'investitore in un ambiente legale e di mercato ancora in fase di maturazione.²³

1.4.4 Mercati emergenti: tendenze e ostacoli alle exit

L'operatività del Private Equity nei mercati emergenti si scontra con una dicotomia fondamentale: da un lato l'attrattiva di tassi di crescita economica superiori e un flusso di operazioni potenzialmente "inesplorato", dall'altro la presenza di barriere strutturali che rendono la fase di disinvestimento (exit) particolarmente complessa e rischiosa.

Secondo l'analisi di Sannajust e Groh (2020), uno dei principali ostacoli alle exit in queste geografie è rappresentato dall'immaturezza dei mercati dei capitali e dalla debolezza delle infrastrutture di supporto al deal-making. A differenza dei mercati sviluppati, le economie emergenti soffrono spesso di una carenza di intermediari specializzati - come banche d'investimento, studi legali esperti in M&A e consulenti strategici - necessari per strutturare processi di vendita efficienti. Questa carenza strutturale si traduce in volumi ridotti di IPO e M&A, rendendo il disinvestimento un processo arduo e spesso meno remunerativo per i "pionieri" che entrano nel mercato troppo presto, senza aver accumulato l'esperienza locale necessaria per navigare contesti caratterizzati da scarsa tutela degli investitori e incertezza legale.²⁴

In questo scenario di elevata incertezza e "liability of foreignness - LOF" (svantaggio dell'essere stranieri), le strategie degli investitori tendono a modificarsi per mitigare i rischi di esecuzione e di uscita. Mingo, Ciravegna e Morales (2024) evidenziano come le decisioni di investimento non siano

²³ Cfr. Yong, K. P. (2012). *Private Equity in China: Challenges and Opportunities*. Wiley, pp. 114-121, 122, 256.

²⁴ Cfr. Sannajust, A., & Groh, A. P. (2020), *There's no need to be a pioneer in emerging private equity markets*, *Journal of Corporate Finance*, 65, pp. 2, 24-25.

distribuite in modo uniforme, ma tendano ad agglomerarsi all'interno di specifiche regioni o mercati mirati. Questo comportamento è dettato dalla necessità di sfruttare l'esperienza accumulata (*experiential knowledge*): la conoscenza specifica di un mercato o di una regione riduce le asimmetrie informative e le distanze istituzionali e culturali, fattori che altrimenti comprometterebbero la capacità del fondo non solo di investire, ma anche di gestire e infine cedere l'asset con successo.²⁵

Di conseguenza, la tendenza prevalente per massimizzare le probabilità di una exit profittevole nei mercati emergenti non è quella del "first-mover" (chi arriva per primo), bensì quella dell'apprendimento graduale. I fondi che operano con successo tendono a concentrare le risorse dove hanno già sviluppato capacità relazionali e istituzionali, poiché la familiarità con il contesto locale permette di superare meglio le frizioni del mercato e di identificare finestre di liquidità che rimarrebbero altrimenti inaccessibili in un contesto di exit illiquido.

1.5 Criteri di scelta della exit strategy da parte dei fondi

La fase di disinvestimento (exit) rappresenta il momento culminante del ciclo di investimento nel Private Equity, l'istante in cui il valore creato viene restituito agli investitori. Ad ogni modo, l'individuazione del canale di uscita ottimale - sia esso una quotazione in borsa, una vendita industriale o una cessione secondaria - non è mai una decisione automatica o standardizzata, bensì il risultato di una complessa valutazione strategica che deve bilanciare variabili spesso in tensione tra loro.

²⁵ Cfr. Mingo, S., Ciravegna, L., & Morales, F. (2024), *The impact of experience on the agglomeration of cross-border investments within a region: The case of private equity in emerging markets*, *International Business Review*, 33, pp. 1-2, 12.

La decisione finale è il frutto di un compromesso tra due forze spesso contrapposte, i fattori interni ed esterni.

Le caratteristiche intrinseche dell'azienda (vale a dire i fattori interni come dimensione, settore di appartenenza, qualità del management e performance operative) definiscono la "vendibilità" dell'asset e la sua appetibilità per specifiche classi di acquirenti. Queste qualità interne devono inevitabilmente scontrarsi con i fattori esterni, variabili esogene legate al contesto macroeconomico, alla volatilità dei mercati finanziari e alla stabilità istituzionale. Tali fattori dettano il timing perfetto dell'operazione e la fattibilità finanziaria della transazione.

L'interazione tra queste due forze è complessa: mentre i fattori interni determinano quale strategia sia tecnicamente percorribile in base alla natura dell'impresa, i fattori esterni stabiliscono quando si apre la finestra di opportunità ideale per massimizzare il rendimento.

1.5.1 Fattori interni (tipo di impresa, settore, performance)

La selezione della exit strategy ottimale dipende anche da variabili interne, come le caratteristiche intrinseche dell'impresa target e i risultati ottenuti durante il periodo di detenzione. Gompers et al. (2016) evidenziano come i fondi di Private Equity attribuiscono un'importanza critica a fattori interni quali il modello di business e la qualità del team manageriale nel processo di selezione e gestione dell'investimento, elementi che si riflettono inevitabilmente anche sulla scelta di disinvestimento.

Un primo fattore determinante è la dimensione dell'impresa. Lavery et al. (2025) osservano che le imprese di dimensioni minori tendono a generare ritorni sugli investimenti proporzionalmente più elevati, suggerendo che la crescita e il valore aggiunto che i fondi di Private Equity apportano sia spesso maggiore in questo segmento. Tuttavia, per questo tipo di società con dimensioni contenute, la

quotazione (IPO) può risultare non indicata a causa dei costi fissi elevati e dei requisiti regolamentari, rendendo perciò il Trade Sale un'opzione più naturale e frequente.

Al contrario, le imprese con dimensioni maggiori, specialmente quelle con una localizzazione geografica favorevole dal punto di vista finanziario - ovvero situate in hub finanziari, come Londra - tendono ad avere valutazioni più elevate e un accesso facilitato ai mercati dei capitali, favorendo quindi le exit tramite IPO o vendite secondarie a grandi fondi.

Il settore di appartenenza gioca anch'esso un ruolo cruciale. Le aziende appartenenti a settori con alto tasso di crescita spesso attirano l'interesse di acquirenti strategici disposti a pagare un premio per acquisire innovazione o quote di mercato. Al contrario, settori più maturi e stabili, con flussi di cassa prevedibili, possono prestarsi meglio a operazioni di Secondary Buyout, dove un nuovo fondo di PE può subentrare per continuare il percorso di creazione di valore attraverso l'ottimizzazione finanziaria o operativa.²⁶

Infine, la performance operativa registrata durante l'holding period è il vero ago della bilancia. Gompers et al. (2016) rilevano che la crescita dei ricavi è considerata dai gestori di fondi come la principale fonte di creazione di valore, superiore persino alla riduzione dei costi. Un'azienda che ha dimostrato una solida crescita organica e un miglioramento dei margini sarà più attraente per il mercato pubblico (IPO) o per un acquirente industriale. D'altra parte, se la creazione di valore si è basata principalmente sull'ingegneria finanziaria o se il potenziale di crescita non è stato pienamente espresso, la cessione a un altro

²⁶ Cfr. Lavery, P., Amess, K., & Spaliara, M.-E. (2025). *Private equity buyout pricing, returns, and portfolio firm performance across UK regions*. The British Accounting Review, pp. 11-12.

investitore finanziario (financial sale) potrebbe rappresentare la via d'uscita più logica per monetizzare l'investimento.²⁷

1.5.2 Fattori esterni (condizioni di mercato, cicli economici)

I fattori interni non sono sufficienti a definire con certezza il meccanismo di uscita. Il contesto macroeconomico e la stabilità dei mercati finanziari sono due punti fondamentali di cui i gestori devono tener conto, poiché è lo scenario circostante a incidere spesso sulle sorti conclusive dell'investimento.

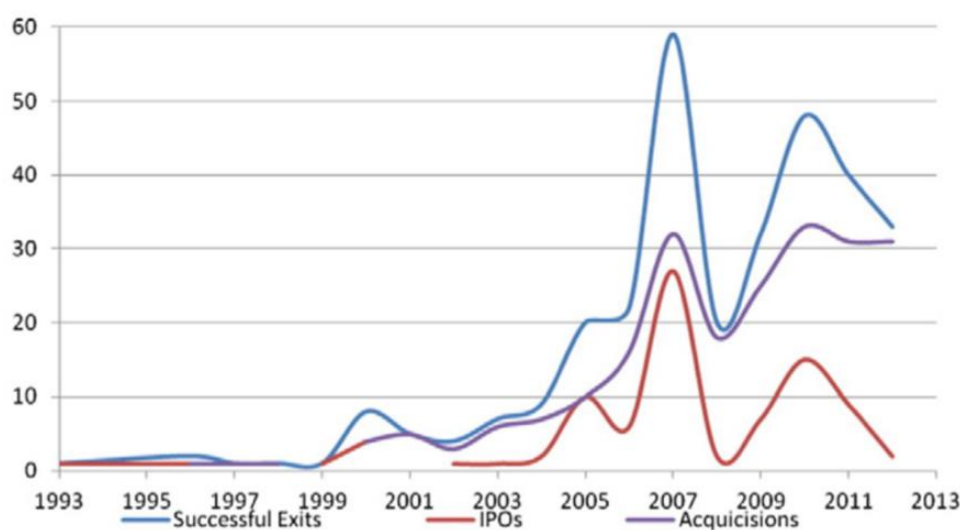
Le fluttuazioni dei cicli economici non influenzano solo la valorizzazione degli asset, ma determinano la "finestra di opportunità" disponibile per la exit, modificando la propensione al rischio degli investitori e la liquidità del sistema. Uno studio recente di Bouassida e Ghabri (2025) - condotto su un campione di mercati sviluppati - dimostra empiricamente come l'incertezza macroeconomica e finanziaria agisca da freno sui rendimenti del Private Equity. Gli autori evidenziano una correlazione diretta tra indicatori chiave e performance: mentre la crescita del PIL e la produzione industriale esercitano un impatto positivo sui ritorni, variabili come l'inflazione, i tassi di disoccupazione e l'ampliamento dei credit spread (differenziale dei tassi di interesse) ne riducono significativamente la redditività. A ciò si aggiunge il peso crescente dell'incertezza geopolitica che, derivante da instabilità politica e conflitti globali, esaspera i rischi di mercato rendendo più complesso il processo di creazione di valore e la successiva uscita.²⁸

²⁷ Cfr. Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). *What do private equity firms say they do?* Journal of Financial Economics, 121, pp. 465-468.

²⁸ Cfr. Bouassida, O., & Ghabri, Y. (2025). *Navigating uncertainty: the effect of macroeconomic and geopolitical risks on listed private equity returns.* Journal of Economic and Administrative Sciences, p. 1.

L'impatto degli shock di mercato sulle modalità di uscita è analizzato in dettaglio da Johan e Zhang (2016) nel contesto dei mercati emergenti. La loro ricerca rivela come le crisi finanziarie (come quella del 2008) generino un "effetto a catena" negativo che riduce drasticamente la probabilità di exit di successo. In particolare, si osserva una diversa sensibilità tra le tipologie di uscita: le IPO risultano molto più vulnerabili agli shock di mercato rispetto alle vendite private (Trade Sale o acquisizioni). Durante le fasi di crisi, l'aumento dei costi di transazione e il deterioramento del sentiment degli investitori rendono la quotazione in borsa un percorso meno percorribile, spingendo i fondi a posticipare le operazioni o a cercare mercati azionari più ampi e liquidi per mitigare il rischio.

Figura 1.4: Canali di uscita del Private Equity dal 1993 -2012



Fonte: Johan, S., & Zhang, M. (2016), p.146.²⁹

²⁹ Cfr. Johan, S., & Zhang, M. (2016). *Private equity exits in emerging markets*. Emerging Markets Review, 29, p. 146.

Come illustrato nel grafico sopra, i volumi delle exit seguono fedelmente l'andamento del ciclo economico, con picchi evidenti prima delle crisi e brusche contrazioni durante gli shock finanziari, confermando la capacità (o la necessità) dei gestori di "cronometrare" il mercato (market timing).³⁰

Ciononostante, la relazione tra crescita economica e attrattività del Private Equity non è sempre lineare. Rossi, Capasso et al. (2025) offrono una prospettiva istituzionale, suggerendo che la stabilità del quadro normativo possa talvolta prevalere sui puri indicatori di crescita. Nel loro modello, fattori come la protezione della proprietà intellettuale risultano predittori più significativi dell'attrattività degli investimenti rispetto alla semplice crescita del PIL o al livello di tassazione. Questo implica che, in fasi di ciclo economico incerto, i fondi di Private Equity tendano a privilegiare mercati che offrono certezze istituzionali e tutele legali robuste, considerandole un prerequisito fondamentale per operare, ancor prima delle prospettive di espansione economica immediata.³¹ In definitiva, i fattori esterni agiscono su due livelli: da un lato, le variabili macroeconomiche (PIL, inflazione) e gli shock di mercato dettano il timing e la fattibilità finanziaria dell'exit, penalizzando in particolare le IPO nei periodi di volatilità; dall'altro, la qualità dell'ambiente istituzionale funge da ancora di stabilità, influenzando l'allocazione geografica dei capitali e la propensione al disinvestimento.

³⁰ Ivi, pp. 136-137, 146, 149.

³¹ Cfr. Rossi, M., Capasso, A., Pereira, B., Salloum, C., & Meriane, Y. (2025). *Exploring cross-country influences on private equity investment*. *Review of Accounting and Finance*, 24(5), pp. 659, 677-678.

1.6 Tendenze globali recenti: l'influenza di crisi sanitarie, conflitti e politiche commerciali sulle exit

Le recenti dinamiche internazionali del Private Equity riflettono le problematiche di adattamento agli shock esogeni, che ridefiniscono le strategie gestionali e le exit.

Il periodo post-pandemico ha fatto emergere un importante dato: le società target del Private Equity hanno avuto una migliore capacità di resilienza rispetto ai competitor che non hanno ricorso a questo tipo di finanziamento.

Eppure, come nota Lavery (2024), il risultato positivo deriva non tanto da un supporto attivo durante la pandemia, quanto piuttosto dall'accurata selezione ex ante delle aziende target, che comunque hanno presentato una performance minore rispetto ai periodi pre-pandemia.

Le imprese target che si trovavano già in condizioni di vulnerabilità prima del COVID, hanno registrato tassi di sofferenza finanziaria significativi, nonostante il backing dei fondi.³²

A questa situazione si sono sovrapposte le conseguenze del conflitto russo-ucraino, che ha agito da acceleratore per alcune tendenze strutturali. Secondo l'indagine di Kraemer-Eis et al. (2023) sugli investitori europei, la guerra ha inasprito le sfide legate all'inflazione, ai costi energetici e alle interruzioni delle catene di approvvigionamento, impattando negativamente sia sul fundraising - o raccolta di capitali - che sulle opportunità di exit.

Ciononostante, il conflitto non ha frenato, ma anzi ha rafforzato, l'attenzione verso i criteri ESG (Environmental, Social, and Governance) e la digitalizzazione. La transizione energetica e la sicurezza tecnologica sono

³² Cfr. Lavery, P., & Wilson, N. (2024), *The performance of private equity portfolio companies during the COVID-19 pandemic*, Journal of Corporate Finance, 89, 102641

divenute priorità di investimento imprescindibili per mantenere l'attrattività degli asset in un mercato avverso al rischio.³³

Infine, il panorama attuale del 2025 è segnato dal ritorno di politiche protezionistiche, in particolare con i nuovi dazi commerciali introdotti dall'amministrazione Trump.

Sebbene l'incertezza tariffaria abbia generato un rallentamento generale nel deal making globale e nella liquidità disponibile per le exit (soprattutto in Europa), il settore del Private Equity statunitense mostra una inaspettata robustezza. Come riportato da FocusRisparmio (2025), i portafogli dei gestori appaiono meno esposti del previsto alla guerra commerciale, poiché hanno spesso un'esposizione limitata a settori dipendenti dalle importazioni critiche (come componentistica farmaceutica o semiconduttori). Al contrario, la "Trumpeconomics" viene letta da alcuni operatori come una potenziale fonte di nuove opportunità di investimento nel mercato interno di fascia medio-bassa, capace di offrire rendimenti corretti per il rischio interessanti nonostante la volatilità macroeconomica.³⁴

1.7 La crisi delle exit strategy nel Private Equity globale

Il problema principale del Private Equity risiede nel fatto che si sta attraversando un'emergenza sistemica legata al "blocco" delle exit. Gli esperti del settore

³³ Cfr. Kraemer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Lang, F., Lorenzen, S., & Diegel, W. (2023), *Entrepreneurial Finance and the Russian War against Ukraine: a Survey of European Venture Capital and Private Equity Investors*, EIF Working Paper 2023/89.

³⁴ Cfr. Santilli, C. (2025). *Il private equity non teme i dazi di Trump: ecco perché*, FocusRisparmio, <https://www.focusrisparmio.com/news/private-equity-dazi-trump-gestori> (Consultato a Dicembre 2025).

parlano ormai apertamente di “emergenza”: il flusso di disinvestimenti si è interrotto, mettendo a rischio la capacità di rimborsare i Limited Partners.

Secondo quanto emerso dal confronto con gli operatori del settore (in particolare appartenenti alla rete Azimut), la difficoltà risulta essere la limitazione della continuità dei flussi, in particolare il modello classico del Leveraged Buyout ha raggiunto una fase di saturazione durante l'era dei tassi a zero. In seguito a tale periodo sono quindi risultate più ardue le modalità di disinvestimento, lasciando i General Partners con portafogli pieni di partecipazioni senza la possibilità di liquidarle rapidamente tramite le exit tradizionali.

Il problema principale di tale situazione è il rischio, non solo tecnico, ma soprattutto di una potenziale crisi di liquidità per i Limited Partners.³⁵

1.7.1 Il contesto attuale: stretta finanziaria, calo di IPO, fondi sotto pressione

L'instabilità politica e geopolitica, combinata con persistenti strette monetarie ha determinato un blocco sostanziale delle operazioni di disinvestimento.

In tale scenario, il canale tradizionale della quotazione in borsa (IPO) quale strumento di disinvestimento si è progressivamente esaurito per i fondi di Private Equity. Contrariamente a quanto affermato dal settore secondo cui il mercato delle IPO sarebbe inattivo, un'analisi più accurata rivela una situazione differente: il mercato delle Initial Public Offering è caratterizzato da un'elevata selettività.

L'assenza delle quotazioni si può ricondurre al fatto che le operazioni di quotazione richiederebbero significative svalutazioni dei valori contabili delle partecipazioni (NAV - Net Asset Value).

³⁵Le considerazioni riportate in questo paragrafo sono lo sviluppo di spunti e analisi del contesto, condivise durante colloqui informali con consulenti finanziari del Gruppo Azimut, focalizzati sulle criticità recenti del contesto del Private Equity.

Bain & Company (2025) conferma che, sebbene ci sia stata una ripresa nominale dei valori di exit nel 2024, le distribuzioni di capitale agli investitori in rapporto al NAV sono crollate ai minimi dell'ultimo decennio, creando un "deficit di flusso di cassa" che sta mettendo sotto pressione l'intera catena di raccolta fondi.³⁶

1.7.2 Le difficoltà di disinvestimento: “asset incagliati” e compressione dei multipli

La riluttanza dei gestori dei fondi a svalutare le partecipazioni patrimoniali ha determinato un accumulo senza precedenti di partecipazioni illiquide, caratterizzate cioè da una liquidità ridotta o assente.

Le valutazioni interne dei fondi, spesso descritte dai consulenti finanziari più come un esercizio discrezionale o soggettivo, che, come una scienza esatta, tendono a mostrare una rigidità verso i ribassi, rispetto ai valori di mercato che subirebbero una compressione in caso di vendita effettiva.

Per evitare le svalutazioni delle partecipazioni e mantenere le commissioni di gestione (calcolate sugli asset in gestione e non sul realizzato), molti fondi evitano la vendita a terzi, creando operazioni di finanza strutturata come i NAV Loans. Questi ultimi risultano essere finanziamenti, garantiti dal portafoglio illiquido, mediante i quali i fondi distribuiscono dividendi agli investitori in assenza di effettive liquidazioni, posticipando così il momento della eventuale svalutazione degli asset.

³⁶ Cfr. Bain & Company. (2025). Global Private Equity Report 2025. <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/> , (Consultato a Dicembre 2025).

1.7.3 *Conseguenze strategiche: crescita dei Secondary Buyout e delle exit “soft”*

Per aggirare l'ostruzione delle uscite tradizionali, l'industria ha sviluppato "exit artificiali" che stanno riconfigurando le strategie del settore. Tra queste spiccano i Fondi di Continuazione (Continuation Funds), veicoli in cui un GP vende a sé stesso (o a un nuovo veicolo da lui gestito) gli asset in portafoglio, utilizzando capitale di nuovi sottoscrittori per liquidare i vecchi. Sebbene presentati come strumenti per estendere la creazione di valore, tali strutture destano preoccupazioni per i potenziali conflitti di interesse e per le valutazioni spesso non soggette a una vera verifica di mercato. Parallelamente, cresce il mercato secondario e si moltiplicano le operazioni di Secondary Buyout (vendita da fondo a fondo), che non risolvono il problema sistemico ma spostano il rischio su altri attori. Una tendenza emergente e controversa è infine la spinta verso la "democratizzazione" degli asset illiquidi, ovvero il tentativo di inserire questi prodotti nei portafogli previdenziali e retail per creare una nuova "via di uscita" per gli investitori istituzionali bloccati, scaricando il rischio di illiquidità sui piccoli risparmiatori.³⁷

³⁷ Cfr. Santilli, C. (2025). *Il private equity non teme i dazi di Trump: ecco perché*, FocusRisparmio, <https://www.focusrisparmio.com/news/private-equity-dazi-trump-gestori> (Consultato a Dicembre 2025).

Capitolo 2

Il mercato europeo e italiano delle exit: dinamiche, ostacoli e prospettive

Il quadro teorico e internazionale delinato nel primo capitolo fornisce le basi per restringere ora l'analisi. Il capitolo si concentrerà prima sulle dinamiche del mercato europeo per poi addentrarsi nelle peculiarità del mercato italiano.

Recentemente, il mercato dei capitali privati ha vissuto un processo di espansione tale da renderlo una risorsa fondamentale per il finanziamento dell'economia reale. Tuttavia, non mancano le disparità che si evidenziano nelle diverse piazze finanziarie europee.

Attraverso lo studio di dinamiche emblematiche - come il fenomeno del "UK for Sale" e il recente ingorgo delle dismissioni (exit backlog) che affligge i portafogli dei gestori - si metteranno in luce i fattori critici che determinano oggi il successo o il fallimento di un disinvestimento in Europa, in una fase storica dove la liquidità non è più garantita dalla semplice espansione dei multipli.

Il capitolo poi si focalizzerà sul contesto nazionale, di cui verranno analizzati dimensioni, tipologie di target e le peculiarità di un territorio dominato dalle Piccole e Medie Imprese (PMI).

In particolare, quest'ultima singolarità spiega il limitato ricorso alla quotazione come strategia di uscita, a vantaggio della cessione a partner industriali (Trade Sale) o la vendita ad altri fondi (Secondary Buyout).

Un passaggio fondamentale consiste nell'esaminare quali siano oggi le barriere normative e fiscali che rallentano le procedure di exit. È proprio per superare tali barriere che gli operatori in Italia hanno dovuto ricalibrare le proprie strategie di

uscita. La trattazione esplorerà le risposte più innovative adottate dai gestori, i quali, per aggirare la volatilità dei listini azionari e la cautela dei compratori tradizionali, stanno ricorrendo sempre più a soluzioni di liquidità alternative, come le forme di exit "soft" (tra cui i Continuation Fund) e l'utilizzo ormai sistemico dei Secondary Buyout.

Infine, per garantire una prospettiva critica, il capitolo si chiuderà analizzando il divario strutturale italiano attraverso un confronto diretto con i modelli di exit europei. Misurare la distanza che separa il nostro sistema da mercati continentali più maturi e liquidi, come quello francese o anglosassone, permetterà di inquadrare oggettivamente le debolezze sistemiche del nostro Paese. Comprendere questi limiti rappresenta, infatti, il passaggio fondamentale per introdurre le nuove sfide del settore.

2.1 Evoluzione del mercato europeo del PE e impatto sulle exit

Nell'ultimo ventennio, il mercato del Private Equity europeo ha subito una trasformazione tutt'altro che moderata. Il cambiamento ha portato il settore da un ruolo di nicchia a una componente strutturale dei portafogli istituzionali.

L'analisi storica condotta da Morri, Perini e Anconetani (2021) vede la crescita dei veicoli non quotati (non-listed vehicles) il motore principale di questa espansione, iniziata intorno alla fine degli anni Novanta. Il motivo iniziale di tale prima fase espansionistica deriva dalla necessità di diversificazione del portafoglio degli investitori europei. Si era creata la necessità di trovare asset alternativi, poco correlati con i mercati azionari e obbligazionari - che rappresentavano la parte preponderante degli investimenti del vecchio continente - in modo da proteggersi dall'inflazione, e tale scelta era ricaduta sulle attività reali e private come il Private Equity.

Tuttavia, questa evoluzione ha portato delle modifiche alle dinamiche di uscita. Negli anni precedenti alla crisi finanziaria del 2007, la liquidità in costante aumento ha permesso exit rapide e spesso basate sulla pura espansione dei multipli. Tale crisi ha marcato una separazione, imponendo una selezione naturale: come evidenziato da Morri et al., i fondi lanciati negli anni precedenti al 2007 (i cosiddetti “vintage years” 2005-2007) hanno riscontrato problemi ben maggiori nella fase di exit, rispetto ai fondi nati nella fase di ripresa (2010-2012), dimostrando ancora come il ciclo economico sia determinante per il successo della fase di liquidazione.³⁸

Oggi, nel biennio 2024-2025, il mercato europeo è collocabile in una fase di maturità. La capacità di generare uscite efficaci non dipende più solo dalla leva finanziaria, ma da variabili interne, come ad esempio il sistema commissionale. Morri et al. (2021) dimostrano empiricamente che commissioni di gestione (le cosiddette “management fees”) smisurate o costi di rimborso (“redemption fees”) mal calibrati logorano le capacità reddituali dell’investimento nel Private Equity. La conseguenza di tali aspetti ha spinto gli investitori alla ricerca di uscite più certe e limpide che giustificassero i sacrifici economici derivanti dalle commissioni. Perciò le modalità di exit sono tese più verso i mercati privati secondari, che garantiscono una liquidità programmata, piuttosto che verso le volatilità che caratterizzano le quotazioni.³⁹

³⁸ Cfr. Morri, G., Perini, U., & Anconetani, R. (2021). Performance determinants of European private equity real estate funds. *Journal of European Real Estate Research*, 14(2).

³⁹ Cfr. Bain & Company (2024). *Global Private Equity Report 2024*, <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/2024/>, (consultato a Gennaio 2026).

2.1.1 Volumi e frequenza delle exit nei principali Paesi UE

La scelta tra le diverse strategie di uscita non riscontra uniformità all'interno del continente europeo. Il centro indiscusso del settore del Private Equity si riscontra nel Regno Unito, seguito a distanza dall'Europa continentale.

I dati raccolti da Morri, Perini e Anconetani (2021) su un campione di 360 fondi europei evidenziano tale affermazione: il territorio inglese ha storicamente attratto il 46% dei veicoli di investimento, confermandosi il mercato più profondo e liquido per le transazioni. L'egemonia britannica ha evidenziato Londra come il luogo in cui avvengono le exit di maggiori dimensioni. Ciò è dovuto ad un ecosistema di servizi finanziari e legali che facilita sia le quotazioni che le exit secondarie.

Nel Regno Unito le exit transfrontaliere sono molto frequenti, mentre nei paesi dell'Unione Europea i fondi preferiscono concentrarsi su target nazionali. Il motivo di tale scelta dipende dalle normative locali e dalle caratteristiche specifiche del tessuto imprenditoriale di ogni nazione.

I Paesi Nordici e i Paesi Bassi occupano una posizione singolare: pur contando una quota limitata del mercato (intorno al 7-10%), risaltano per regole più chiare e processi di disinvestimento più semplici.

Dopo la Brexit, la situazione sta subendo un cambiamento. Il Regno Unito mantiene il primato per volumi complessivi, ma il volume delle uscite nell'Europa continentale è in aumento, soprattutto in Francia e Germania. Tale evento è dovuto alla necessità dei fondi di Private Equity di ripartire il country risk - o rischio paese. Tuttavia, resta fermo un principio: maggiore è la maturità del mercato di Private Equity in un paese, più agevole diventa l'adozione della strategia di uscita. Nei paesi come il Regno Unito, dove storicamente il fundraising è più alto, le occasioni per vendere restano disponibili per un periodo

superiore. Invece nei mercati periferici le exit sono maggiormente ancorate ai cicli economici e risultano più instabili.⁴⁰

2.1.2 Case study emblematici: il “UK for Sale”, l’ingorgo delle exit e il divario strutturale europeo

Al fine di comprendere l’andamento delle exit europee odierne, è necessario porre l’attenzione a tre elementi che condizionano le scelte dei General Partners: le opportunità di arbitraggio sul mercato britannico, l’invecchiamento dei portafogli di Private Equity e la difficoltà delle imprese europee alla quotazione in borsa.

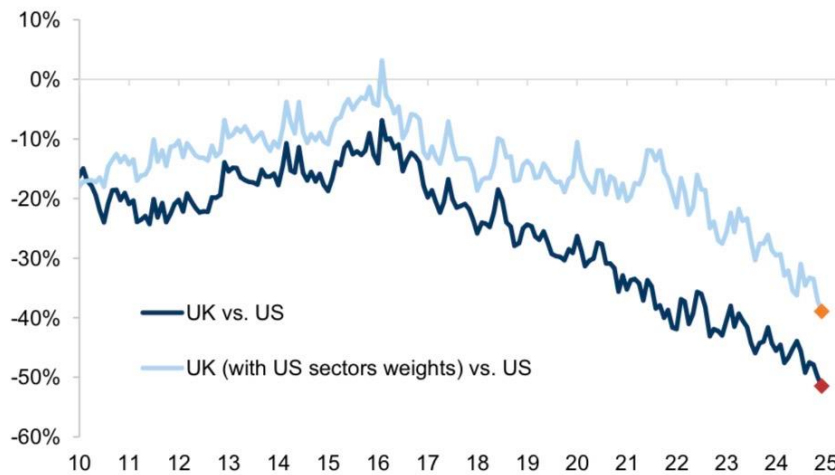
Il primo elemento di attenzione riguarda il Regno Unito. L’analisi condotta da Goldman Sachs (2024), evidenzia una problematica nelle valutazioni: il mercato azionario britannico ha un valore nettamente inferiore a quello americano. Ciò non dipende unicamente dalla diversa componente settoriale, quanto piuttosto da un vero e proprio divario valutativo. Il divario tra le aziende britanniche e quelle americane è enorme: i multipli P/E differiscono di decine di punti percentuali.

Tale condizione ha perciò provocato due conseguenze: le aziende inglesi traslano la loro attenzione e la loro quotazione verso il mercato americano, in modo da avere valutazioni superiori, mentre il settore del Private Equity ha messo in moto un’operazione di acquisto nei confronti delle società quotate - tale operazione è anche definita Take-Private. Perciò i fondi hanno individuato nel mercato inglese un luogo dove individuare ed acquistare società target a prezzi più che favorevoli.⁴¹

⁴⁰ Cfr. Morri, G., Perini, U., & Anconetani, R. (2021). Performance determinants of European private equity real estate funds. *Journal of European Real Estate Research*, 14(2).

⁴¹ Cfr. Goldman Sachs Research. (2024). *UK Equities: New York Calling*. pp. 1-2.

Figura 2.1 Il divario di valutazioni tra UK e USA.



Fonte: Goldman Sachs, 2024.⁴²

Il mercato britannico mostra caratteristiche favorevoli alla fase di entrata, al contrario però accade per il disinvestimento. Ed è proprio questo il secondo elemento di questa analisi: l'invecchiamento dei portafogli causati dalla difficoltà di uscita.

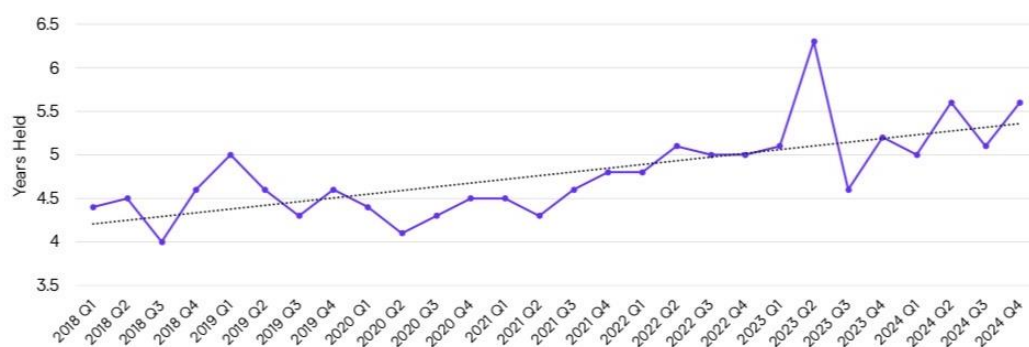
Come evidenziato dal report di SPS (2025), nel Regno Unito, si è verificata una concentrazione di stock invenduto. Ciò ha inevitabilmente portato ad un'estensione dell'holding period medio come non si era mai vista negli ultimi

⁴² Il grafico illustra il divario di valutazione tra le azioni britanniche e americane. L'asse delle ordinate (y) indica la percentuale di sconto del mercato UK rispetto agli USA. Nell'asse delle ascisse (x) troviamo l'orizzonte temporale. La linea "UK vs US" traccia la differenza complessiva, mentre la linea "with US sectors weights" evidenzia come questo sconto rimanga anche neutralizzando le componenti settoriali. Ciò conferma quanto detto nel testo, ovvero che le società quotate UK sono target ideali per i fondi di Private Equity.

Goldman Sachs Research. (2024). UK Equities: New York Calling. pp. 1-2.

due decenni. Si è creato un vero ingorgo: molti investimenti non vengono liquidati a causa della volatilità dei prezzi e al continuo cambiamento dei tassi di interesse. I General Partners, cercando una soluzione a tale situazione, abbandonano l'idea della quotazione come strategia di uscita, spingendosi verso strade alternative come il Secondary Buyout o il Trade Sale.⁴³

Figura 2.2: Aumento del periodo di detenzione degli asset



Fonte: SPS Harvest Report, 2025.⁴⁴

Osservando la capacità di crescita nel lungo termine, emerge un problema che riguarda l'intero continente europeo. Atomico nel suo report (2024) mostra una situazione bloccata nel campo delle quotazioni in borsa. Il valore dei disinvestimenti ha subito un calo difficilmente trascurabile nel biennio 2023-2024; ciò è dovuto principalmente alla difficoltà legate alla quotazione.

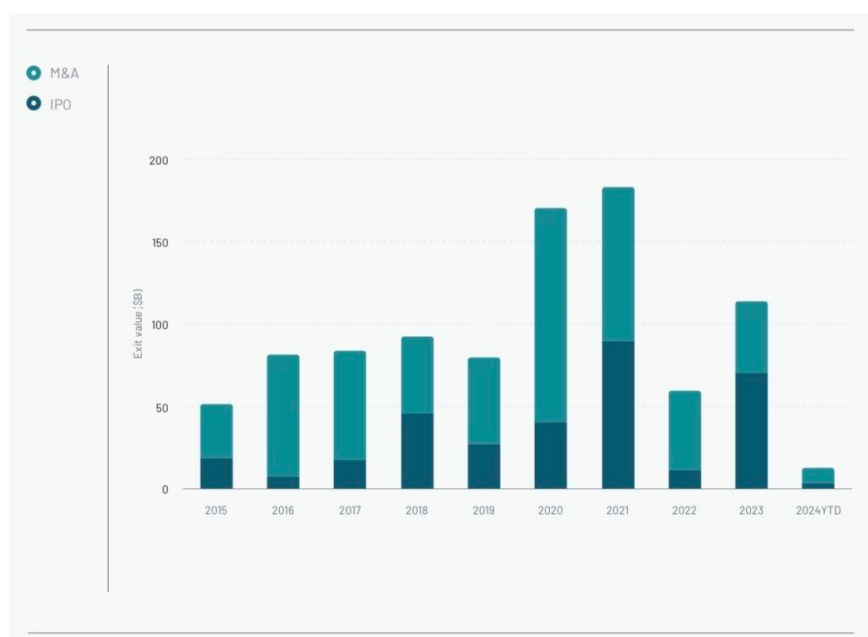
Il report propone degli esempi chiari: aziende tech europee come Revolut e Bolt sono pronte per la quotazione, ma stanno cercando di individuare la finestra

⁴³ Cfr. SPS by With Intelligence. (2025). Private Equity Harvest Report 2025.

⁴⁴ Cfr. SPS by With Intelligence. (2025). Private Equity Harvest Report 2025.

temporale più favorevole oppure stanno guardando direttamente al mercato americano. Un caso concreto è Klarna, che si trovava nella stessa circostanza e alla fine ha scelto di quotarsi nel mercato americano.⁴⁵

Figura 2.3: Crollo del valore delle exit in Europa



Fonte: Atomico, 2024.⁴⁶

Questo fenomeno è tutt'altro che casuale, ma è la conseguenza di ciò che il Joint Research Centre (JRC) della Commissione Europea definisce "Scale-up Gap". Mason et al. nel loro studio evidenziano un dato importante: l'Europa crea con

⁴⁵ Cfr. Atomico. (2024). State of European Tech 2024.

⁴⁶ Il grafico evidenzia il calo dei volumi di uscita nel biennio 2023-2024 rispetto ai picchi del 2021, confermando la difficoltà, nell'attuale contesto economico, di realizzare liquidità. Atomico. (2024). State of European Tech 2024.

facilità nuove imprese, ma riscontra problemi importanti nella fase di finanziamento dell'espansione - o "late stage". Il risultato di tale situazione è la vendita prematura - spesso a compratori esteri - delle imprese innovative oppure il loro spostamento verso piazze finanziarie più liquide come il Nasdaq.⁴⁷

Ciò comporta che il bacino di potenziali campioni da quotare, per i gestori del Private Equity, risulta limitato strutturalmente dalla frammentazione dei mercati dei capitali europei.

2.2 Fattori critici per la riuscita delle exit in Europa

Attualmente il continente europeo, si trova ad affrontare dei mutamenti riguardanti l'efficacia delle exit. Mentre in passato si potevano ottenere risultati redditizi unicamente grazie all'utilizzo della leva finanziaria - avendo un mercato altamente liquido - , ad oggi i dati recenti e gli studi accademici evidenziano un cambio di strategia, orientata alla creazione di valore. Perciò la riuscita di una strategia di exit non è influenzata solo dalle variabili macroeconomiche, ma anche dalla capacità del gestore di agire sulle variabili interne della società target.

Un elemento a cui i General Partners devono prestare attenzione per ottenere risultati positivi in Europa, riguarda la crescita organica dei margini. Come evidenziato da Achleitner, Braun et al. nel loro studio sui buyout europei, l'elemento che ha maggior impatto nella performance finale - al netto della leva finanziaria - è l'incremento dell'EBITDA generato dalla detenzione della target dal fondo di Private Equity.

⁴⁷ Cfr. Mason, C., Quas, A., et al. (2022). Tackling the Scale-up Gap. Joint Research Centre (JRC), European Commission.

Nel mercato statunitense l'arbitraggio sui multipli ha avuto un impatto molto importante nel corso del tempo, al contrario di quanto accaduto nel mercato europeo dove è la capacità di implementare miglioramenti operativi concreti - il cosiddetto *operational engineering* - a giustificare il premium price in fase di vendita.⁴⁸ In tale contesto, dove il debito è particolarmente costoso, il valore di uscita si costruisce con modifiche interne e non scommettendo solo su dinamiche di mercato favorevoli.

Un problema che riguarda i gestori è la sfida della valutazione. Lo studio di Gompers et al. sul processo decisionale dei fondi di Private Equity mette in luce come l'espansione dei multipli - cioè la vendita a un rapporto P/E o EV/EBITDA maggiore rispetto al momento di acquisto - venga considerata fin dall'inizio come uno degli elementi principali per la creazione di rendimento.⁴⁹

Il problema odierno riguarda proprio questo elemento: con le valutazioni di mercato sotto pressione, i gestori non possono più aspettarsi un aumento autonomo dei multipli, ma devono cogliere il market timing al fine di avere una exit efficace oppure devono riposizionare l'azienda verso settori che hanno comunque una valutazione elevata, nonostante la crisi - come il settore tecnologico o della sanità.

Ad aggravare ulteriormente lo scenario interviene la tempistica dell'investimento, che nel biennio 2024-2025 è diventato un fattore di particolare attenzione. Il report di SPS mostra un fenomeno di invecchiamento tutt'altro che trascurabile dei portafogli: il periodo di detenzione medio ha subito

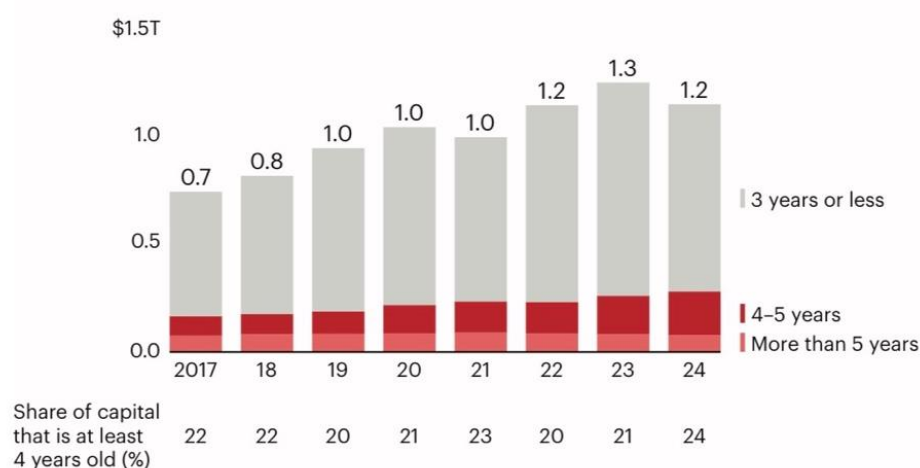
⁴⁸ Cfr. Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C., & Tappeiner, F. (2010). Value creation drivers in private equity buyouts: Empirical evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, 13(2).

⁴⁹ Cfr. Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What Do Private Equity Firms Say They Do? *Journal of Financial Economics*, 121(3).

un'estensione tale da superare i canonici cinque anni. Tale fenomeno - definito backlog - riguarda un accumulo di asset invenduti che ha costretto i gestori ad evolvere nella loro strategia operativa. Il risultato ha comportato l'abbandono della percezione di dover attendere la exit ideale via IPO, in modo da apportare disinvestimenti più pragmatici e ibridi.⁵⁰

Secondo Bain & Company, alla luce del contesto esposto finora, l'abbondanza di capitale non ancora investito - dry powder - presso i fondi concorrenti, unita alla maturità del settore, rende oggi il mercato secondario la via d'uscita più logica e percorribile.

Figura 2.4: L'invecchiamento del Dry Powder Globale



Fonte: Bain & Company, Global Private Equity Report 2025.⁵¹

⁵⁰ Cfr. SPS by With Intelligence. (2025). Private Equity Harvest Report 2025. p. 3.

⁵¹ L'andamento del dry powder globale mostra una discrepanza tra la raccolta di fondi e l'effettivo impiego di capitale. L'aumento della quota di capitale vecchio (4-5 anni) nel 2024 suggerisce difficoltà nel chiudere operazioni a valutazioni corrette, portando ad un ingorgo di liquidità che dovrà essere necessariamente smaltita nei prossimi cicli di investimento.

Oggi l'exit si gioca quindi sulla capacità del gestore di essere flessibile: vendere l'asset non al mercato pubblico, ma a un altro fondo (exit Sponsor-to-Sponsor) oppure attraverso veicoli di continuazione, accettando valutazioni più contenute pur di sbloccare il capitale e restituire liquidità agli investitori.⁵²

2.3 Il mercato italiano: dimensioni, attori e specificità

Spostando l'attenzione dal contesto continentale alla realtà domestica, l'industria del Private Equity in Italia presenta delle caratteristiche profondamente radicate nel tessuto imprenditoriale nazionale. A livello globale il settore ha affrontato turbolenze macroeconomiche, creando una contrazione dei volumi, mentre il mercato italiano ha dimostrato una notevole resilienza, confermandosi non più come una nicchia finanziaria, ma come un pilastro strutturale per la crescita dell'economia reale.

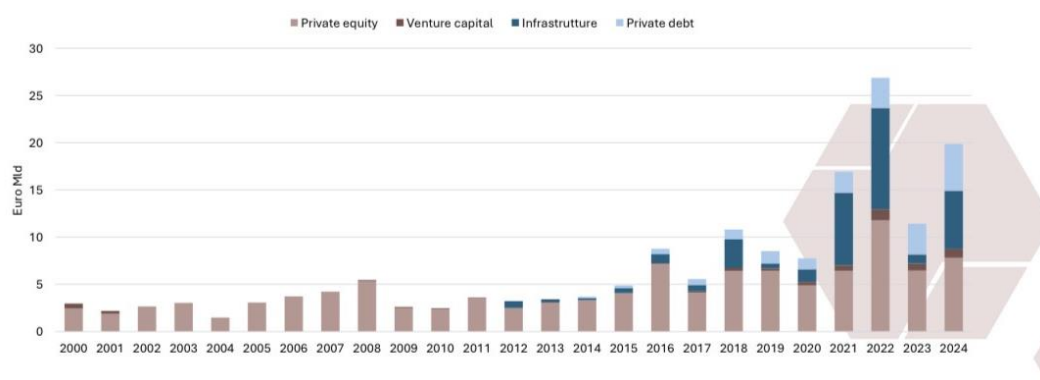
I dati forniti da AIFI e KPMG evidenziano come il mercato italiano abbia raggiunto una fase di maturità, caratterizzata da una stabilità nei volumi di investimento e da una progressiva specializzazione degli operatori. A differenza dei modelli anglosassoni, spesso orientati verso mega-deal e leve finanziarie aggressive, il modello italiano si è consolidato attorno al segmento del Mid-Market e al supporto delle Piccole e Medie Imprese (PMI). In questo scenario, il Private Equity assume spesso il ruolo di partner industriale, intervenendo per

Cfr. Bain & Company. (2025). Global Private Equity Report 2025. <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/> (consultato a Gennaio 2026).

⁵² Cfr. Bain & Company. (2025). Global Private Equity Report 2025. <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/> (consultato a Gennaio 2026).

risolvere tematiche di passaggio generazionale o per fornire i capitali necessari all'internazionalizzazione delle "eccellenze tascabili" del Made in Italy.⁵³

Figura 2.5: Evoluzione storica dei volumi di investimento nel mercato italiano del Private Capital



Fonte: AIFI, Equita & MCP, 2025.⁵⁴

Ciò malgrado, questa specificità dimensionale porta con sé delle sfide uniche, specialmente nella fase di disinvestimento. Come vedremo nei paragrafi successivi, la prevalenza di aziende a conduzione familiare e la dimensione ridotta dei target influenzano direttamente le strategie di exit, rendendo percorsi come l'IPO meno praticabili rispetto ad altri mercati e favorendo soluzioni alternative come il Trade Sale.

Nelle sezioni che seguono, analizzeremo nel dettaglio la composizione degli attori che animano questo ecosistema, le ragioni strutturali che guidano la preferenza per le vendite private e gli ostacoli normativi che ancora frenano la piena efficienza delle uscite nel nostro Paese.

⁵³ Cfr. AIFI, Equita & Mindful Capital Partners. (2025). Private equity: un'industria in evoluzione.

⁵⁴ Ibidem.

2.3.1 Composizione del mercato PE in Italia: fondi, target e settori chiave

Il mercato italiano del Private Equity presenta caratteristiche tutt'altro che affini al mondo anglosassone, con una composizione che rispecchia accuratamente il complesso aziendale nazionale. Scomponendo il mercato al fine di cogliere la composizione dei partecipanti e delle imprese target, risalta la forte attenzione, da parte dell'ecosistema, nei confronti del segmento Mid-Market, oltre alla presenza di capitale finanziario che si affianca a quello familiare.

Nel panorama italiano si registra una presenza rilevante di operatori domestici, tipicamente focalizzati su operazioni di small e mid-cap. Una tendenza recente da sottolineare è la forte crescita dell'attività di raccolta, che ha segnato un aumento del 61% nel primo semestre del 2025 rispetto al primo semestre del 2024, con un incremento di 29 operatori.⁵⁵

Conoscere la provenienza dei fondi è fondamentale al fine di comprendere l'influenza sulla tipologia di deal: da un lato abbiamo i fondi internazionali che puntano ai grandi affari o alla privatizzazione delle società quotate, dall'altro abbiamo il mercato nazionale caratterizzato dalla presenza preminente di fondi italiani. Questi svolgono un ruolo cruciale non solo come apportatori di liquidità, ma come veri partner strategici per l'internazionalizzazione delle imprese, spesso supportati da investitori istituzionali e da aiuti pubblici come il Fondo Italiano d'Investimento.⁵⁶

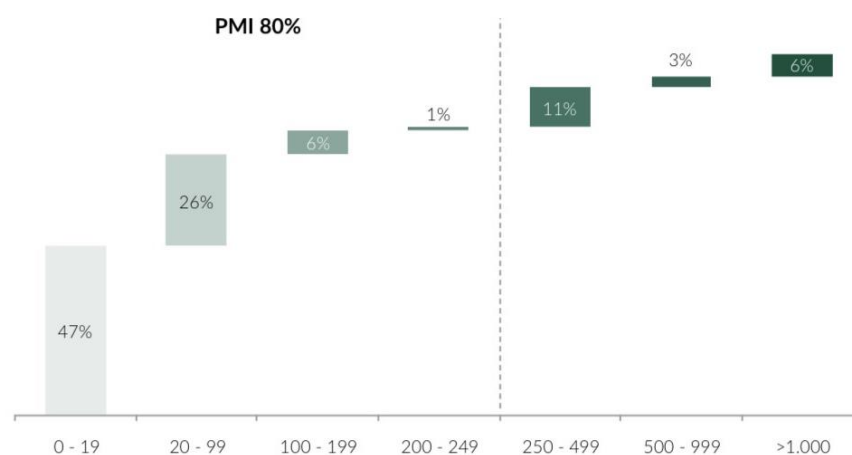
La differenza principale tra il mercato italiano e quello mondiale risiede nella natura delle società target. Negli Stati Uniti, ad esempio, prevale il fenomeno di Public-to-Private, cioè di privatizzazione di grandi aziende. Nel contesto

⁵⁵ Cfr. AIFI & PwC. (2025). Il mercato italiano del private equity e venture capital nel I semestre 2025. p. 2, 15.

⁵⁶ Cfr. AIFI. (2024). *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*.

nazionale, al contrario, è presente un particolare interesse nei confronti delle Piccole-Medie imprese (PMI) a conduzione familiare.

Figura 2.6: Distribuzione degli investimenti per dimensione aziendale: la prevalenza delle PMI nel mercato italiano



Fonte: AIFI, 2024.⁵⁷

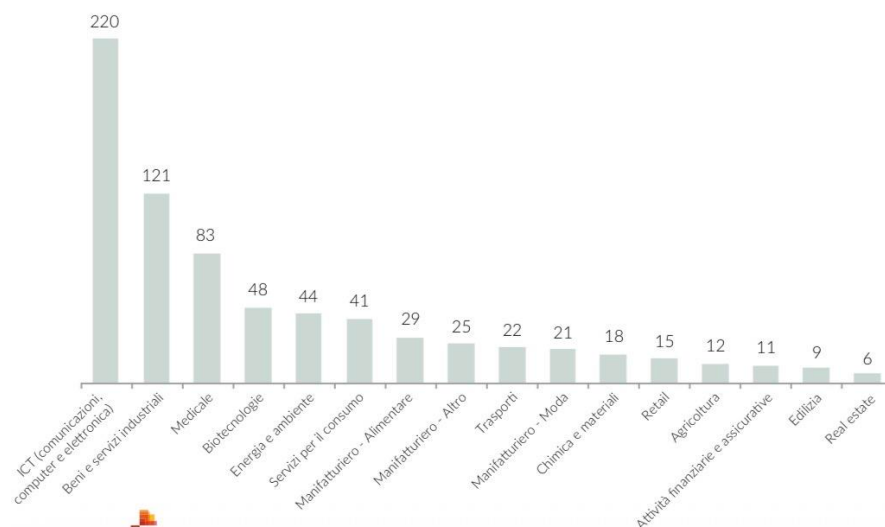
Il Private Equity italiano interviene spesso per fini manageriali: risolve particolari passaggi generazionali o ristruttura l'assetto interno, apportando un'organizzazione moderna. L'analisi dei "Campioni del Private Equity" - ovvero le aziende premiate per la miglior crescita in seguito all'investimento - conferma che le migliori operazioni risultano essere quelle in cui il fondo supporta i processi di aggregazione su aziende familiari con dimensioni limitate. Queste, in seguito alle modifiche dei General Partners, perfezionano ulteriormente i loro risultati, trasformandosi in leader globali. Molti esempi

⁵⁷ Ibidem.

dimostrano come il target ideale non sia l'azienda in crisi, ma l'eccellenza industriale che necessita di capitali per emergere.⁵⁸

Sul fronte settoriale, il 2024 e il primo semestre del 2025 hanno confermato una direzione ben precisa. Il campo delle tecnologie, dell'informazione e della comunicazione (ICT) mantiene il primato per numero di operazioni, spinto dalla digitalizzazione capillare e dalla scalabilità dei modelli di business software.

Figura 2.7: Distribuzione settoriale degli investimenti di Private Equity in Italia



Fonte: AIFI, 2024.⁵⁹

Tuttavia, l'asse portante del mercato rimane il comparto dei Beni e Servizi Industriali, rispecchiando la vocazione del "Made in Italy".

⁵⁸ Cfr. AIFI & EY. (2024). *I Campioni del Private Equity per le imprese di domani: Venti anni di Premio Dematté*.

⁵⁹ Cfr. AIFI. (2024). *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*.

Un terzo punto di attrazione è il settore Healthcare e Life Sciences, - con casi come Diasorin e Silicon Biosystems - che attrae capitali grazie alla sua tenuta anticiclica e alla forte innovazione. Secondo l'analisi della Rome Business School, emerge una frequenza ridotta di operazioni nel comparto bancario e assicurativo rispetto alla media europea, ciò conferma un orientamento verso l'economia reale e industriale da parte del mercato PE italiano, piuttosto che verso servizi finanziari puri.⁶⁰

2.3.2 Rarità di IPO e preferenza per trade sale

Una delle peculiarità che appartengono al mercato italiano del Private Equity - che lo differenziano dal mercato anglosassone - è la scarsa incidenza delle quotazioni in borsa - o Initial Public Offering, IPO - come strategia di uscita.

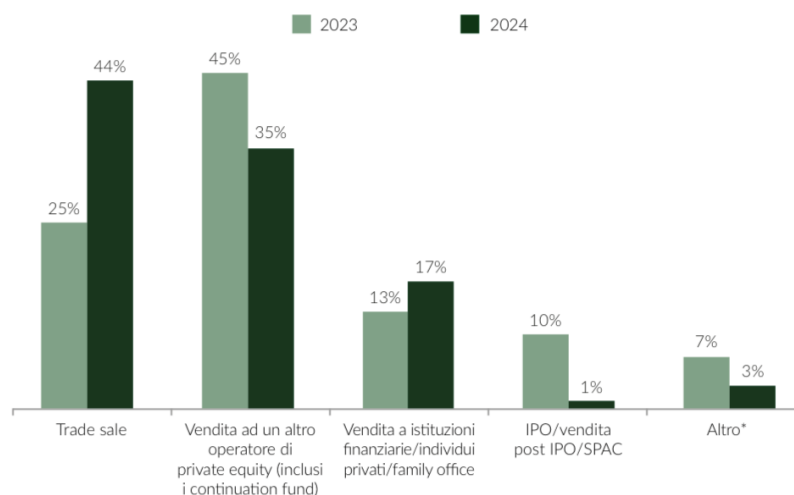
Analizzando i flussi in uscita emerge con chiarezza che la vendita diretta ha assunto posizioni di dominanza nel panorama italiano, dove, al contrario, la quotazione resta confinata ad un numero ristretto di operazioni che coinvolgono solo le imprese più strutturate e di maggior calibro.

I dati raccolti dall'AIFI nel report annuale del 2024 sottolineano un importante fenomeno: il Trade Sale risulta essere la strategia di uscita preponderante in Italia. I dati relativi al 2024 dimostrano come i General Partners abbiano fatto ricorso a questa exit in quasi un caso su due (44%), eleggendola a canale di disinvestimento principale.⁶¹

⁶⁰ Cfr. Rome Business School. (2024). *M&A e private equity in Italia. Analisi strategica e di mercato*.

⁶¹ Cfr. AIFI. (2024). *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*.

Figura 2.8: Ripartizione delle operazioni di disinvestimento in Italia per tipologia di canale



Fonte: AIFI, 2024.⁶²

Questa preferenza non dipende unicamente da considerazioni tattiche, ma affonda le radici nella natura stessa del tessuto produttivo italiano.

Come emerge dall'analisi di PEM - Private Equity Monitor, LIUC Business School - le società predilette dai fondi italiani sono - come detto in precedenza - le PMI a conduzione familiare, che non presentano le caratteristiche necessarie alla quotazione. Pur dominando i loro settori di appartenenza, le dimensioni e la struttura di governance risultano essere tutt'altro che adattabili alle rigorose condizioni della quotazione. Perciò, per le PMI target dei fondi italiani, il Trade Sale risulta una scelta più che naturale, capace di generare valore immediato e con meno complicazioni rispetto al mercato dei capitali pubblici.⁶³

⁶² Si nota la netta prevalenza della cessione a terzi (Trade Sale) rispetto alla quotazione in borsa. Ibidem.

⁶³ Cfr. LIUC Business School. (2024). *PEM Private Equity Monitor: Italia 2024*.

A conferma di tale tendenza contribuisce la percezione del rischio da parte degli operatori. Deloitte, nel suo Private Equity Confidence Survey per il primo semestre del 2025, evidenzia come l'instabilità dei mercati azionari abbia reso l'IPO una strategia di exit ancora meno preferibile.

I gestori adottano un approccio estremamente prudente, preferendo strategie di disinvestimento che diano sicurezza nei risultati e nella chiusura dell'operazione - la cosiddetta *certainty of execution*.

Inoltre, la continua volatilità dei tassi di interesse e l'incertezza sulle valutazioni di borsa amplificano i rischi legati alle IPO, come l'effettivo pericolo di una quotazione rinviata o collocata a prezzi deludenti.

La trattativa privata - che sia con un compratore industriale o con un altro fondo attraverso un Secondary Buyout - consente invece di blindare prezzo e condizioni senza restare in balia degli umori del mercato aperto.⁶⁴

In sostanza, in Italia la borsa viene vista più come una scelta riservata unicamente ai fuoriclasse nazionali che come un vero canale di liquidità per le operazioni mid-market.

2.3.3 Ostacoli normativi e di mercato alle exit in Italia

Nonostante la vitalità del tessuto imprenditoriale descritta nei paragrafi precedenti, la riuscita della strategia di exit in Italia si scontra con ostacoli di varia natura.

Ad affiancare i limiti strutturali che persistono nel mercato dei capitali italiano, si presentano nuove criticità legate all'incertezza fiscale per gli investitori esteri e al divario nelle valutazioni che spesso si crea durante le trattative.

⁶⁴ Cfr. Deloitte. (2025). *Italy Private Equity Confidence Survey - I Semestre 2025*.

Come anticipato, il regime fiscale crea svariate difficoltà, specialmente nel trattamento delle plusvalenze realizzate da fondi di Private Equity esterni all'Unione Europea.

Mentre i fondi UE beneficiano di esenzione o tassazione agevolata sui capital gain derivanti dalla vendita di partecipazioni italiane, permane una forte incertezza interpretativa per i fondi Extra-UE. Questa disparità normativa rischia di allontanare i grandi fondi globali - che sono spesso i principali acquirenti delle exit di maggior peso - che potrebbero trovarsi esposti ad una doppia imposizione fiscale.

L'assenza di una normativa chiara che equipari il trattamento dei fondi istituzionali esteri a quelli italiani funziona di fatto come un deterrente invisibile all'afflusso di capitali internazionali, rendendo l'Italia meno competitiva rispetto ad altre giurisdizioni europee più accoglienti verso gli investitori.⁶⁵

L'ostacolo di mercato riguarda il divario tra le aspettative di prezzo dei venditori e l'offerta dei potenziali acquirenti - il cosiddetto Bid-Ask Spread.

Come riportato da La Repubblica riguardo alle nuove dinamiche di M&A, i fondi in fase di vendita si scontrano con acquirenti che, a causa dell'alto costo del debito, non possono più offrire i generosi multipli del 2021.

Questo stallo costringe gli operatori a ideare operazioni più complesse, come le clausole di Earn-Out - cioè pagamenti differiti legati ai risultati futuri - o ad

⁶⁵Cfr. Ampolilla M., Rossi L., Tardini A., Diritto Bancario. (2024). L'ormai necessaria tutela fiscale degli investimenti realizzati in Italia dai fondi di private equity extra-UE, <https://www.diritto bancario.it/art/lormai-necessaria-tutela-fiscale-degli-investimenti-realizzati-in-italia-dai-fondi-di-private-equity-extra-ue/> (Consultato a Febbraio 2026).

operazioni per colmare il divario valutativo in modo da riuscire a chiudere l'exit.⁶⁶

Infine, permangono gli ostacoli strutturali, che il Ministro dell'Economia e delle Finanze (MEF) aveva già analizzato in passato. Tali tratti, che sono ancora ad oggi di estrema attualità, riguardano una scarsa liquidità e un numero ridotto di investitori istituzionali locali che rendono il mercato italiano un "Thin Market". Ciò contribuisce a rendere la quotazione un percorso particolarmente oneroso rispetto ad altri centri finanziari. A questo si somma una resistenza culturale tipica del capitalismo familiare italiano, che spesso mal digerisce l'idea di cedere completamente il controllo, complicando le exit che prevedono la vendita integrale delle quote a terzi.⁶⁷

In sintesi, chi punta a realizzare un'exit in Italia, deve destreggiarsi tra l'incertezza della burocrazia fiscale e lo scarso sviluppo del mercato dei capitali.

⁶⁶ Cfr. La Repubblica. (2025). Private Equity, come i grandi attori si stanno adattando alle nuove dinamiche del mercato M&A, https://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2025/06/25/news/private_equity_come_i_grandi_attori_si_stanno_adattando_alle_nuove_dinamiche_del_mercato_ma-424691976/ (consultato a Febbraio 2026).

⁶⁷ Cfr. Di Giorgio, G., & Di Odoardo, M. (2008). Venture Capital e Private Equity in Italia. MEF Working Papers.

Tabella 2.1: Principali barriere all'exit nel mercato italiano.

Tipologia di ostacolo	Ostacolo	Impatto sull'exit
Normativo/Fiscale	Tassazione incerta per fondi Extra-UE	Disincentiva i grandi buyer internazionali (es. fondi USA)
Mercato	Bid-Ask Spread elevato	Blocca le trattative o richiede strutture complesse (Earn-out)
Strutturale	Borsa piccola e poco liquida	Rende l'IPO rischiosa e costosa, favorendo il Trade Sale

2.4 Strategie di uscita preferite in Italia: logiche e limiti

Nel contesto italiano del Private Equity, le strategie di uscita non seguono più un esercizio lineare. La maggior pressione degli ingorghi nelle exit e le difficoltà di accesso alla quotazione hanno costretto i gestori a rivedere le priorità. Non si cerca unicamente la via più redditizia, ma anche la certezza di chiudere e di garantire liquidità costante ai Limited Partners.

In tale mercato, le strategie di uscita si sono fatte più sofisticate. Come emerge dalle analisi di SPS e Deloitte, gli operatori si stanno muovendo su due fronti per sbloccare il valore rimasto intrappolato nei portafogli. Si sperimentano strutture di vendita più creative attraverso soluzioni "soft" e transazioni private, che permettono di tenere in casa gli asset migliori riorganizzandone l'azionariato. La

vendita tra fondi - il Secondary Buyout - si è ormai affermata come un canale strutturale e non più di ripiego, capace di coniugare continuità industriale e rapidità di esecuzione.

Risulta quindi essenziale osservare da vicino queste due dinamiche, le quali stanno radicalmente trasformando il concetto stesso di disinvestimento all'interno dei nostri confini.

2.4.1 Exit “soft” e transazioni private

Le forme di exit “soft” sono il risultato di un contesto definito da affollamenti impareggiabili nei portafogli - o exit backlog⁶⁸. Il mercato italiano ha registrato un’accelerazione di tale fenomeno che ha permesso ai gestori di non forzare la vendita a terzi, ma di riorganizzare la proprietà. Ciò ha consentito la creazione di liquidità parziale per i Limited Partners, senza svendere la società target.

Secondo l’analisi di BeBeez lo strumento principale di questo periodo è il Continuation Fund unito a “Trophy Asset” - ovvero aziende sane e performanti. Come sottolineato da Luigi Tommasini il 2025 ha visto i Continuation Fund come protagonisti assoluti partendo da un’idea semplice: la partecipazione migliore viene trasferita in un nuovo veicolo, così da poter accompagnare la società target in una nuova fase di crescita internazionale, dando allo stesso tempo la possibilità di uscire agli investitori storici esigenti di liquidità. Secondo gli analisti di EY, la qualità dell’azienda è un prerequisito fondamentale per il

⁶⁸ Con l’espressione exit backlog si indica quella condizione di mercato in cui si verifica un accumulo di attività nei portafogli dei fondi di Private Equity. La detenzione degli asset oltre il naturale holding period è dovuta principalmente alla discrepanza tra il valore dell’asset attribuito dagli investitori e dal mercato. Si crea quindi un ingorgo nei disinvestimenti che rallenta il guadagno effettivo dei Limited Partners. Cfr. SPS by With Intelligence. (2025). Private Equity Harvest Report 2025.

successo dell'operazione, senza questo requisito diventa difficile attrarre capitali internazionali nel veicolo.⁶⁹

Parallelamente, è necessario porre attenzione alla progressiva maturazione del mercato secondario. Come sottolinea We Wealth, investire in quote di fondi secondari è diventato una pratica comune al fine di mitigare la curva dei rendimenti - J Curve - e rientrare nel capitale in tempi più brevi. Per un mercato storicamente poco liquido come quello italiano, questo cambia le regole del gioco: oggi un'exit non passa necessariamente dalla vendita dell'azienda, ma può avvenire cedendo le quote del fondo che la detiene.⁷⁰

Sul fronte delle transazioni private tradizionali, Chambers and Partners 2025 descrive un approccio da parte degli operatori in Italia altamente selettivo.

Si moltiplicano le operazioni in Club Deal dove più investitori acquisiscono insieme quote di minoranza o maggioranza senza caricarsi di debito eccessivo - ciò è attribuibile anche alla scarsità di leva bancaria. Anche in Italia il fenomeno di Public-to-Private (P2P) ha subito una forte crescita, dove i fondi hanno ritirato dal listino le aziende ritenute sottoquotate, al fine di ristrutturarle lontano dalle volatilità della borsa.⁷¹

Perciò, l'exit in Italia è un processo continuo di gestione attiva del capitale, e non più un evento binario.

⁶⁹ Cfr. BeBeez Magazine. (2025). Dietro il boom dei Continuation Fund: inchiesta e interviste. BeBeez Magazine, n. 29 (1° marzo 2025).

⁷⁰ Cfr. We Wealth. (2025). Private equity, adesso la partita si gioca nel mercato secondario. <https://www.we-wealth.com/content/private-equity-investire-fondi-mercato-secondario>, (Consultato a Febbraio 2026).

⁷¹ Cfr. Chambers and Partners. (2025). Private Equity 2025 - Italy: Trends and Developments. <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/private-equity-2025/italy/trends-and-developments>, (Consultato a Febbraio 2026).

2.4.2 Crescita dei Secondary Buyout

L'Italia segue la tendenza globale sulle operazioni di Secondary Buyout (SBO), sempre più utilizzate come strategia di uscita dagli operatori. Tale strategia non è più un mero strumento di ripiego, ma una vera e propria fonte di liquidità primaria capace di reagire efficacemente alle difficoltà del contesto finanziario attuale.

I dati rilasciati dall'AIFI per il 2024 confermano il consolidamento del mercato secondario: le operazioni da fondo a fondo rappresentano ormai più di un terzo delle uscite totali, collocandosi subito dietro le vendite industriali. Il mercato secondario risulta essere ormai parte integrante del sistema italiano, caratterizzato da difficoltà sul fronte delle quotazioni, garantendo così una via d'uscita efficace e immediata ai General Partners.⁷²

Il sentiment degli operatori ha avuto un importante impatto sull'andamento dei SBO, come evidenziato da Deloitte nella Private Equity Confidence Survey del primo semestre del 2025. Come già ampiamente analizzato, l'andamento macroeconomico ha posto delle difficoltà per l'esecuzione delle strategie di uscita tradizionali; perciò, l'obiettivo principale dei General Partners è la valorizzazione del portafoglio per effettuare una cessione più redditizia possibile. Il Secondary Buyout offre quindi una sicurezza tutt'altro che scontata: quella di portare a termine l'operazione e chiudere.⁷³

Rome Business School evidenzia che queste operazioni rispondono a logiche industriali precise come le strategie di Buy-and-Build; perciò, limitare tutto alla dimensione finanziaria sarebbe errato. In particolare, nel contesto italiano formato da PMI, il passaggio da fondo a fondo che avviene nei Secondary Buyout consente una crescita graduale della società target: l'investitore iniziale

⁷² Cfr. AIFI. (2024). Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

⁷³ Cfr. Deloitte. (2025). *Italy Private Equity Confidence Survey - I Semestre 2025*.

accompagna la target nella ristrutturazione organizzativa iniziale, il fondo successivo, con nuovi capitali, punta ad una crescita internazionale o a finanziare nuove acquisizioni.

In quest'ottica, il Secondary Buyout non è solo uno strumento di liquidità, ma il meccanismo che permette alle imprese italiane di scalare attraverso cicli successivi di investimento, con capitale paziente a supporto di ogni fase di crescita.⁷⁴

2.5 Il divario strutturale italiano: un confronto con i modelli di exit europei

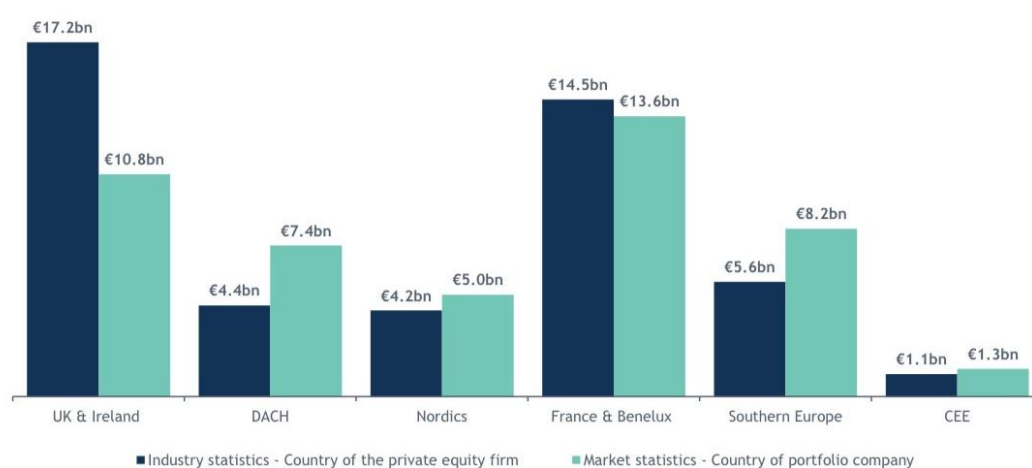
Nonostante i cenni di maturità, il mercato italiano del Private Equity va comunque confrontato con il contesto europeo, al fine di comprendere i margini di miglioramento. Il paragone con i mercati più avanzati - come Regno Unito e Francia - evidenzia un divario strutturale che riguarda sia la profondità del mercato che la varietà dei canali di uscita disponibili.

Sul piano dimensionale, i dati di Invest Europe sottolineano come i volumi di disinvestimento del Private Equity abbiano un divario netto: mentre Regno Unito e Irlanda chiudono le exit per 17,2 miliardi di euro, Francia e Benelux per 14,5 miliardi, l'Europa meridionale - dove l'Italia è la prima economia - registra appena 5 miliardi.

Questi numeri sottolineano come i mercati privati nell'Europa settentrionale garantiscono una rotazione dei portafogli rapida e costante.

⁷⁴ Cfr. Rome Business School. (2024). *M&A e private equity in Italia. Analisi strategica e di mercato*.

Figura 2.9: Volumi di disinvestimento nel Private Equity per macroregione europea



Fonte: Invest Europe (2025).⁷⁵

L'esperienza europea insegna che per far crescere le PMI non basta solo raccogliere capitali freschi: serve un ecosistema di uscita che funzioni. La Francia lo dimostra bene. Grazie all'indirizzo strategico dello Stato è nato un mercato secondario istituzionale molto liquido, che permette ai fondi francesi di uscire dagli investimenti con una velocità non applicabile in Italia, dove i trasferimenti dipendono ancora in buona parte dall'interesse di grandi operatori stranieri.⁷⁶

Il modello italiano è quindi limitato dai canali di uscita utilizzati in cui l'IPO è divenuta una via residuale, al contrario dei mercati esteri più sviluppati.

⁷⁵ Cfr. Invest Europe. (2025). Investing in Europe: Private Equity Activity 2024. Brussels: Invest Europe Research, p.76.

⁷⁶ Cfr. Invest Europe. (2025). Investing in Europe: Private Equity Activity 2024. Brussels: Invest Europe Research.

I dati ufficiali AIFI per il 2024 confermano questa anomalia: le exit tramite IPO hanno rappresentato appena l'1% dell'ammontare totale disinvestito, un dato in ulteriore contrazione rispetto agli anni precedenti. La mancanza di un mercato dei capitali pubblici sufficientemente liquido costringe i gestori operanti in Italia a privilegiare quasi esclusivamente il Trade Sale (44%) e la vendita ad altri fondi (35%). Allinearsi ai benchmark europei richiederebbe un mercato azionario più accessibile per le medie imprese, capace di offrire valutazioni trasparenti e capitali pazienti per l'espansione.⁷⁷

⁷⁷ Cfr. AIFI. (2024). Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

Capitolo 3

Caso Azimut: strategia e pratiche di disinvestimento nel mercato italiano

Il capitolo precedente ha restituito un panorama articolato: quello di un mercato europeo e italiano delle exit in piena evoluzione, dove le opportunità di sviluppo convivono con ostacoli strutturali. La frammentazione che da sempre caratterizza il tessuto delle piccole e medie imprese italiane, sommata alle rigidità intrinseche degli asset illiquidi, obbliga i fondi di Private Equity a rimettere mano ai propri modelli operativi - non come risposta a una crisi passeggera, ma come adattamento necessario a un contesto in continua evoluzione.

Le barriere all'uscita definiscono un perimetro difficile, all'interno del quale gli operatori più strutturati trovano lo spazio per differenziarsi. Per comprendere queste dinamiche in ambito operativo, il presente capitolo propone uno studio approfondito del Gruppo Azimut. La scelta non è casuale, in quanto, il Gruppo, tramite la sua storia, la sua architettura organizzativa e i suoi risultati documentati, offre un punto di osservazione privilegiato su come sia possibile affrontare le sfide del mercato domestico con un approccio che si discosta dalle logiche più convenzionali del settore.

L'analisi parte dall'architettura distributiva e organizzativa del Gruppo, cercando di capire attraverso quali meccanismi concreti Azimut è riuscita a costruire un canale diretto tra il risparmio diffuso e le esigenze di finanziamento dell'economia reale, aggirando le strozzature che tradizionalmente rallentano o bloccano questo flusso nel sistema bancario ordinario.

Da lì, l'attenzione si sposta alle pratiche di disinvestimento, attraverso l'esame delle exit adottate dal Gruppo e l'applicazione del Value Creation Bridge - uno strumento di scomposizione quantitativa che consente di risalire dalle performance aggregate alle loro cause - su operazioni già concluse, si intende offrire una verifica empirica di quanto finora argomentato in termini teorici. L'obiettivo finale del capitolo è stabilire se e in che misura una strategia di investimento ben costruita possa non solo reggere alle incertezze del contesto italiano, ma riuscire a convertire il capitale paziente dei risparmiatori in crescita reale per le imprese e in rendimento tangibile per chi ha scelto di affidargli i propri risparmi.

3.1 Presentazione del Gruppo Azimut

Dopo aver trattato le criticità, i limiti strutturali e le nuove prospettive del mercato italiano nei capitoli precedenti, l'indagine si sposta ora su un piano strettamente operativo. Questa terza parte dell'elaborato è infatti dedicata all'analisi di un caso studio specifico: il Gruppo Azimut.

In un ecosistema finanziario storicamente accentrato e dominato dalle grandi direzioni bancarie, Azimut si è progressivamente ritagliato un ruolo di primo piano scommettendo su un approccio atipico, che mescola la gestione patrimoniale pura a un'attenzione sempre più marcata verso l'economia reale. L'obiettivo di questa sezione è esplorare l'identità del Gruppo per comprendere come un singolo operatore riesca a navigare e a adattarsi a un mercato in continua trasformazione, cercando di colmare quel divario tra capitali privati e tessuto produttivo evidenziato in precedenza.

L'evoluzione del gruppo Azimut può essere compresa analizzando la sua architettura generale e il modello distributivo, per poi focalizzare l'attenzione sulla divisione operativa nel capitale di rischio, Azimut Libera Impresa.

3.1.1 Struttura e aree di attività

Nel panorama finanziario, la presenza di un gruppo che abbia costruito autonomamente i propri servizi - senza appoggiarsi a una grande banca o a un colosso assicurativo alle spalle - non è cosa da poco. Azimut è uno di questi casi. Il Gruppo funziona attraverso due pilastri che si tengono insieme: la gestione del risparmio e la sua distribuzione attraverso una rete di consulenti finanziari che fanno riferimento all'azienda. Due attività complementari, che nella pratica si rafforzano a vicenda.

Ciò che distingue Azimut dai grandi gruppi bancari o assicurativi è, prima di tutto, la sua storia di indipendenza.

L'azienda non dipende da alcun azionista di controllo esterno: dipendenti, manager e consulenti detengono da sempre una quota rilevante del capitale (storicamente prossima al 30%), coordinandosi attraverso un solido patto di sindacato. È una forma di partnership che allinea gli interessi di chi lavora nell'azienda con quelli dell'azienda stessa - un dettaglio tutt'altro che secondario, perché orienta le scelte di lungo periodo.

Sul fronte operativo, l'attività copre sia la gestione tradizionale di fondi sui mercati pubblici, sia un segmento in espansione legato agli investimenti alternativi e ai mercati privati. L'Italia resta il punto di riferimento principale, ma il Gruppo è oggi presente in 19 Paesi, una rete costruita negli anni per diversificare la raccolta e intercettare opportunità di investimento su scala globale.⁷⁸

All'inizio del 2024 il Gruppo Azimut ha avviato un processo di riorganizzazione che va ben oltre una semplice operazione di scorporo societario. La mossa ha una logica precisa: segmentare la clientela in modo netto e costruire attorno a

⁷⁸ Cfr. Azimut Holding, *La nostra identità: indipendenza e presenza globale*, <https://www.azimut.it/la-nostra-identita>, (Consultato a Maggio 2026).

ciascun segmento una struttura dedicata, anziché continuare a servirli all'interno di un'unica architettura generalista. Da un lato, Azimut Holding - affiancata da circa 800 consulenti selezionati - concentrerà la propria attività sulla gestione dei grandi patrimoni, presidiando con maggiore intensità i segmenti HNWI e UHNWI. Dall'altro, la parte della rete coinvolta nello spin-off darà vita al progetto TNB - The New Bank - una realtà pensata per la clientela Affluent, che combinerà i servizi di una banca digitale moderna con l'approccio relazionale della consulenza tradizionale.^{79 80}

Secondo quanto riportato dalle principali fonti del settore finanziario, TNB punta a quotarsi autonomamente in Borsa attraverso una IPO, completando così la propria emancipazione operativa. La logica che sottende l'intera operazione è però più profonda di una semplice separazione: trasformarsi in una banca vera e propria consente di raccogliere depositi, ampliare significativamente il catalogo di servizi offerti e presidiare in modo più organico l'intera catena del Wealth Management. Il legame con la capogruppo resterà comunque strutturale: la nuova banca digitale opererà anche come canale distributivo privilegiato per i prodotti di investimento sviluppati e gestiti dall'ecosistema Azimut.⁸¹

Questa riorganizzazione racconta qualcosa di importante sulla cultura del Gruppo: la struttura non viene considerata un dato fisso da preservare, ma uno strumento da riadattare ogni volta che il mercato offre nuove aperture. In un contesto segnato dalla crescita del fintech e dall'evoluzione rapida dei modelli di consulenza, la capacità di rimettere mano alla propria architettura senza perdere

⁷⁹ Comunicato Stampa Azimut Holding, Update on The New Bank, 18 dicembre 2024.

⁸⁰ Dati e analisi integrati tramite comunicazioni e materiali informativi forniti dalla SGR.

⁸¹ Cfr. Navach, G. (2024), *Italy's Azimut eyes partner for planned fintech bank*, Reuters, 28 Marzo 2024, <https://www.reuters.com/technology/italys-azimut-create-fintech-bank-through-spin-off-ipo-2024-03-28/>, (Consultato a Marzo 2026).

coerenza strategica si conferma come uno dei tratti distintivi dell'approccio di Azimut.

3.1.2 Il ruolo di Azimut Libera Impresa nel panorama PE

All'interno dell'architettura del Gruppo, la divisione che presidia specificamente il comparto degli investimenti illiquidi è Azimut Libera Impresa (ALI). È una SGR - una Società di Gestione del Risparmio - ma con un'ambizione che va oltre la logica del rendimento fine a sé stesso. L'idea che la attraversa riguarda l'incontro tra il risparmio degli italiani e le aziende che hanno bisogno di capitali per crescere.

Come analizzato in un approfondimento pubblicato da Forbes, l'approccio di Azimut Libera Impresa nel mercato del Private Equity si distingue per la vocazione industriale dei suoi interventi. I fondi alternativi strutturati dalla SGR non si limitano a fornire finanza passiva, ma mirano a trasformare le Piccole e Medie Imprese (PMI) italiane in realtà capaci di competere su scala globale. Il mercato nazionale è infatti ricco di eccellenze produttive che spesso scontano limiti dimensionali e organizzativi; in questo scenario, ALI interviene come partner istituzionale fornendo non solo capitali "pazienti", ma anche competenze manageriali indispensabili per strutturare solidi percorsi di espansione e internazionalizzazione.

Un ulteriore elemento che posiziona Azimut Libera Impresa come un attore atipico e innovativo nel panorama del Private Equity tradizionale è la forte spinta verso la "democratizzazione" dei mercati privati. Storicamente, l'accesso al capitale di rischio delle aziende non quotate era un privilegio riservato quasi esclusivamente ai grandi investitori istituzionali. La strategia del Gruppo ha invece progressivamente abbassato le barriere all'ingresso, permettendo anche alla clientela privata - retail e High Net Worth Individuals - di investire nell'economia reale.

In questa logica si inserisce anche Mamacrowd, la principale piattaforma italiana di equity crowdfunding, entrata nell'orbita del Gruppo e progressivamente potenziata. Non si tratta di uno strumento parallelo o decorativo: come evidenziato da Forbes, Mamacrowd lavora in stretta sinergia con i fondi di ALI, coprendo una fascia del mercato che i fondi tradizionali non riescono ad intercettare - ovvero le startup ai primi passi, le aziende più piccole che cercano un primo finanziamento o chi è ancora emergente per interessarsi ad un fondo di Private Equity classico.

Il risultato è una filiera abbastanza completa: si entra con Mamacrowd quando l'azienda è ancora in fase embrionale, si accompagna la crescita con gli strumenti di ALI quando è pronta per un salto dimensionale, e si supporta l'internazionalizzazione quando il mercato domestico comincia a stare stretto. Azimut, in questo senso, ha costruito qualcosa che assomiglia meno a un gestore di fondi e più a un ecosistema pensato per far crescere il sistema produttivo italiano.⁸²

3.2 Inquadramento normativo e filosofia di gestione

Capire come un grande gruppo finanziario si muove verso i mercati privati richiede, prima di tutto, di fare chiarezza sul contesto in cui opera: le regole che lo governano, la cultura gestionale che lo orienta, le scelte strategiche che ne definiscono l'identità. Questa sezione dell'elaborato si propone di ricostruire proprio quell'ossatura - tecnica e concettuale insieme - attraverso cui si articola

⁸² Forbes Italia (2022), Da Mamacrowd ai fondi alternativi, come Azimut Libera Impresa punta a internazionalizzare le Pmi italiane, <https://forbes.it/2022/02/11/da-mamacrowd-ai-fondi-alternativi-come-azimut-libera-impresa-punta-a-internazionalizzare-le-pmi-italiane>, (Consultato a Marzo 2026).

oggi l'investimento in asset alternativi, seguendo il filo del dialogo continuo tra il legislatore europeo e gli operatori di mercato.

Si partirà dall'evoluzione normativa che ha progressivamente trasformato il Private Equity da comparto riservato a pochi grandi operatori istituzionali a segmento potenzialmente aperto a una platea più ampia. In questo quadro, verrà esaminato il ruolo dei nuovi veicoli di investimento europei nel favorire il trasferimento di capitali verso l'economia reale. Si tratta di un passaggio che non è soltanto tecnico: definisce le basi giuridiche su cui poggia l'intero discorso attorno alla democratizzazione del risparmio, e senza di esso ogni ragionamento successivo rischierebbe di restare sospeso nel vuoto.

A partire da questa base normativa, l'analisi si sposterà sul piano operativo, esaminando gli strumenti concreti a disposizione delle Società di Gestione del Risparmio. Le riforme recenti hanno ampliato in misura significativa il raggio d'azione dei gestori, aprendo l'accesso a classi di attivo prima difficilmente raggiungibili. Questo allargamento non è privo di contropartite: introduce complessità nuove sul fronte della gestione del rischio, dei profili di liquidità e delle responsabilità verso il sottoscrittore finale - aspetti che meritano di essere esaminati con la stessa attenzione riservata alle opportunità.

Il percorso si chiuderà su un piano più riflessivo, quello della filosofia gestionale: i valori, i modelli distributivi e gli approcci consulenziali che rendono sostenibile - e non solo formalmente possibile - l'apertura ai mercati privati. Attraverso il confronto tra diverse visioni di settore e l'analisi di evidenze quantitative a livello europeo, si cercherà di argomentare come l'integrazione della filiera e la qualità della formazione delle reti non siano soltanto buone pratiche gestionali, ma i veri fattori che distinguono gli operatori capaci di presidiare questo mercato da quelli che ne colgono solo la superficie. È in questa chiave che andrà letto, più avanti, il caso studio al centro di questa analisi.

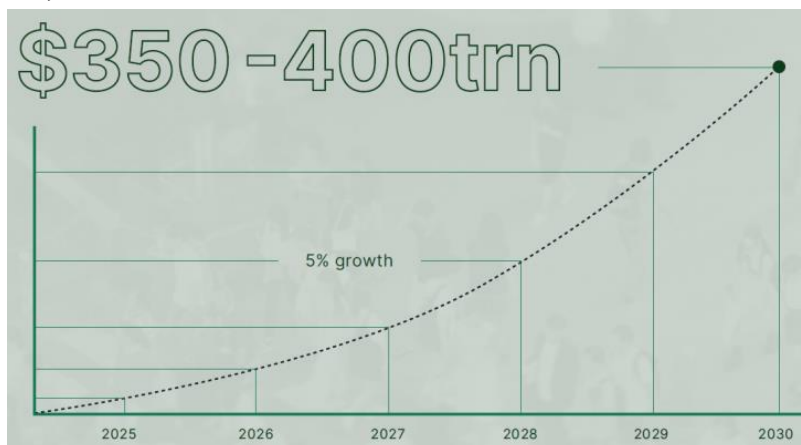
3.2.1 Il quadro regolamentare dei FIA e l'operatività delle SGR nel Private Equity

Negli ultimi anni, l'apertura dei mercati privati a una platea sempre più ampia di investitori ha richiesto un profondo adeguamento sia sul fronte normativo sia sull'innovazione dei prodotti stessi. Tradizionalmente considerato un recinto esclusivo per i grandi operatori istituzionali, il comparto degli asset alternativi sta attraversando una fase di sostanziale "democratizzazione", trainata dalla necessità di intercettare nuovi bacini di ricchezza in un contesto macroeconomico segnato da profonda incertezza.

Come evidenziato da una recente indagine condotta da Peregrine Communications e Boston Consulting Group (BCG) esaminata su FocusRisparmio, la contrazione dei tradizionali canali di raccolta sta spingendo l'industria del Private Equity a ricalibrare le proprie strategie commerciali. Le stime sono chiare - la quota degli investitori retail sul totale delle allocazioni nei mercati illiquidi dovrebbe passare dal 3% del 2023 a qualcosa tra il 10% e il 12% entro il 2030. Questa traiettoria rappresenta un rapido e profondo cambio di paradigma per il settore. A sostenere questa via c'è una base finanziaria consistente, con la ricchezza globale che punta verso i 400.000 miliardi di dollari a fine decennio e una crescita sensibile nei segmenti High Net Worth (HNW) e Ultra High Net Worth (UHNW)⁸³.

⁸³ Con gli acronimi HNW (High Net Worth) e UHNW (Ultra High Net Worth) si identificano le fasce di clientela privata dotate di patrimoni investibili particolarmente elevati. Secondo la classificazione adottata da Boston Consulting Group, rientrano nel segmento HNW gli individui con una ricchezza netta compresa tra 1 e 20 milioni di dollari, mentre il segmento UHNW include i patrimoni superiori ai 20 milioni di dollari. Cfr. Boston Consulting Group. (2024). Global Wealth Report 2024

Figura 3.1: Proiezioni di crescita e segmentazione della ricchezza globale (2023-2030)



Fonte: FocusRisparmio su dati Boston Consulting Group (Global Wealth Report 2024) e Peregrine Analysis.⁸⁴

Per intercettare questa liquidità, però, i gestori non possono semplicemente aspettare. Devono ripensare la struttura dei loro veicoli d'investimento, renderli più accessibili, più flessibili. Si lavora su fondi semi-liquidi, strutture aperte, e in alcuni casi si sperimenta con la tokenizzazione. Rimangono comunque due grandi ostacoli pratici da superare per rendere sostenibile questa transizione: il primo è la gestione della liquidità, che nei mercati illiquidi è tutt'altro che scontata; il secondo - forse ancora più profondo - è la scarsa cultura finanziaria di chi si avvicina per la prima volta a questi strumenti. Capire gli orizzonti

⁸⁴ FocusRisparmio su dati Boston Consulting Group (Global Wealth Report 2024) e Peregrine Analysis, https://www.focusrisparmio.com/news/private-markets-investitori-retail-report-peregrine-boston-consulting-group?utm_source=newsletter (Consultato a Marzo 2026).

temporali e i vincoli del mercato alternativo richiede una preparazione che oggi, nel pubblico retail, spesso manca ancora.⁸⁵

Per accompagnare questo ingresso di nuovi capitali senza lasciare i risparmiatori privi di tutele, l'Unione Europea ha costruito un quadro normativo specifico. Il pilastro di questo sistema è il Regolamento (UE) 2015/760, che ha introdotto gli ELTIF - i Fondi di Investimento Europei a Lungo Termine. L'idea di fondo è precisa: creare uno strumento che indirizzi capitali "pazienti" verso l'economia reale, con un focus su PMI, imprese non quotate e grandi progetti infrastrutturali. Secondo il legislatore, l'obiettivo preminente del Regolamento va ben oltre la semplice armonizzazione finanziaria: esso ambisce a supportare un percorso di crescita economica strutturale, intelligente, inclusiva e meno esposta a rischi sistemici. Fissando un corpus di regole stringenti e uniformi a livello comunitario, la direttiva agevola da una parte la raccolta transfrontaliera per i gestori, e dall'altra offre robuste garanzie in materia di diversificazione, composizione del portafoglio e protezione per quegli investitori non professionali che decidono di avvicinarsi all'ecosistema del Private Equity.⁸⁶

3.2.2 Strumenti che abilitano l'operatività nel Private Equity

Per capire come un operatore come il Gruppo Azimut riesce concretamente a raccogliere il risparmio delle famiglie e indirizzarlo verso le aziende non quotate, bisogna partire da un passaggio normativo che ha cambiato davvero le cose. Fino

⁸⁵ Zangrandi, G. (2025), *Nei private markets la nuova frontiera per gli investitori retail*, FocusRisparmio, Analisi basata sui dati del report di Peregrine Communications e Boston Consulting Group, https://www.focusrisparmio.com/news/private-markets-investitori-retail-report-peregrine-boston-consulting-group?utm_source=newsletter, (Consultato a Marzo 2026).

⁸⁶ Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2015). Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 123/98, 19 maggio 2015.

a qualche anno fa, le SGR si trovavano in una posizione scomoda: i fondi alternativi che potevano costruire erano ostacolati da regole talmente rigide da renderli poco appetibili sul mercato e difficili da proporre al grande pubblico.

Il cambiamento reale è arrivato con il Regolamento (UE) 2023/606 - comunemente noto nel settore come ELTIF 2.0. La riforma ha rimesso mano all'impianto complessivo, dotando i gestori di strumenti finalmente adeguati a muoversi nel Private Equity con maggiore flessibilità e su scala più ampia.

La modifica che ha avuto l'impatto più immediato riguarda l'accesso a questi fondi. Prima della riforma, due vincoli sbarravano la strada ai risparmiatori comuni: un investimento minimo di 10.000 euro e un tetto del 10% del portafoglio complessivo destinabile agli strumenti illiquidi. Il nuovo Regolamento li ha eliminati entrambi, senza sostituirli con altri limiti equivalenti.

Per una SGR, questo significa molto: senza quelle barriere, le reti di consulenza possono oggi distribuire prodotti di Private Equity a una platea molto più ampia, raggiungendo segmenti di clientela che prima, per ragioni puramente normative, erano fuori portata. È qui che trova la sua spiegazione più concreta la spinta di operatori come Azimut verso la cosiddetta democratizzazione dei mercati privati.

Sul fronte degli investimenti, la riforma ha allargato anche i confini di ciò che i fondi possono fare con il capitale raccolto. La soglia di capitalizzazione per le aziende target è salita da 500 milioni a 1,5 miliardi di euro, e il legislatore ha dato il via libera a strutture come i fondi di fondi e i veicoli master-feeder. Non sono dettagli tecnici secondari: queste architetture consentono di aggregare la

raccolta in modo più efficiente, distribuire meglio il rischio e abbattere i costi che ricadono sul cliente finale.⁸⁷

C'è poi un'apertura che merita una menzione a parte, sottolineata anche da FocusRisparmio: ELTIF 2.0 abilita esplicitamente le SGR a operare nel Private Credit. In pratica, un gestore non è più costretto a entrare nel capitale di un'impresa per partecipare alla sua crescita - può anche scegliere di prestarle denaro direttamente. Questo posiziona le SGR come alternative concrete al credito bancario, con la possibilità di generare per i propri investitori flussi cedolari regolari, del tutto indipendenti dalle oscillazioni dei mercati quotati.⁸⁸

Tutto questo porta con sé, però, responsabilità che non si possono ignorare. Distribuire prodotti complessi a un pubblico non abituato a ragionare in ottica di lungo periodo non è un'operazione senza rischi, e FocusRisparmio - in un approfondimento dedicato proprio alle luci e ombre della riforma - mette a fuoco quello che resta il problema più difficile da gestire: il disallineamento di liquidità. La SGR compra asset che richiedono anni prima di poter essere valorizzati e ceduti, ma il cliente retail vive spesso in un orizzonte temporale molto più corto e potrebbe trovarsi a dover recuperare il capitale investito prima del previsto.

⁸⁷ Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2023). Regolamento (UE) 2023/606 del 15 marzo 2023 che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda i requisiti relativi alle politiche d'investimento e alle condizioni di funzionamento dei fondi di investimento europei a lungo termine e il novero delle attività di investimento ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio e l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 80/1.

⁸⁸ Zangrandi, G. (2024). Alternativi, con gli Eltif 2.0 spinta al private credit, FocusRisparmio, https://www.focusrisparmio.com/news/alternativi-eltif-2-0-spinta-al-private-credit-mg?utm_source=newsletter (Consultato a Aprile 2026).

A questo si aggiunge la Curva J: nei primi anni di vita di un fondo di Private Equity, i rendimenti tendono ad essere negativi - il peso dei costi iniziali supera i ritorni, che arrivano solo nella fase finale quando gli investimenti vengono dismessi. Per operare in modo responsabile in questo contesto, la normativa impone alle SGR due obblighi precisi: costruire finestre di liquidità chiare, che stabiliscano quando e come è possibile richiedere rimborsi, e investire seriamente nella consulenza al cliente. Chi decide di allocare risparmi nell'economia reale deve farlo sapendo cosa sta scegliendo - tempi lunghi, oscillazioni iniziali e un capitale che non può essere movimentato liberamente. Senza questa consapevolezza, il rischio non è solo finanziario: è prima di tutto un problema di comprensione.⁸⁹

3.2.3 Filosofia di gestione e democratizzazione dell'accesso ai mercati privati

L'apertura dei mercati privati a una platea non strettamente istituzionale impone agli operatori del settore una profonda revisione della propria filosofia gestionale. Inserire asset illiquidi all'interno dei portafogli della clientela privata non si riduce a un mero esercizio di ingegneria finanziaria, ma richiede un adeguamento strutturale che coinvolge l'educazione del risparmiatore e l'intero modello di consulenza.

Questi temi sono stati al centro del panel Risparmio e Altre Storie, organizzato da FocusRisparmio, che ha messo a confronto tre voci autorevoli del settore.

Alessandra Pasquoni, Responsabile Investimenti di ANIA, ha inquadrato il fenomeno partendo dal contesto macro: le aziende oggi restano private molto più a lungo rispetto al passato, e questo rende i mercati alternativi un passaggio quasi

⁸⁹ Paganelli F., (2023), Mercati privati ed Eltif 2.0, le luci (e le ombre) della democratizzazione, FocusRisparmio, https://www.focusrisparmio.com/news/mercati-privati-eltif-2-0-democratizzazione-luci-e-ombre?utm_source=newsletter (Consultato a Aprile 2026).

obbligato per chi cerca rendimento reale. Ma Pasquoni mette subito in chiaro un punto: la democratizzazione non funziona senza educazione finanziaria. La tolleranza all'illiquidità varia enormemente da persona a persona, e il prodotto deve essere costruito - e soprattutto proposto - tenendo conto delle esigenze concrete di chi investe. Il Wealth Management, in questo scenario, non è un accessorio: è una condizione necessaria.

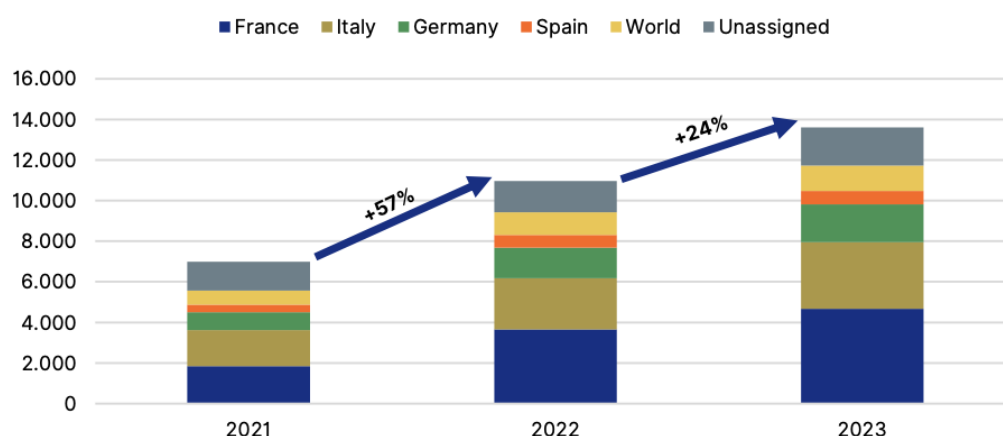
Sulla medesima linea si posiziona l'intervento di Luca Anzola, - Head of Alternative Investments in Fideuram SGR - il quale si spinge a decostruire alcune narrazioni fuorvianti che circondano l'industria. Anzola chiarisce che il reale vantaggio dei mercati privati non risiede in una presunta e automatica "decorrelazione" (un concetto matematico inapplicabile tra strumenti che hanno frequenze di prezzo totalmente diverse), bensì nella capacità di "scambiare tempo in performance". L'investimento nell'economia reale - che Anzola paragona alla parte sommersa e più imponente di un iceberg - si fonda su piani industriali di lungo periodo. Per tale ragione, l'esperto avverte che il termine "democratizzazione" non va inteso in senso ortodosso: i fondi alternativi necessitano di capitali pazienti, di strategie di ingresso scaglionate nel tempo (la diversificazione per vintage) e non si adattano a ticket di investimento troppo esigui. Lo stesso concetto di fondo "semi-liquido" viene ridimensionato, in quanto l'illiquidità è esattamente il fattore che genera valore.

A sintetizzare le sfide operative per l'industria interviene Giovanni Andrea Incarnato - Partner EY -, illustrando come i gestori stiano faticosamente adattando i propri modelli operativi e la Customer Experience per accogliere la clientela retail. Tuttavia, Incarnato evidenzia un aspetto cruciale che caratterizza positivamente il mercato italiano: l'accesso e la comprensione di questi strumenti complessi sono enormemente facilitati quando esiste una "catena del valore integrata". Quando il distributore e la fabbrica prodotto appartengono alla

medesima realtà, è molto più semplice formare i consulenti e garantire una stabilità delle masse nel tempo.⁹⁰

È esattamente questo modello a filiera corta - quello che gli esperti indicano come condizione ideale - a rappresentare il cuore del vantaggio competitivo del Gruppo Azimut. Non è un caso che il Gruppo sia diventato il riferimento europeo per eccellenza in questo ambito.

Figura 3.2 Volumi del mercato ELTIF ripartiti per Nazione (2023)



Fonte: Scope Group (2024), "Scope ELTIF study 2024", p. 3.⁹¹

La validità di questo approccio strutturale trova un immediato riscontro visivo nei dati di raccolta continentali (Figura 3.2), che vedono l'Italia posizionarsi

⁹⁰ FocusRisparmio, (2024), Private markets: opportunità e sfide di un trend in crescita con Alessandra Pasquoni, Luca Anzola e Giovanni Andrea Incarnato, Episodio della serie video "Risparmio & Altre Storie", Stagione 3, Cfr. <https://vision.focusrisparmio.com/guest/private-markets-opportunit-e-sfide-di-un-trend-in-crescita-con-alessandra-pasquoni-luca-anzola-e-giovanni-andrea-incarnato>, (Consultato ad Aprile 2026).

⁹¹ Scope Group. (2024). Scope ELTIF study 2024. Report di ricerca europeo. (Consultato ad Aprile 2026).

saldamente ai vertici del mercato europeo. L'efficacia che ha trainato questi volumi è certificata dallo Scope ELTIF Study 2024, il più autorevole report di settore redatto dalla società di rating europea. Lo studio posiziona Azimut al primo posto in Europa per numero di strumenti ELTIF attivi: partendo dai 17 fondi storici, la società ha raggiunto i 19 strumenti attivi verso la fine di aprile 2024. Questo primato numerico si traduce in una quota di mercato imponente, pari a circa il 10% di tutti gli asset ELTIF a livello europeo.

Ma il dato che colpisce davvero non è il numero in sé - è la spiegazione che gli analisti di Scope danno di quel primato. Il vantaggio di Azimut nasce dalla scelta di tenere prodotto e distribuzione sotto lo stesso tetto. Avere internalizzato la SGR che costruisce i fondi e disporre allo stesso tempo di una rete proprietaria di consulenti finanziari consente al Gruppo di affrontare esattamente le criticità emerse nel panel di FocusRisparmio. I consulenti Azimut, formati continuamente sulle logiche della casa madre, possono lavorare in modo capillare con il cliente finale: spiegare come funziona davvero l'illiquidità, correggere le aspettative sbagliate, pianificare ingressi gradualmente nel tempo. Il risultato è un flusso di risparmio stabile che arriva alle PMI attraverso un processo governato dall'inizio alla fine - senza i rischi reputazionali che nascono inevitabilmente quando il cliente non capisce davvero cosa ha comprato.⁹²

3.3 Strategia di investimento e ciclo di gestione

Il quadro normativo e le scelte distributive descritte nelle pagine precedenti trovano il loro punto reale di atterraggio nella strategia di investimento e nel ciclo di gestione che il Gruppo ha costruito nel tempo. Perché il risparmio privato

⁹² Scope Group. (2024). Scope ELTIF study 2024. Report di ricerca europeo. (Consultato ad Aprile 2026).

si trasformi in un contributo reale alla crescita economica, Azimut Libera Impresa SGR ha sviluppato un ecosistema operativo centrato sull'intervento diretto nelle piccole e medie imprese e nelle realtà ad alta intensità di innovazione.

Come emerge da un approfondimento di EconomyUp sul progetto "Libera Impresa", la missione della SGR non si riduce alla semplice erogazione di capitali. L'obiettivo di fondo è costruire un collegamento diretto tra il risparmio delle famiglie e le esigenze concrete del tessuto produttivo italiano, accompagnando le aziende nei passaggi più delicati della loro storia: i percorsi di crescita, l'apertura ai mercati internazionali, il ricambio generazionale ai vertici. In questa prospettiva, il gestore non agisce da finanziatore passivo, ma da interlocutore industriale a pieno titolo. L'ingresso nel capitale di un'impresa non è pensato come un'operazione di breve corso, ma come un impegno di lungo periodo - rivolto tanto alle startup in fase di sviluppo quanto alle aziende consolidate che cercano un salto di qualità strutturale.⁹³

Sul piano tecnico, la strategia si caratterizza per un livello di diversificazione particolarmente articolato. I dati istituzionali riportati da AIFI - l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt - restituiscono l'immagine di una SGR con un radicamento profondo nel mercato: circa trenta veicoli di investimento attivi e un portafoglio che supera il centinaio di società partecipate.

L'allocazione del capitale non si esaurisce nel Private Equity classico - operazioni di buy-out o interventi per sostenere la crescita - ma abbraccia un insieme più ampio di asset class: il Venture Capital per le fasi iniziali di sviluppo,

⁹³ EconomyUp (2013), Libera impresa, da Azimut un progetto per sostenere le aziende, <https://www.economyup.it/startup/libera-impresa-da-azimut-un-progetto-per-sostenere-le-aziende/>, (Consultato ad Aprile 2026).

i fondi infrastrutturali, i veicoli dedicati al credito privato e di delega. Questo approccio multi-strategia consente alla SGR di accompagnare un'azienda in qualsiasi momento del suo ciclo di vita, calibrando lo strumento finanziario sulla reale natura del bisogno.⁹⁴

Una presenza così capillare richiede, inevitabilmente, un ciclo di gestione molto strutturato. Gli asset illiquidi non tollerano approssimazione: richiedono monitoraggio continuo e una partecipazione attiva nelle dinamiche di governance delle società in portafoglio.

Su questo fronte, come ha messo in luce la testata specializzata Bluerating in occasione di un recente ingresso nell'organico di Libera Impresa, il modello gestionale del Gruppo si alimenta di un processo costante di selezione e attrazione di profili manageriali di alto livello. L'inserimento di professionisti con esperienze nell'investment banking o nelle grandi istituzioni finanziarie non è un elemento accessorio: è il motore che tiene in moto l'intero ciclo di gestione. Questo capitale umano è decisivo in ogni fase del processo: dallo scouting delle opportunità alla due diligence, dalla definizione e attuazione dei piani industriali fino alla pianificazione dell'uscita. Affiancare capitali di qualità a manager di qualità garantisce che l'azienda acquisita riceva un supporto concreto sul piano operativo - e che una realtà a conduzione familiare o una startup agli esordi possa trasformarsi in un soggetto maturo dal punto di vista manageriale, capace di competere su mercati più ampi.⁹⁵

⁹⁴ AIFI, Scheda socio: Azimut Libera Impresa SGR, <https://www.aifi.it/it/associati/azimut-libera-impresa-sgr>, (Consultato ad Aprile 2026).

⁹⁵ Bluerating (2020), Azimut, un nuovo acquisto d'eccellenza per Libera Impresa, <https://www.bluerating.com/banche-e-reti/639215/azimut-un-nuovo-acquisto-deccellenza-per-libera-impresa>, (Consultato ad Aprile 2026).

3.4 Politiche di disinvestimento: approccio e criteri

Nel mondo dei mercati privati, il momento del disinvestimento ha un peso specifico tutto suo. È lì che il valore costruito pazientemente nel corso degli anni smette di essere una proiezione su carta e diventa rendimento reale per chi ha investito i propri risparmi. In Azimut Libera Impresa, il disinvestimento rappresenta il consolidamento e il traguardo di una valorizzazione strategica pianificata sin dalla fase di ingresso nel capitale.

Le politiche di disinvestimento del Gruppo si articolano su tre direttrici principali: la selezione del canale di uscita strategico, la definizione di rigidi orizzonti temporali - il capitale paziente - e la gestione diretta delle operazioni di M&A tramite un team interno specializzato.

È questa architettura interna - più che qualsiasi altro fattore - a determinare la qualità e la tempestività con cui le exit vengono condotte, a diretto vantaggio dei sottoscrittori dei fondi.

3.4.1 Criteri nella selezione della exit strategy

In Azimut Libera Impresa, il momento dell'uscita da un investimento non viene vissuto come una semplice operazione finanziaria di chiusura. È piuttosto il punto di arrivo di un percorso costruito anno dopo anno, fatto di scelte industriali, interventi sulla governance e lavoro sul management. La documentazione strategica del Gruppo è chiara in proposito: la via d'uscita si sceglie tenendo insieme due obiettivi che devono procedere in parallelo - massimizzare il rendimento per chi ha investito i propri risparmi nel fondo, e assicurarsi che l'azienda ceduta abbia raggiunto una solidità sufficiente a reggere la transizione verso una nuova proprietà o verso i mercati pubblici.

Dalla presentazione istituzionale di Azimut Libera Impresa emergono tre percorsi di disinvestimento, ciascuno pensato per rispondere a situazioni diverse.

Il primo è la vendita a un acquirente industriale. È la soluzione più naturale quando l'azienda ha completato un processo di integrazione o di build-up, ovvero quando il valore creato è di tipo sinergico e può essere pienamente riconosciuto solo da chi opera nello stesso settore o in settori adiacenti.

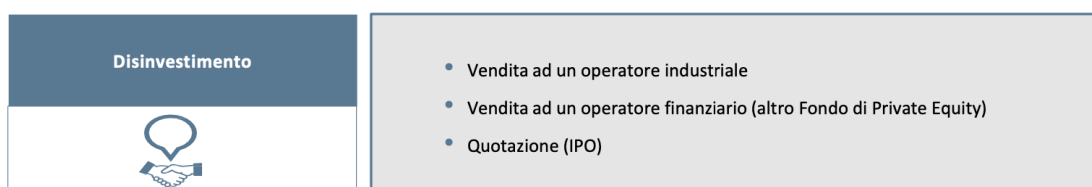
Il secondo percorso è il Secondary Buyout, la cessione a un altro fondo di Private Equity. Si ricorre a questa opzione quando l'impresa ha già fatto un salto di qualità significativo, ma il suo potenziale - soprattutto in chiave internazionale - richiede ancora capitali e competenze che un nuovo operatore, di dimensioni maggiori, è nella posizione migliore per fornire.

Il terzo sbocco è la quotazione in Borsa. Non è una strada percorribile da tutti: richiede che l'azienda abbia raggiunto una maturità organizzativa precisa, una struttura manageriale consolidata e una capacità di comunicazione finanziaria tale da reggere il confronto con le aspettative del mercato azionario pubblico. Anzi, per la maggior parte dei fondi di Private Equity tradizionali, l'IPO rappresenta storicamente una casistica più unica che rara, con pochissimi esempi reali isolati perlopiù ai primi anni Duemila. Proprio per superare questa difficoltà strutturale del mercato, Azimut ha ideato veicoli specializzati come il fondo IPO Club, nati con l'obiettivo di accompagnare sistematicamente le eccellenze del Made in Italy verso il listino.^{96 97}

⁹⁶ Azimut Libera Impresa SGR. (2025), L'investimento in economia reale, Presentazione Asseprim.

⁹⁷ Le informazioni e i dati tecnici contenuti in questo paragrafo sono stati acquisiti e integrati tramite colloqui diretti e corrispondenza professionale con il team di consulenza senior di Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (periodo febbraio-maggio 2026), ai fini di una validazione empirica delle dinamiche operative descritte.

Figura 3.3 Modalità e canali di disinvestimento adottati da Azimut Libera Impresa



Fonte: Azimut Libera Impresa SGR. (2025), L'investimento in economia reale, Presentazione Asseprim.⁹⁸

Questa classificazione non rimane sul piano teorico. Un'analisi pubblicata da BeBeez sull'evoluzione di ALI negli ultimi sette anni mostra come la filosofia del Gruppo si sia progressivamente orientata verso una visione della democratizzazione finanziaria che guarda alla sostanza industriale prima ancora che ai numeri. La scelta dell'exit è indissolubilmente legata alla qualità della trasformazione impressa all'azienda durante il periodo di detenzione: si esce bene solo se si è riusciti a traghettare una realtà spesso familiare verso una struttura manageriale più solida e scalabile. Le prime uscite di ALI - tra cui il caso del gruppo alimentare Fini - dimostrano proprio questo: la capacità di attrarre talenti manageriali nel corso degli anni si traduce direttamente in un asset più appetibile per i grandi acquirenti internazionali.⁹⁹

Un quadro più ampio di questo fenomeno emerge dal 7° Quaderno di Ricerca del Politecnico di Milano, che fotografa l'evoluzione delle strategie di

⁹⁸ Ibidem.

⁹⁹ BeBeez (2024), Azimut Libera Impresa sette anni dopo: come si è evoluta la democratizzazione del private capital, <https://bebeez.it/insight-views/azimut-libera-impresa-sette-anni-dopo-come-si-e-evoluta-la-democratizzazione-del-private-capital/> , (Consultato ad Aprile 2026).

disinvestimento nella finanza alternativa italiana. La trade sale rimane il canale statisticamente più frequente per le PMI, ma cresce il ricorso ai mercati azionari dedicati alle imprese in espansione, come l'EGM. In questo contesto, Azimut si posiziona come operatore di cerniera tra risparmio privato e tessuto produttivo, calibrando la strategia di uscita in funzione di due variabili che non sempre si muovono nella stessa direzione: la protezione del capitale degli investitori retail da un lato, e le finestre di opportunità offerte da un mercato italiano che, pur nelle sue complessità strutturali, tende a premiare con crescente convinzione quelle imprese che hanno saputo compiere un autentico salto manageriale.¹⁰⁰

3.4.2 Durata tipica degli investimenti

L'orizzonte temporale di un fondo gestito da Azimut Libera Impresa SGR non è una scelta discrezionale lasciata al gestore di turno. È un vincolo fissato nei Regolamenti di gestione approvati dalle autorità di vigilanza, e in quanto tale costituisce un elemento strutturale della strategia. La logica sottostante è precisa: sottrarre il capitale alle pressioni di breve periodo e dare all'investimento il tempo necessario per maturare, senza che le oscillazioni dei mercati pubblici possano interferire con i piani industriali in corso.

Dall'esame dei Regolamenti Unici di Gestione dei principali fondi del Gruppo emergono due modelli temporali distinti, calibrati sulla natura degli asset e sul profilo delle imprese target.

Il primo ruota attorno a un orizzonte di otto anni e si applica ai veicoli focalizzati sul capitale di rischio e sulle realtà innovative. Il regolamento del fondo Azimut Demos 1 fissa esplicitamente questa durata a partire dalla data del primo closing. Una struttura analoga caratterizza ALIcrowd III, il veicolo di Venture Capital

¹⁰⁰ Politecnico di Milano - Osservatori EFI. (2024). 7° Quaderno di Ricerca: La Finanza Alternativa per le PMI in Italia.

distribuito attraverso Mamacrowd: anche in questo caso la forma ELTIF prevede otto anni, una tempistica coerente con il ciclo di sviluppo tipico delle imprese ad alto contenuto innovativo, che hanno bisogno di tempo per costruire il proprio modello di business e raggiungere una dimensione di mercato significativa.¹⁰¹¹⁰² Il secondo modello allunga l'orizzonte a dieci anni e si applica a strategie più orientate al tessuto consolidato delle PMI italiane, come nel caso del fondo Italia 500. L'estensione temporale non è arbitraria: riflette la maggiore complessità dei processi di crescita che caratterizzano queste realtà, spesso impegnate in percorsi di ristrutturazione, espansione o riposizionamento competitivo che non possono essere compressi senza perdere efficacia.¹⁰³

¹⁰¹ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento del fondo Azimut Demos 1, (Valido dal 1 gennaio 2021). Articolo 3 - Durata del Fondo.

¹⁰² Mamacrowd, Venture Capital Azimut ALLcrowd III, Documento informativo del progetto, <https://mamacrowd.com/it/project/venture-capital-azimut-alicrowd-3> , (Consultato ad Aprile 2026).

¹⁰³ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento Unico di Gestione del sistema "Italia 500". (Edizione 1 ottobre 2021). Articolo 3 - Durata e Proroga.

Tabella 3.1 Orizzonte temporale e clausole di proroga dei principali fondi di Azimut Libera Impresa SGR.

Nome del fondo	Asset Class di Riferimento	Durata Statuaria e Proroghe
Fondo Azimut Demos 1	Private Equity (Imprese Italiane)	8 Anni (prorogabile per massimo 3 anni in periodi singoli di 1 anno)
ALicrowd III (piattaforma Mamacrowd)	Venture Capital e Startup	8 Anni
Azimut ELTIF Infrastructure & Real Assets	Infrastrutture e Asset Reali	8 Anni (prorogabile per due periodi consecutivi di 1 anno ciascuno)
Fondo Italia 500	Private Equity e PMI innovative	10 Anni (con periodi di Grazia prorogabile per max 3 anni)

Fonte: Elaborazione personale su dati tratti dai Regolamenti Unici di Gestione (Demos 1, Italia 500) e dai Prospetti Informativi di Azimut Libera Impresa SGR.

Vale la pena chiarire che la durata complessiva del fondo e il periodo di investimento attivo non coincidono. I regolamenti prevedono tipicamente una finestra di investimento di tre o quattro anni, seguita da una fase di gestione e valorizzazione, e infine da quella di disinvestimento progressivo.

Per gestire l'imprevedibilità dei mercati senza compromettere la qualità delle uscite, i regolamenti includono una clausola di salvaguardia nota come Periodo

di Grazia. Per Demos 1, la durata del fondo può essere prorogata attraverso tre estensioni annuali successive - secondo una logica 1+1+1 - mentre per Italia 500 la proroga massima complessiva è fissata in tre anni. Questo strumento tutela il gestore da una delle trappole più comuni nel Private Equity: essere costretti a cedere un asset in condizioni di mercato sfavorevoli solo perché il calendario del fondo lo impone.¹⁰⁴¹⁰⁵

Infine, un elemento che merita attenzione riguarda la natura chiusa di questi veicoli. I partecipanti non possono richiedere il rimborso delle proprie quote prima della scadenza naturale del fondo. Questa caratteristica, che a prima vista potrebbe sembrare un limite, è in realtà una delle condizioni che rende possibile la creazione di valore: sapere di disporre di un capitale stabile per quasi un decennio consente al gestore di intervenire con decisione sulla governance e sull'operatività delle aziende in portafoglio, avviando quei cambiamenti strutturali che richiedono tempo per produrre risultati e che rappresentano, in ultima analisi, la fonte principale del rendimento extra tipico del Private Capital.¹⁰⁶

Un parametro fondamentale nella gestione del portafoglio è la velocità di deployment, ovvero la rapidità con cui il fondo riesce a impiegare concretamente le risorse raccolte. Solitamente, i richiami di capitale dilazionati nel tempo (capital call) generano incertezza per i sottoscrittori. Azimut ha ottimizzato anche questo aspetto strategico: un esempio virtuoso è rappresentato dal

¹⁰⁴ Ibidem.

¹⁰⁵ Mamacrowd, Venture Capital Azimut ALIcrowd III, Documento informativo del progetto, <https://mamacrowd.com/it/project/venture-capital-azimut-alicrowd-3> , (Consultato ad Aprile 2026).

¹⁰⁶ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento del fondo Azimut Demos 1, (Valido dal 1 gennaio 2021). Articolo 3 - Durata del Fondo.

comparto AZ RAIF I - YHOX (lanciato nel 2021). A fronte di una durata statutaria particolarmente estesa, fissata a 12 anni con un periodo di investimento di 8 anni, e sottoscrizioni totali per oltre 65,6 milioni di euro, questo veicolo adotta una strategia generalista con focus geografico tra Italia, Europa e Stati Uniti. La sua peculiarità risiede in un'altissima diversificazione (circa 30 operazioni in portafoglio, avvicinandosi alle dinamiche di un fondo comune) e, soprattutto, in un deployment del capitale in tempi eccezionalmente rapidi condotto insieme all'advisor strategico Electa Ventures, riducendo così al minimo le inefficienze tipiche della fase di allocazione della liquidità.¹⁰⁷¹⁰⁸

3.4.3 Ruolo di advisor, M&A boutique e team interno

Osservando come Azimut Libera Impresa SGR si organizza internamente, emerge con chiarezza una scelta di fondo che distingue il Gruppo dalla maggior parte degli operatori del settore: non agire da investitore passivo che delega all'esterno la gestione delle fasi più delicate, ma costruire una struttura professionale propria, capace di governare direttamente la complessità delle operazioni straordinarie e delle exit.

Il dato dimensionale è il primo elemento che colpisce. Secondo quanto riportato sul portale ufficiale della società, il team conta oltre cento professionisti - una cifra che, nel panorama italiano del Private Capital, rappresenta un'eccezione più che una norma. Questa ampiezza non è fine a sé stessa: risponde alla necessità di presidiare in parallelo asset class molto diverse tra loro, dal Private Equity al Private Debt, dal Venture Capital alle infrastrutture. La struttura non è

¹⁰⁷ Le informazioni e i dati tecnici contenuti in questo paragrafo sono stati acquisiti e integrati tramite colloqui diretti e corrispondenza professionale con il team di consulenza senior di Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (periodo febbraio-maggio 2026), ai fini di una validazione empirica delle dinamiche operative descritte.

¹⁰⁸ Cfr. Azimut Investments S.A., Scheda Aggiornamento AZ RAIF I - YHOX, 30.06.2025

monolitica, ma si articola in squadre dedicate che seguono ciascuna fase del ciclo di vita dell'investimento, dalla selezione iniziale fino alla pianificazione dell'uscita, garantendo una coerenza di indirizzo che difficilmente si otterrebbe affidando ogni passaggio a soggetti diversi.

Ciò che trasforma questo team in qualcosa di più simile a una boutique di M&A residente che a un ufficio investimenti tradizionale è la provenienza dei suoi componenti. I partner e i responsabili degli investimenti hanno costruito la propria esperienza nelle principali banche d'affari internazionali e in primarie realtà di consulenza strategica. Questo bagaglio professionale consente di svolgere internamente attività che altrove vengono quasi sempre affidate ad advisor esterni: dalla strutturazione finanziaria delle operazioni alla conduzione diretta delle negoziazioni con potenziali acquirenti industriali o finanziari.

A tutto ciò si aggiunge un elemento che non va trascurato: l'integrazione tra competenze finanziarie e competenze operative. La presenza di professionisti in grado non solo di allocare capitale, ma anche di affiancare concretamente le aziende in portafoglio nella loro gestione quotidiana, fa sì che il percorso verso il disinvestimento non sia soltanto pianificato, ma alimentato da una creazione di valore reale e misurabile. È questa combinazione - autonomia tecnica, profondità di competenze e presidio diretto del processo - a consentire alla SGR di condurre le proprie exit con tempi e risultati difficilmente replicabili da chi opera con strutture più snelle o più dipendenti dall'esterno.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Azimut Libera Impresa SGR. Team - I professionisti e l'organizzazione della SGR, <https://www.azimutliberaimpresa.it/en/team>, (Consultato ad Aprile 2026).

3.5 I principali veicoli di investimento: strategie operative e rotazione del portafoglio

L'efficacia delle politiche di uscita di una SGR si misura concretamente sui risultati empirici delle operazioni concluse, piuttosto che sui soli criteri teorici. La capacità di individuare aziende promettenti è solo il punto di partenza: ciò che distingue un operatore solido è la concreta abilità di trasformare il potenziale riconosciuto in fase di ingresso in rendimento effettivo, restituibile agli investitori al termine del ciclo.

I principali fondi gestiti da Azimut Libera Impresa operano come strumenti strategici, costruiti attorno a mandati specifici e distinti. Ogni veicolo risponde a una logica propria, pensata per intercettare una fase precisa del ciclo di vita delle imprese e per dialogare con un profilo di investitore ben definito.

L'architettura complessiva dell'offerta del Gruppo si caratterizza per una diversificazione che va oltre la mera distribuzione del rischio. Si tratta di una scelta strutturale che riflette la volontà di presidiare il mercato in modo trasversale: dai fondi pionieristici aperti alla clientela retail, pensati per avvicinare il risparmio diffuso all'economia reale, ai veicoli costruiti per accompagnare le imprese verso la quotazione sui mercati regolamentati, fino agli strumenti di co-investimento d'élite, realizzati in partnership con advisor industriali di caratura internazionale. Ciascuno di questi livelli risponde a esigenze differenti e richiede competenze gestionali specifiche, ma tutti convergono verso la medesima finalità: generare valore nel tempo e restituirlo in forma liquida a chi ha scelto di investire.

L'indagine non si limiterà a una ricognizione delle caratteristiche tecniche di questi strumenti. Il focus sarà sulle operazioni già giunte a conclusione naturale, quelle in cui il ciclo si è chiuso e i risultati sono verificabili. Esaminare le prime exit già finalizzate significa disporre di un metro di misura reale: non proiezioni

o stime, ma dati reali su come le strategie di disinvestimento si sono tradotte in pratica. È attraverso questa lente empirica che sarà possibile valutare in che misura il progetto di democratizzazione del capitale - tanto evocato nel dibattito di settore - si realizzi davvero, chiudendo il cerchio virtuoso che inizia con la raccolta del risparmio privato e si compie con la sua restituzione, accresciuta dal lavoro svolto sulle imprese nel corso degli anni.

L'architettura dei veicoli di investimento di Azimut si distingue per un'elevata flessibilità anche in termini di controllo societario. Mentre fondi come Demos 1 sono focalizzati su operazioni di maggioranza (acquisendo quote superiori al 50% dell'azienda target, come nel caso Sicer), il Gruppo opera attivamente anche attraverso investimenti di minoranza. Un esempio emblematico è rappresentato dal fondo Ophelia, strutturato per affiancare gli imprenditori acquisendo quote inferiori al 50%, fornendo capitali per la crescita senza sottrarre loro il controllo aziendale.¹¹⁰

3.5.1 La prima operazione di disinvestimento del fondo Demos 1: l'exit di Sicer e le partecipazioni in portafoglio

La fase di monetizzazione rappresenta il momento di verifica cruciale per misurare le reali performance di un fondo di Private Equity. Nel caso di Azimut Demos 1 - il primo veicolo pensato per la clientela retail lanciato dal Gruppo - il biennio 2023-2025 ha segnato l'avvio concreto della rotazione del portafoglio, portando a termine con successo la prima importante exit del fondo. Incrociando la documentazione di bilancio della SGR con i dati transazionali estratti dal database LSEG Refinitiv (Datastream), è possibile ricostruire nel dettaglio

¹¹⁰ Le informazioni e i dati tecnici contenuti in questo paragrafo sono stati acquisiti e integrati tramite colloqui diretti e corrispondenza professionale con il team di consulenza senior di Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (periodo maggio 2026), ai fini di una validazione empirica delle dinamiche operative descritte.

queste prime uscite, che offrono una verifica empirica della solidità del modello di intervento industriale promosso da Azimut.

Figura 3.4: Sintesi operativa e stato dei richiami del fondo Azimut Demos 1

AZIMUT DEMOS 1

Informazioni generali	
Nome fondo	DEMOS 1
Anno di lancio	2020
Durata del fondo	8 anni
Periodo di investimento	6 anni
Possibile estensione	1 anno, per massimo 2 estensioni
Valuta comparto	EUR
Totale sottoscrizioni	EUR 279.270.000
Chiusura esercizio	31 dicembre
Domicilio	Italia
Società di gestione	Azimut Libera Impresa SGR S.p.A.
Strategia di investimento	
Asset class	Private Equity
Focus settoriale	Multisetoriale
Focus geografico	Italia
Organismo di vigilanza e service providers	
Auditor	Ernst & Young
Servizi amministrativi e banca depositaria	BNP Paribas

Fonte: Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2024).¹¹¹

Tra le operazioni che meglio illustrano la logica di creazione di valore del Gruppo, Sicer occupa un posto di rilievo. L'azienda, con sede a Fiorano Modenese, si è affermata come punto di riferimento mondiale nella progettazione e produzione di prodotti chimici speciali per la decorazione ceramica. La sua vocazione internazionale è consolidata: oltre il 60% del

¹¹¹ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2024), Scheda di Aggiornamento Azimut Demos 1 al 31 dicembre 2024.

fatturato viene generato fuori dai confini nazionali, attraverso stabilimenti produttivi e strutture commerciali dislocati in Spagna, Messico, India e Indonesia.

L'ingresso di Azimut risale al novembre 2020. I database di Refinitiv certificano che il fondo Demos 1 ha rilevato una quota di maggioranza del 65% attraverso una struttura di Leveraged Buyout, con l'obiettivo di accompagnare l'azienda in una nuova stagione di sviluppo e consolidarne la posizione nei principali distretti ceramici internazionali.

L'uscita si è concretizzata nel 2023 con un Secondary Buyout. La partecipazione è stata ceduta a un consorzio guidato dal fondo Ardian France SA, affiancato dallo stesso management storico dell'azienda - l'Executive Chairman Gianfranco Padovani e i CEO Giuliano Ferrari e Marco Eumenidi.^{112 113}

L'intervento di Azimut è stato decisivo per accelerare lo sviluppo internazionale dell'azienda. Grazie al supporto strategico del fondo, Sicer ha consolidato la propria presenza nei principali distretti ceramici mondiali, con un focus particolare sull'espansione estera in Paesi chiave. I risultati di questa strategia di internazionalizzazione sono evidenti nei dati di crescita registrati nei quattro anni di detenzione: i ricavi sono passati da 69 a 124 milioni di euro, mentre l'EBITDA è balzato da 11 a 27 milioni di euro. Questa straordinaria performance operativa ha permesso ad Azimut di realizzare, al momento dell'uscita, un ritorno sul capitale investito pari a circa 3 volte l'investimento iniziale, registrando un Tasso Interno di Rendimento (IRR) del 28%.¹¹⁴

¹¹² Azimut Libera Impresa SGR, Scheda Società Target: Gruppo Sicer (Sicer S.p.A.) e Factsheet Demos 1 al 30.06.2023.

¹¹³ Informazioni sulla società estratte dal database *LSEG Refinitiv (Datastream)*.

¹¹⁴ Cfr. Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2025), Demos I Exit Sicer 2025, <https://www.youtube.com/watch?v=EWW8aaTTx3s>, (Consultato a Maggio 2026).

La struttura di questa exit rispecchia fedelmente la filosofia della SGR: una volta completato il lavoro di valorizzazione, l'azienda viene affidata a un operatore finanziario di scala globale per sostenere la fase successiva di crescita, con il management storico che rimane protagonista del progetto industriale.

La scomposizione analitica dei driver finanziari e industriali che hanno alimentato la generazione di valore in questa operazione - il cosiddetto Value Creation Bridge - costituirà l'oggetto di un approfondimento tecnico dedicato nel paragrafo 3.6, volto a isolare i singoli motori del rendimento.

A completare il primo ciclo di uscite di Demos 1 sono stati altri due disinvestimenti che, letti insieme a quello di Sicer, restituiscono l'immagine di un portafoglio costruito con una logica di diversificazione reale, non solo dichiarata.

Oltre all'uscita da Sicer, il portafoglio di Demos 1 comprende ancora partecipazioni attive su cui il lavoro di valorizzazione è in pieno corso. La prima riguarda il Gruppo Induplast, realtà specializzata nel packaging primario per la cosmetica - un segmento che combina una discreta tenuta strutturale con marginalità interessanti - in cui Azimut sta operando a supporto dello sviluppo aziendale su più fronti. La seconda è Isola dei Tesori, operatore del retail specializzato per animali domestici: in questo caso il fondo è impegnato nel rafforzamento e nella razionalizzazione della rete di vendita, con l'obiettivo di costruire una piattaforma distributiva più solida ed efficiente in vista delle fasi successive.¹¹⁵¹¹⁶

Lette insieme, queste esperienze restituiscono un'immagine coerente del modello gestionale adottato: un team capace di muoversi con la stessa logica industriale

¹¹⁵ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Relazione di gestione del fondo Azimut Demos 1 al 31 dicembre 2020.

¹¹⁶ Dati e analisi integrati tramite comunicazioni e materiali informativi forniti dalla SGR.

su realtà molto diverse tra loro, tanto nelle operazioni già concluse - dove si è dimostrata la capacità di generare rendimenti concreti entro orizzonti temporali ragionevoli, come nel caso Sicer - quanto in quelle ancora aperte, dove il capitale dei risparmiatori viene amministrato con la pazienza e la disciplina che i mercati privati richiedono per esprimere il loro pieno potenziale.

3.5.2 Il fondo IPO Club: un modello specializzato di accompagnare al mercato dei capitali

Se le operazioni descritte nelle pagine precedenti raccontano singoli percorsi di trasformazione aziendale, IPO Club rappresenta qualcosa di diverso: il tentativo di rendere sistematica la strategia di uscita attraverso la quotazione in Borsa.

Figura 3.5: Informazioni generali e strategia di investimento del fondo IPO Club

IPO CLUB	
Informazioni generali	
Nome fondo	IPO Club
Anno di lancio	2017
Durata del fondo	8 anni
Periodo di investimento	6 anni
Possibile estensione	1 anno
Valuta comparto	EUR
Totale sottoscrizioni	EUR 150.000.000
Totale richiamato	EUR 84.000.000
Totale distribuito*	EUR 71.500.000
Chiusura esercizio	31 dicembre
Domicilio	Italia
Società di gestione	Azimut Libera Impresa SGR S.p.A.
Strategia di investimento	
Asset class	Private Equity
Focus settoriale	Multisetoriale
Focus geografico	Italia
Organismo di vigilanza e service providers	
Auditor	Ernst & Young
Servizi amministrativi e banca depositaria	BNP Paribas

Fonte: Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2024).¹¹⁷

¹¹⁷ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda di Aggiornamento IPO CLUB al 30 giugno 2024.

Lanciato nel 2017 come Fondo Comune di Investimento Alternativo chiuso e riservato, il veicolo nasce con un obiettivo preciso - fare da raccordo tra il capitale privato e i mercati regolamentati, accompagnando le eccellenze del Made in Italy attraverso uno dei passaggi più impegnativi della loro storia societaria.¹¹⁸

Il fondo, gestito da Azimut Libera Impresa SGR, ha raccolto sottoscrizioni per 150 milioni di euro complessivi, con un orizzonte operativo di otto anni e un periodo di investimento attivo di sei. La differenza rispetto a un fondo di Private Equity tradizionale non è solo tecnica: IPO Club seleziona aziende che hanno già raggiunto una maturità organizzativa significativa, con modelli di business sufficientemente solidi e scalabili da reggere il confronto con le aspettative dei mercati pubblici. L'intervento della SGR non si esaurisce nell'apporto di capitale, ma si estende a un lavoro di preparazione sistematica delle aziende agli standard di compliance e trasparenza che la quotazione richiede. Secondo i documenti di aggiornamento al 2024, il fondo ha richiamato circa 84 milioni di euro del capitale sottoscritto, impiegandoli in un portafoglio multisettoriale di imprese italiane con un potenziale di listing effettivo e documentato.^{119 120}

Nel contesto italiano, IPO Club occupa una posizione difficilmente assimilabile a quella degli strumenti di Private Equity più tradizionali. Il tratto che lo distingue in modo più netto è il ruolo che il fondo assume nel percorso di quotazione: non un semplice accompagnatore finanziario, ma un soggetto che entra nel processo con l'autorevolezza istituzionale necessaria a validarlo agli

¹¹⁸ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento del fondo comune di investimento alternativo italiano, di tipo chiuso, riservato "IPO CLUB".

¹¹⁹ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Relazione di gestione del fondo "IPO CLUB" al 31 dicembre 2023.

¹²⁰ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda di Aggiornamento IPO CLUB al 30 giugno 2024.

occhi del mercato e a creare le condizioni perché altri investitori professionali decidano di seguire. Dove la maggior parte dei fondi costruisce la propria exit attorno alla vendita a gruppi industriali o al passaggio a un altro veicolo finanziario, IPO Club orienta fin dall'inizio la propria azione verso i mercati regolamentati, intendendo la quotazione non come un'opzione tra le tante, ma come il traguardo naturale del percorso di valorizzazione.

I risultati già realizzati offrono riscontri concreti. Tra le realtà del Made in Italy accompagnate con successo alla Borsa, spiccano PharmaNutra nel settore nutraceutico, Digital Value nel campo delle infrastrutture ICT e Magis nella produzione di imballaggi tecnici. In nessuno di questi casi l'uscita del fondo ha coinciso con la fine di un ciclo: ha piuttosto segnato l'inizio di una nuova fase per le imprese coinvolte, ora dotate di accesso diretto ai mercati dei capitali, di una struttura di governance rafforzata e di una visibilità che le rende soggetti credibili anche per gli investitori internazionali.¹²¹

L'elemento più rilevante, nel contesto di un'analisi sulle politiche di disinvestimento, riguarda però la fase in cui IPO Club si trova oggi. Come emerge dal Rendiconto intermedio di liquidazione al 31 dicembre 2024, il fondo ha chiuso il proprio ciclo di investimento ed è entrato nella fase conclusiva: il team è ora concentrato esclusivamente sulla monetizzazione delle partecipazioni residue e sulla restituzione dei proventi ai sottoscrittori.¹²²

I numeri già disponibili danno la misura di come stia andando questa fase di uscita collettiva. Al 30 giugno 2024, il fondo aveva già distribuito agli investitori

¹²¹ Dati e analisi sulle partecipate PharmaNutra, Digital Value e Magis integrati tramite comunicazioni e materiali informativi forniti dalla SGR.

¹²² Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Rendiconto intermedio di liquidazione al 31 dicembre 2024 del fondo "IPO CLUB in liquidazione".

71,5 milioni di euro, includendo gli ultimi 13,5 milioni deliberati nel luglio dello stesso anno.¹²³

L'andamento del NAV e il ritmo delle distribuzioni confermano la capacità del team di gestire la finestra di liquidazione in modo ordinato, convertendo progressivamente le partecipazioni in cassa reale man mano che le aziende in portafoglio completano il loro percorso di valorizzazione.¹²⁴

Guardato nel suo insieme, IPO Club non è semplicemente un contenitore di investimenti in attesa di uscita. È una dimostrazione pratica - e ancora in corso - di come si possa chiudere il cerchio della democratizzazione finanziaria: raccogliere risparmio privato, lavorare per anni sulla crescita delle imprese fino a renderle adatte ai mercati pubblici, e infine restituire il valore creato attraverso un processo di liquidazione che risponde ai criteri di trasparenza e responsabilità che chi ha investito i propri risparmi ha tutto il diritto di aspettarsi.

3.5.3 Il modello del Club Deal e la partnership con Borletti Group: l'analisi delle exit in MooRER e Zimmermann

Un altro tassello della strategia di disinvestimento del Gruppo Azimut è rappresentato dai veicoli di co-investimento specialistici, tra cui il comparto AZ RAIF II - Private Equity Borletti Investment Club. La logica che sta dietro a questo strumento è precisa: affiancare alla gestione finanziaria interna la competenza settoriale di un partner industriale con un profilo riconosciuto a livello internazionale, il Gruppo Borletti, da decenni attivo nei segmenti del lusso e del retail globale. La chiusura dell'esercizio 2023 ha segnato un momento rilevante per questo veicolo, con la finalizzazione di due uscite che confermano

¹²³ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda di Aggiornamento IPO CLUB al 30 giugno 2024.

¹²⁴ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda NAV IPO CLUB al 31 dicembre 2023.

la tenuta della strategia basata sulla valorizzazione di brand con ambizioni e traiettorie internazionali.

Figura 3.6: Sintesi operativa e dati patrimoniali del comparto Borletti Investment Club

Sintesi			
Informazioni generali		Strategia di investimento	
Nome fondo multicomparto	AZ RAIF II	Asset class	Private Equity
Nome comparto	Private Equity Borletti Investment Club	Focus settoriale	Generalista
Anno di lancio	2022	Focus geografico	Globale
Durata del fondo	5 anni	Organismo di vigilanza e service providers	
Periodo di investimento	1 anni	Organismo di vigilanza	CSSF
Possibile estensione	12 mesi, per max. 2 estensioni	Auditor	Ernst & Young
Valuta comparto	EUR	Banca depositaria e fund servicer	BNP Paribas, Luxembourg
Totale sottoscrizioni	EUR 19.778.255		
Chiusura esercizio	31 dicembre		
Domicilio	Lussemburgo		
Società di gestione	Azimut Investments S.A.		

Fonte: Azimut Investments S.A., 2023.¹²⁵

La prima operazione riguarda MooRER, realtà di riferimento nel segmento del lusso nell'abbigliamento, con sede a Castelnuovo del Garda, specializzata nella produzione di capi di alta gamma. Il disinvestimento si è concluso nel dicembre 2023 attraverso una transazione negoziata in via privata: Borletti Group SCA, con sede in Lussemburgo, ha acquisito una partecipazione del 25% nella società. Sul piano dei rendimenti, l'operazione ha generato un MoIC di 1,18x. Un dato che merita attenzione separata, in quanto particolarmente rilevante per la presente analisi, riguarda i costi di transazione: secondo quanto rilevato dal

¹²⁵ Azimut Investments S.A., AZ RAIF II - Private Equity Borletti Investment Club, Scheda Prodotto e Scheda NAV (Aggiornamento al 31.12.2023).

database LSEG Refinitiv, le fees associate all'operazione ammontano a circa 760.000 euro.^{126 127}

Non si tratta di una cifra da leggere come semplice onere accessorio. Rappresenta la traccia documentale di un processo di analisi e due diligence condotto con rigore, in un comparto - quello della moda - dove le variabili qualitative pesano quanto quelle finanziarie e dove la solidità del processo valutativo iniziale è spesso la condizione che rende possibile un'uscita ordinata e ben posizionata.

In parallelo, sempre a fine 2023, il Borletti Investment Club ha completato l'uscita dall'iconico brand australiano Zimmermann Wear PTY Limited. In questo caso i risultati sono stati di tutt'altra portata: il MoIC raggiunto è stato di 3,22x, un multiplo che posiziona questa operazione tra le più performanti del portafoglio.^{128 129}

Il confronto tra le due exit non è solo una questione di numeri. Mette in luce qualcosa di più strutturale: la partnership con un advisor industriale altamente specializzato consente di intercettare opportunità di valore su scala globale che difficilmente sarebbero accessibili attraverso una gestione puramente finanziaria. Saper riconoscere brand in fase di accelerazione nel mercato del luxury fashion, e saper gestire il processo di uscita con la tempistica e il posizionamento giusti, dimostra che il modello di investimento promosso da Azimut ha una capacità di scalabilità reale - e che quella capacità si traduce, in

¹²⁶ Ibidem.

¹²⁷ Informazioni sulla società estratte dal database *LSEG Refinitiv (Datastream)*.

¹²⁸ Azimut Investments S.A., AZ RAIF II - Private Equity Borletti Investment Club, Scheda Prodotto e Scheda NAV (Aggiornamento al 31.12.2023).

¹²⁹ Azimut Investments S.A., Scheda di Aggiornamento Borletti Investment Club (Edizioni 31.12.2023 e 30.06.2024).

modo diretto e misurabile, in rendimenti concreti per chi ha scelto di partecipare al club deal.

3.5.4 La diversificazione dei veicoli ELTIF e l'exit strategica internazionale: il caso ISEM

La varietà dell'ecosistema Azimut emerge con chiarezza anche guardando ai fondi ELTIF tematici, che completano un'offerta già articolata nei veicoli generalisti e nei club deal. Un caso recente e particolarmente significativo riguarda il fondo Azimut ELTIF - Private Equity Peninsula Tactical Opportunity, istituito da Azimut Investments S.A. e gestito in delega da Azimut Libera Impresa SGR.

Nel febbraio 2026, questo veicolo ha portato a termine la cessione della propria partecipazione in ISEM S.r.l., società con sede a Vigevano, in provincia di Milano, e punto di riferimento europeo nel packaging secondario di lusso in carta per i settori della profumeria, della cosmetica e della moda. Tra i suoi clienti figurano alcuni dei marchi più riconoscibili a livello globale: L'Oreal, Coty, Shiseido e KIKO, nomi che da soli certificano il posizionamento dell'azienda nella fascia alta del mercato.

L'ingresso nel capitale di ISEM era avvenuto nel maggio 2022, con un investimento iniziale di circa 9,7 milioni di euro. Nei quasi quattro anni successivi, l'azienda ha rafforzato ulteriormente la propria posizione competitiva, chiudendo l'esercizio 2025 con un fatturato superiore a 120 milioni di euro - un risultato che riflette tanto la qualità intrinseca del modello di business quanto il lavoro svolto durante il periodo di detenzione sul piano operativo e commerciale.

L'uscita si è realizzata attraverso un trade sale di respiro internazionale. L'acquirente è Multiply Group, holding di investimento quotata ad Abu Dhabi con una capitalizzazione superiore ai 10 miliardi di euro, che ha rilevato la quota

di controllo del Gruppo ISEM. Sul piano dei rendimenti, l'operazione ha premiato la strategia del fondo in modo netto: a fronte dell'investimento iniziale, il valore netto incassato all'uscita dal veicolo ELTIF è stato di 19,3 milioni di euro, con un moltiplicatore sul capitale investito - MoIC - di circa 2,0x in meno di quattro anni. Un risultato che conferma, una volta di più, la capacità della SGR di individuare eccellenze manifatturiere del Made in Italy e di costruire i ponti necessari per valorizzarle agli occhi dei grandi acquirenti industriali globali.¹³⁰

3.6 Analisi della creazione di valore: scomposizione dei rendimenti ed evidenze empiriche

Definire una strategia è necessario, ma non basta. Il momento in cui una filosofia gestionale viene davvero messa alla prova è quello in cui si confronta con i risultati concreti - con i numeri, con le operazioni portate a termine, con ciò che è effettivamente accaduto alle aziende durante il periodo in cui il fondo le ha accompagnate. In un'analisi dedicata alle strategie di disinvestimento nel Private Equity, fermarsi ai coefficienti di rendimento finale sarebbe un esercizio parziale: sapere quanto si è guadagnato non dice ancora nulla su perché quel guadagno si è prodotto e attraverso quali meccanismi si è formato.

Per valutare la reale sostanza di un'operazione, è necessario scomporre il dato aggregato e risalire alle forze industriali o finanziarie che lo hanno generato. In altri termini, si tratta di capire se il valore restituito agli investitori al termine del ciclo sia stato costruito attraverso una trasformazione industriale reale delle aziende in portafoglio, oppure se sia in larga parte il prodotto di condizioni di

¹³⁰ Dati e metriche dell'operazione ISEM S.r.l. integrati tramite comunicazioni e documentazione aziendale interna fornita dal team di gestione (2026).

mercato favorevoli, di dinamiche valutative congiunturali o di manovre sul debito prive di ricadute concrete sul tessuto operativo delle imprese.

Per rispondere a questa domanda in modo rigoroso, l'analisi si avvale di una metodologia quantitativa consolidata e riconosciuta a livello internazionale, applicata a due casi studio che rappresentano situazioni distinte per settore di riferimento e struttura dell'operazione, ma accomunati dall'essere stati gestiti nell'ambito della stessa filosofia di fondo. La scomposizione che ne deriva non ha solo un valore descrittivo: serve a verificare empiricamente se esiste una coerenza reale tra quanto dichiarato in sede di raccolta - la promessa di un rendimento fondato sulla crescita dell'economia reale - e quanto è poi accaduto realmente nei bilanci delle imprese partecipate. È in questo senso che l'analisi diventa uno strumento di valutazione della credibilità del modello, oltre che dei suoi risultati.

3.6.1 Metodologia: Il modello del “Value Creation Bridge”

Come analizzato, un disinvestimento efficace rappresenta il consolidamento di strategie industriali pianificate a monte, superando la mera logica del market timing. È piuttosto il punto di arrivo di un lavoro costruito nel tempo, la verifica concreta di scelte industriali prese anni prima. L'uscita da un investimento smette di essere una semplice transazione e diventa qualcosa di più preciso: la certificazione della qualità del percorso compiuto insieme all'azienda.

Ad ogni modo, per valutare davvero la sostanza di un'operazione, il solo risultato aggregato risulta insufficiente. Un indicatore come il MoIC - il multiplo sul capitale investito - misura quanto si è guadagnato, ma non dice nulla su come quel guadagno è stato generato. Tale distinzione risulta fondamentale, in quanto le fonti del rendimento possono divergere radicalmente: vi è la creazione di valore prettamente industriale da un lato, e l'espansione legata a dinamiche di mercato o leve finanziarie dall'altro. Per separare le une dagli altri, la presente

analisi adotta il modello del Value Creation Bridge, un framework metodologico che consente di scomporre l'incremento di valore dell'Equity nelle sue componenti elementari, risalendo dalle cause agli effetti.

Nelle elaborazioni di Bain & Company e PwC, questo strumento si articola attorno a tre determinanti principali, ciascuna con una natura e un'origine distinta.

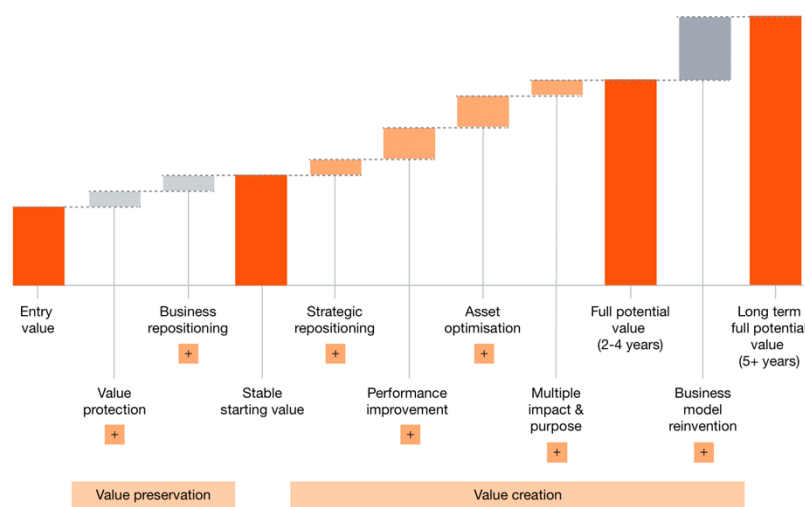
La prima è la crescita dell'EBITDA, che cattura il valore prodotto dal miglioramento operativo dell'azienda. Come evidenziato da PwC, questa componente riflette la capacità del gestore di agire effettivamente sul business: ampliare i ricavi, migliorare i margini, rafforzare il posizionamento competitivo. È il driver industriale per definizione - quello che richiede più tempo, più impegno e più competenza per essere attivato.

La seconda componente è l'espansione del multiplo, che misura il valore aggiunto derivante dal fatto di aver ceduto l'asset a una valutazione superiore rispetto a quella di ingresso. Questo accade quando il mercato, al momento della vendita, riconosce all'impresa una solidità maggiore, un profilo di rischio migliorato o prospettive di crescita più credibili - elementi che si traducono in un premio sul prezzo finale.

La terza determinante è il deleverage, ovvero la riduzione progressiva dell'indebitamento netto durante il periodo di gestione. Man mano che l'azienda genera cassa e ripaga il debito contratto per l'acquisizione, il valore si sposta dal

lato delle passività a quello del patrimonio netto, ampliando la quota dell'Equity che il fondo potrà monetizzare all'uscita.^{131 132 133}

Figura 3.7: Rappresentazione grafica a cascata (Waterfall Chart) del modello Value Creation Bridge



Fonte: Pwc, Value Creation.¹³⁴

¹³¹ Pwc, Value Creation, Cfr. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/value-creation.html> , (Consultato ad Aprile 2026).

¹³² Bain & Company, Value Creation: What It Is and Why It Matters, Cfr. <https://www.bain.com/insights/value-creation-what-it-is-and-why-it-matters/> , (Consultato ad Aprile 2026).

¹³³ Stenzel, R. (2023), Private Equity: Crossing the Value Creation Bridge, Cfr. <https://www.linkedin.com/pulse/private-equity-crossing-value-creation-bridge-robert-stenzel/> (Consultato ad Aprile 2026).

¹³⁴ Pwc, Value Creation, Cfr. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/value-creation.html> , (Consultato ad Aprile 2026).

Applicato al caso Azimut, questo schema metodologico serve a uno scopo preciso: verificare se la retorica della "democratizzazione del capitale" trovi riscontro nei numeri. Azimut Libera Impresa si presenta come un operatore che indirizza il risparmio privato verso lo sviluppo del tessuto produttivo italiano, posizionandosi non come investitore di passaggio ma come partner industriale delle PMI. Il Value Creation Bridge permette di mettere alla prova questa dichiarazione di intenti: un disinvestimento coerente con quella missione dovrebbe mostrare una netta prevalenza dei driver operativi - la crescita dell'EBITDA e l'eventuale espansione del multiplo - rispetto a quelli di natura puramente finanziaria. Nelle sezioni che seguono, questa metodologia verrà applicata ai dati reali delle operazioni analizzate, per verificare empiricamente in che misura il rendimento restituito ai sottoscrittori sia stato effettivamente costruito attraverso la trasformazione industriale delle imprese in portafoglio.

3.6.2 Applicazione ai casi studio: MooRER e Sicer

Al fine di comprendere la scomposizione della creazione di valore discussa precedentemente, il modello del Value Creation Bridge è stato applicato a due operazioni completate dai fondi gestiti da Azimut Libera Impresa: MooRER S.p.A. (Fondo Borletti RAIF II) e Sicer S.p.A. (Fondo Demos I). La scelta di questi due target è tutt'altro che casuale: tali casi permettono di confrontare situazioni molto diverse tra loro - da un lato una partecipazione di minoranza nel settore della moda di lusso, dall'altro un'acquisizione di maggioranza con leva finanziaria nel settore chimico-industriale. I dati finanziari alla base dell'analisi

sono stati estratti dalla piattaforma LSEG Refinitiv (Datastream) e verificati attraverso la reportistica ufficiale del fondo.¹³⁵

Il caso MooRER S.p.A.

MooRER nasce a Verona e opera nel segmento alto dell'abbigliamento, con una specializzazione precisa: i capispalla di lusso. Il brand ha costruito nel tempo un posizionamento chiaro, fondato sull'artigianalità del Made in Italy, e si muove su un doppio canale distributivo che combina il wholesale tradizionale con una rete di boutique monomarca in alcune delle principali piazze internazionali.

L'ingresso di Azimut (tramite il Fondo Borletti RAIF II) nel capitale di MooRER, con l'acquisizione di una quota di minoranza pari al 25%, si è concretizzato nel 2019. Tuttavia, ai fini dell'applicazione del modello Value Creation Bridge, il perimetro di analisi è stato circoscritto al periodo 2021-2024, adottando l'esercizio 2021 come anno base di ingresso (con un valore di investimento pro-quota ricalibrato a 7,8 milioni di euro).

Tale assunzione metodologica si è resa necessaria per sterilizzare l'analisi empirica dagli shock esogeni e fortemente distorsivi legati alla pandemia di COVID-19. Le chiusure forzate del 2020 hanno infatti distorto in modo profondo i flussi di cassa e la redditività del comparto retail dell'abbigliamento; di conseguenza, fissare il punto di partenza al 2021 garantisce una misurazione più attendibile, pulita e strutturale della reale crescita operativa (EBITDA) generata dalla gestione del fondo. L'uscita dall'investimento si è poi completata nel 2024, generando un incasso per il fondo pari a circa 9,23 milioni di euro.

¹³⁵ Dati di bilancio storici, Posizione Finanziaria Netta ed EBITDA estratti dal database *LSEG Refinitiv (Datastream)*. I valori di transazione (Investimento e Valore di Realizzo) sono stati desunti dalla reportistica interna di sintesi di Azimut Libera Impresa SGR.

Ricostruendo i valori per l'intero capitale (100%), l'Equity Value implicito preso come riferimento iniziale (2021) risulta pari a 31,2 milioni di euro, a fronte di un valore in fase di exit (2024) di 36,93 milioni di euro.

Figura 3.8: Parametri finanziari e metriche di transazione - Caso MooRER S.p.A.

PARAMETRI	INGRESSO	USCITA
Enterprise Value (EV)	45,593,000 €	58,193,940 €
EBITDA	3,446,000 €	7,828,000.00 €
Posizione Fin. Netta (Debito)	14,393,000 €	21,260,000 €
EQUITY VALUE	31,200,000 €	36,933,940 €

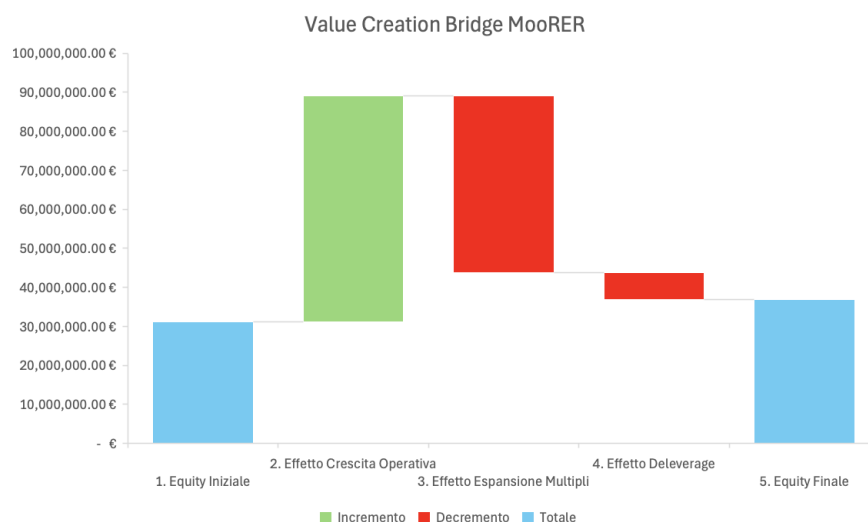
ANALISI MULTIPLI
Multiplo EV/EBITDA

13.23 7.43

Fonte: Elaborazione personale su dati LSEG Refinitiv e reportistica Azimut Libera Impresa SGR (Fondo Borletti RAIF II).

Applicando il modello di scomposizione, emerge esplicitamente come l'incremento di valore sia stato trainato esclusivamente dalla performance operativa. Durante il periodo di detenzione (2021-2024), l'EBITDA della società è aumentato da 3,44 milioni di euro a 7,82 milioni di euro.

Grafico 3.1: Value Creation Bridge - Caso MooRER S.p.A.



Fonte: Elaborazione personale su dati LSEG Refinitiv e reportistica Azimut Libera Impresa SGR (Fondo Borletti RAIF II).

Come illustrato nel grafico soprastante, l'Effetto Crescita Operativa (EBITDA Growth) ha generato una componente positiva di valore in grado di assorbire interamente i due effetti negativi registrati nel periodo. Nello specifico, si osserva una marcata contrazione dei multipli di mercato (l'indicatore EV/EBITDA è sceso da 13,2x a 7,4x), che si è tradotta in un Effetto Espansione Multipli di segno negativo. Anche l'Effetto Deleverage ha sottratto valore all'Equity, a causa di un incremento della Posizione Finanziaria Netta (passata da 14,39 a 21,26 milioni di euro) necessario per finanziare la crescita strutturale del perimetro aziendale.

Il caso Sicer S.p.A.

La seconda operazione a cui è stato applicato il modello è Sicer S.p.A., un'azienda con radici solide nel distretto ceramico modenese. Il core business ruota attorno alla produzione di smalti, coloranti e prodotti chimici per la

ceramica, organizzati in due filoni principali: materiali industriali per pavimentazioni e rivestimenti unito a prodotti destinati alla decorazione ceramica. Nel catalogo si trovano fritte, smalti, graniglie, inchiostri e una serie di articoli speciali. Nel corso degli anni Sicer ha costruito una presenza internazionale concreta, con stabilimenti e uffici commerciali aperti in Spagna, Messico, Indonesia, Polonia, Turchia e India.

L'operazione di buyout è stata eseguita a novembre 2020 con l'acquisizione del 65% delle quote per un controvalore di 33 milioni di euro - corrispondente a un Equity Value totale implicito di 50.77 milioni di euro. La strategia di investimento si è focalizzata sulla crescita per linee esterne, culminata con l'acquisizione e l'efficientamento di un nuovo polo produttivo in Spagna.¹³⁶ L'uscita è avvenuta tramite un Secondary Buyout formalizzato a gennaio 2025 in favore del fondo Ardian¹³⁷, per un incasso pro-quota di circa 99 milioni di euro - Equity Value totale di 152.31 milioni di euro.¹³⁸

¹³⁶ Come documentato nei report di gestione del Fondo Demos I, nel maggio 2021 Sicer ha completato l'acquisizione e il rinnovamento di un impianto produttivo di 30.000mq in Spagna, finalizzato all'aumento della capacità produttiva estera.

¹³⁷ Refinitiv Deals Database, Sicer SpA M&A Tracker. L'operazione di secondary buyout ha visto coinvolti il management aziendale e il fondo Ardian France SA.

¹³⁸ I dati relativi ai controvalori di transazione (33 milioni di euro all'ingresso e 99 milioni di euro all'uscita) e alle relative quote di partecipazione sono stati forniti direttamente da fonti aziendali interne alla SGR per garantire la massima precisione nell'analisi del Value Creation Bridge. Si precisa che i valori inizialmente estratti dai database commerciali (nello specifico, LSEG Refinitiv) coincidevano con il Patrimonio Netto Contabile (Book Value) della società, utilizzato automaticamente dal provider come proxy in assenza di una disclosure pubblica sul prezzo del deal. I dati reali qui presentati esprimono invece l'effettivo Valore di Transazione (Market Equity Value), negoziato sulla base dei multipli dell'EBITDA, riflettendo la fisiologica riservatezza che caratterizza le operazioni sui mercati privati.

A differenza del caso precedente, l'utilizzo dell'esercizio 2020 come anno base (Punto Zero) per il calcolo del Value Creation Bridge risulta metodologicamente coerente e non necessita di aggiustamenti temporali. Trattandosi di un deal finalizzato nell'ultimo trimestre dell'anno (Q4), i dati finanziari consolidati al 31 dicembre 2020 riflettono con precisione la situazione ereditata dal fondo al momento del passaggio di controllo. Tali valori rappresentano il perimetro di partenza ideale per misurare l'efficacia delle iniziative strategiche successive. Inoltre, operando nel comparto industriale B2B, l'azienda presentava nel 2020 fondamentali non inficiati dalle distorsioni strutturali che la pandemia ha invece causato nel settore retail.

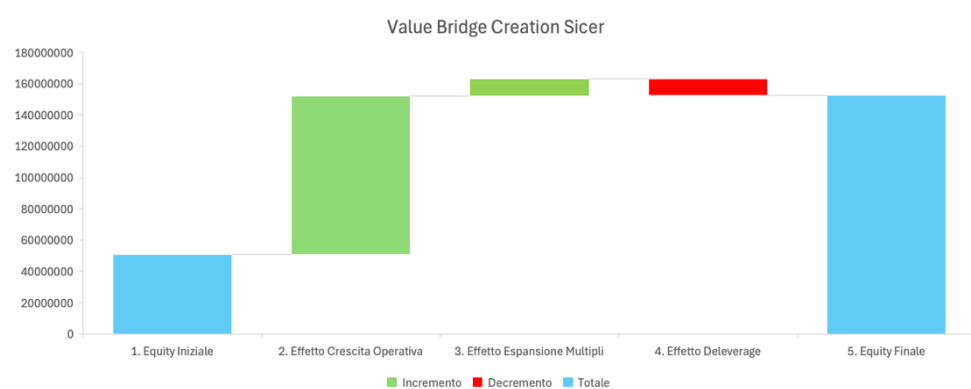
Figura 3.9: Parametri finanziari e metriche di transazione - Caso Sicer S.p.A.

PARAMETRI	INGRESSO	USCITA
Enterprise Value (EV)	69,769,231 €	182,307,692 €
EBITDA	11,000,000 €	27,000,000 €
Posizione Fin. Netta (Debito)	19,000,000 €	30,000,000 €
EQUITY VALUE	50,769,231 €	152,307,692 €
ANALISI MULTIPLI		
Multiplo EV/EBITDA	6.342657343	6.752136752

Fonte: Elaborazione personale su dati LSEG Refinitiv e reportistica Azimut Libera Impresa SGR (Fondo Demos I).

La base dati di Sicer evidenzia un'importante espansione dei margini: l'EBITDA è cresciuto dagli 11 milioni di euro del 2020 ai 27 milioni di euro registrati a dicembre 2024, portando l'Enterprise Value a superare i 182 milioni di euro.¹³⁹

Grafico 3.2: Value Creation Bridge - Caso Sicer S.p.A.



Fonte: Elaborazione personale condotta integrando i dati del database LSEG Refinitiv con informazioni primarie e rendicontazioni interne fornite dal team di gestione di Azimut Libera Impresa SGR (Fondo Demos I).

La scomposizione visiva del ponte di creazione di valore di Sicer conferma il successo dell'approccio industriale del fondo. Il raddoppio della marginalità operativa ha rappresentato il vero motore dell'operazione, generando oltre 101 milioni di euro di valore. Tale spinta ha beneficiato anche di una leggera espansione dei multipli di mercato (passati da 6,34x in ingresso a 6,75x all'uscita), che ha permesso di compensare ampiamente l'assorbimento di cassa legato all'aumento dell'indebitamento netto (da 19 a 30 milioni di euro) necessario per sostenere gli investimenti strutturali.

¹³⁹ Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2025), Demos I Exit Sicer 2025, <https://www.youtube.com/watch?v=EWW8aaTTx3s> (Consultato a Maggio 2026). I dati riflettono la crescita della marginalità operativa durante il periodo di gestione del fondo.

3.6.3 Sintesi dei risultati e coerenza con la filosofia di gestione

Il paragone tra i Value Creation Bridge relativi a MooRER S.p.A. e Sicer S.p.A. (Grafico 3.1 e Grafico 3.2) rivela qualcosa che va oltre il semplice confronto tra due operazioni: mette in luce una logica di fondo condivisa, che prescinde dalla distanza industriale tra i due casi. Un brand del lusso moda e un produttore chimico B2B non potrebbero appartenere a mondi più lontani, eppure la struttura che ha generato valore in entrambe le esperienze segue la stessa traiettoria. In entrambi i casi l'incremento dell'Equity Value finale non è riconducibile a manovre speculative sul debito e solo in minima parte a dinamiche di mercato: la quasi totalità del rendimento prodotto è scaturito dal miglioramento dei fondamentali operativi delle aziende.

I grafici a cascata rendono questa lettura immediata. La barra della crescita EBITDA è l'elemento dominante e vero motore della performance in entrambe le operazioni, capace di guidare il risultato netto. La prima variabile osservata riguarda i multipli di valutazione: se per MooRER il parametro EV/EBITDA ha registrato una compressione pronunciata (scendendo da 13,23x a 7,43x), per Sicer si è assistito a una lieve espansione fisiologica (da 6,34x a 6,75x). Quest'ultima, tuttavia, è servita di fatto a bilanciare la seconda forza in gioco, ovvero l'andamento del debito: anziché diminuire - come avviene nei buyout tradizionali, dove i flussi di cassa vengono sistematicamente destinati al rimborso dell'esposizione finanziaria - la Posizione Finanziaria Netta è cresciuta in entrambi i casi, per ragioni che verranno chiarite a breve.

Questa configurazione dei rendimenti acquista un peso interpretativo maggiore se la si rapporta ai riferimenti storici del settore. Secondo quanto documentato nel Global Private Equity Report 2022 di Bain & Company, il settore ha mostrato una dipendenza crescente e strutturale dall'espansione dei multipli di mercato a scapito della reale creazione di valore organico. Nello specifico, le analisi

presentate nel capitolo relativo alla sfida dell'inflazione (p. 76) evidenziano come la componente derivante dai multipli sia passata dal rappresentare il 48% della creazione di valore media nel periodo 2010-2015, a una quota preponderante del 56% nell'intervallo 2016-2021.

Tale evidenza sottolinea come, per oltre un decennio, la maggior parte dei fondi di buyout abbia generato ritorni 'perdendo terreno' sul fronte del valore intrinseco e beneficiando quasi esclusivamente di un contesto macroeconomico di prezzi crescenti.¹⁴⁰

I due casi esaminati descrivono una traiettoria invertita rispetto a queste statistiche: le variabili di mercato e la dinamica del debito hanno funzionato da zavorra (come in MooRER) o si sono semplicemente elise a vicenda (come in Sicer), lasciando alla sola trasformazione industriale il compito di portare in positivo l'intera operazione.

Questo divario rispetto alle medie di comparto non segnala un'inefficienza, ma rispecchia con esattezza il modello operativo descritto nel paragrafo 3.2.3. I numeri che emergono dai due Value Creation Bridge trovano la propria spiegazione concettuale nel principio dello "scambio tra tempo e performance" - quella disponibilità a rinunciare alla liquidità nel breve per ottenere rendimenti strutturali nel lungo - che il dibattito istituzionale sull'illiquidità ha messo al centro della riflessione sui mercati privati.¹⁴¹

¹⁴⁰ Bain & Company, (2022), Global Private Equity Report 2022, p. 76.

¹⁴¹ Il riferimento è all'intervento di L. Anzola (Head of Alternative Investments in Fideuram SGR) durante il panel FocusRisparmio, il quale evidenzia come l'illiquidità sia il fattore tecnico essenziale per estrarre valore dai piani industriali di lungo termine. Episodio della serie video "Risparmio & Altre Storie", Stagione 3, Cfr. <https://vision.focusrisparmio.com/guest/private-markets-opportunit-e-sfide-di-un-trend-in-crescita-con-alessandra-pasquoni-luca-anzola-e-giovanni-andrea-incarnato>, (Consultato ad Aprile 2026).

L'aumento dell'indebitamento registrato in entrambe le operazioni non è il prodotto di operazioni di dividend recap o di prelievi a vantaggio della SGR: è la naturale conseguenza di piani industriali ambiziosi che richiedono risorse nel momento in cui vengono attuati. Per MooRER, il riferimento è all'espansione della rete di vendita diretta; per Sicer, all'acquisizione e al potenziamento di impianti produttivi fuori dai confini nazionali.

Investimenti di questa natura richiedono tempo per tradursi in redditività. È proprio qui che entra in gioco un elemento strutturale del modello Azimut: quella filiera integrata tra produzione e distribuzione analizzata in precedenza.¹⁴²

L'internalizzazione della SGR e della rete di consulenza - che ha portato il Gruppo ai vertici del mercato europeo degli ELTIF - garantisce una raccolta stabile, costruita su una clientela informata e consapevole degli orizzonti temporali a cui si sta impegnando. È questa stabilità delle masse, alimentata da un lavoro capillare di educazione finanziaria condotto dai consulenti lungo tutta la filiera, a mettere il gestore al riparo dalla pressione dei disinvestimenti anticipati. Senza tale protezione, sarebbe difficile - se non impossibile - sostenere piani industriali pluriennali con la determinazione che i risultati hanno poi richiesto.

Le evidenze empiriche raccolte portano a una conclusione che è al tempo stesso analitica e strategica. Il progetto di democratizzazione dei mercati privati portato avanti da Azimut non si esaurisce nell'apertura commerciale a nuove fasce di investitori: trova la propria legittimazione più profonda nella coerenza tra le promesse fatte in fase di raccolta e i comportamenti gestionali osservabili nei dati. Il premio per l'illiquidità riconosciuto agli investitori non nasce da arbitraggi speculativi né da condizioni di mercato favorevoli capitate nel momento giusto: deriva da una trasformazione misurabile delle imprese in

¹⁴² Ibidem.

portafoglio, che al termine del ciclo sono uscite più solide, più efficienti e più redditizie di come erano entrate.

3.7 Considerazioni conclusive sul caso Azimut: resilienza e sfide in un mercato in crisi

L'indagine condotta in questo capitolo porta a una conclusione che trascende il singolo caso aziendale: Azimut non è soltanto un esempio riuscito di innovazione organizzativa nel settore finanziario, ma rappresenta un terreno di verifica concreta per uno dei concetti più dibattuti degli ultimi anni nel mondo del risparmio gestito - quello della democratizzazione dei mercati privati. La domanda di fondo che ha guidato l'analisi era precisa: l'ambizione di indirizzare il risparmio delle famiglie verso l'economia reale è una pratica industriale fondata su solide basi operative, o resta principalmente una narrativa commerciale?

I dati parlano con sufficiente chiarezza. L'applicazione del Value Creation Bridge alle operazioni di disinvestimento esaminate - Sicer e MooRER su tutte - ha mostrato che il rendimento restituito agli investitori è scaturito integralmente dal rafforzamento dei fondamentali operativi delle aziende accompagnate. La crescita della marginalità è stata abbastanza robusta da assorbire per intero la pressione esercitata dalla contrazione dei multipli di mercato e dall'incremento dell'indebitamento. Non si tratta di un risultato banale: documenta che l'approccio di Azimut Libera Impresa si distacca in modo misurabile dalle logiche dell'ingegneria finanziaria, e che la capacità di affiancare effettivamente le PMI italiane nel loro processo di maturazione manageriale non è soltanto dichiarata, ma verificabile nei numeri.

Questo risultato, come si è argomentato nelle pagine precedenti, non è il frutto di condizioni macroeconomiche favorevoli o di circostanze contingenti. Affonda

le radici in un modello di business che ha nella sua integrazione verticale il principale fattore abilitante. Combinare una SGR interna - dotata di professionalità tipiche di una boutique specializzata in operazioni straordinarie - con una rete proprietaria di consulenti finanziari non è una scelta organizzativa accessoria: è la condizione che rende possibile raccogliere un capitale paziente e mantenerlo stabile nel tempo, garantendo ai gestori la libertà operativa necessaria per eseguire piani industriali che richiedono anni per dispiegare i propri effetti.

L'analisi del caso Azimut mette in luce anche le tensioni strutturali che questo modello porta con sé, e che il Gruppo dovrà continuare a presidiare con attenzione. Il nodo critico non sta nella capacità di selezionare aziende target di qualità: sta nella natura del soggetto a cui i prodotti vengono proposti. Inserire asset illiquidi nei portafogli della clientela retail introduce un rischio di disallineamento temporale che non può essere sottovalutato. Le imprese hanno bisogno di tempo per crescere, consolidarsi e diventare cedibili a condizioni vantaggiose; il risparmiatore privato, storicamente abituato a strumenti liquidabili in qualsiasi momento, fatica ad accettare il terreno negativo della Curva J - quella fase iniziale in cui i costi del fondo precedono i rendimenti - senza che emerga una qualche forma di disagio o di ripensamento.

La solidità dell'intera architettura dipende quindi, in misura determinante, dalla qualità e dalla continuità del lavoro di educazione finanziaria che la rete di consulenza è in grado di garantire. Se le aspettative del cliente non vengono calibrate correttamente fin dall'inizio - se non viene comunicato con trasparenza che il premio per l'illiquidità ha un costo in termini di tempo e di rinuncia alla disponibilità del capitale - il rischio non è solo finanziario, ma reputazionale, e può compromettere la raccolta futura in modo duraturo.

Il trasferimento del risparmio privato verso il tessuto produttivo del Paese è un'operazione realizzabile e, se ben costruita, finanziariamente profittevole per tutte le parti coinvolte. Ma richiede un presidio simultaneo su due fronti che sembrano lontani e invece sono interdipendenti: le imprese in cui si investe da un lato, e i risparmiatori da cui si raccoglie dall'altro. Le evidenze raccolte in questo capitolo offrono una prospettiva per leggere le dinamiche applicative del Private Equity in Italia, e pongono le premesse per le riflessioni conclusive di questo elaborato sul ruolo che la finanza alternativa potrà - e dovrà - giocare nel rilancio strutturale del sistema produttivo nazionale.

Conclusioni

Il percorso sviluppato in questo elaborato ha attraversato una delle fasi più delicate e, allo stesso tempo, più rivelatrici del ciclo di investimento nel Private Equity: quella del disinvestimento. Per lungo tempo la letteratura ha trattato l'uscita come un atto quasi automatico, la chiusura contabile di un'operazione già scritta nelle premesse. Le evidenze raccolte raccontano una storia diversa. Nel contesto macroeconomico attuale - segnato dall'inversione del ciclo dei tassi e da un'incertezza che non accenna a dissolversi - il disinvestimento è diventato il momento in cui si verifica, concretamente e senza possibilità di appello, se il lavoro svolto durante il periodo di detenzione ha prodotto qualcosa di reale.

Il punto di partenza dell'analisi era una difficoltà diffusa: i mercati globali delle exit mostravano segnali di saturazione, con tempi di uscita allungati, IPO in netto calo e acquirenti sempre più selettivi. Eppure, scendendo nel dettaglio del contesto italiano, è emerso un quadro più sfumato. Mentre i mercati regolamentati faticano a costituire uno sbocco naturale per le PMI, percorsi alternativi fondati sulla qualità del tessuto produttivo domestico si sono dimostrati sorprendentemente vitali. In questo scenario, il caso Azimut ha assunto un significato che va oltre la singola storia aziendale: ha offerto un modello osservabile di come il risparmio privato possa incontrare l'economia reale in modo strutturato, continuativo e misurabile.

La verifica empirica di questa tesi ha trovato il suo strumento nel Value Creation Bridge. Applicato alle operazioni MooRER e Sicer, il modello ha prodotto un risultato che merita di essere enunciato con chiarezza: in un mercato in cui i multipli si contraggono e il debito pesa più che in passato, l'unico driver che ha sorretto le exit è stata la crescita dell'EBITDA. Dimostrare che l'incremento dell'Equity Value derivi dalla trasformazione operativa delle imprese - e non da

condizioni di mercato favorevoli o da ingegneria del passivo - non è un dettaglio tecnico. È la prova che il modello di Private Equity promosso da Azimut Libera Impresa persegue davvero ciò che dichiara: creare valore industriale, non redistribuirlo.

Il meccanismo che ha reso possibile tutto questo è la filiera integrata. Unire sotto lo stesso tetto la produzione del prodotto finanziario e la sua distribuzione ha consentito di costruire una base di investitori consapevoli, capaci di reggere la naturale illiquidità degli strumenti senza cedere alla pressione del breve periodo. Ed è proprio questa stabilità del capitale raccolto ad aver dato ai gestori la libertà operativa necessaria per portare avanti piani industriali pluriennali, senza dover interrompere percorsi ancora in corso per soddisfare richieste di rimborso anticipato.

Le sfide che attendono il settore nei prossimi anni non sono secondarie. L'entrata in vigore dell'ELTIF 2.0 e l'allargamento progressivo della platea retail ampliano le responsabilità dei gestori in termini di trasparenza, comunicazione e qualità dell'advisory. Distribuire prodotti complessi a un pubblico più vasto richiede una cura nell'educazione finanziaria che non può essere delegata o approssimata. Ma la direzione di marcia sembra tracciata: il Private Equity italiano che vorrà contare nei prossimi anni non sarà quello che si affiderà all'arbitraggio dei multipli, ma quello che saprà entrare nelle aziende, lavorarci sopra con pazienza e competenza, e accompagnarle verso una dimensione più grande.

Le conclusioni di questa ricerca convergono su un punto che vale la pena ribadire. La crisi di liquidità che pesa sui mercati internazionali non è irrisolvibile, ma richiede un cambio di approccio: meno dipendenza dalle condizioni esterne, più investimento sulla sostanza industriale degli asset. Il caso Azimut mostra che quando la competenza finanziaria si mette genuinamente al servizio delle imprese - e quando il risparmio privato viene canalizzato con

serietà e trasparenza verso questo obiettivo - l'uscita dall'investimento smette di essere un problema da gestire e diventa la naturale conferma di un lavoro ben fatto. È in questa combinazione tra rigore gestionale e responsabilità verso l'investitore che risiede la prospettiva più solida per un rilancio strutturale della finanza alternativa nel nostro Paese.

Bibliografia

Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C., & Tappeiner, F. (2010), *Value creation drivers in private equity buyouts: Empirical evidence from Europe*, The Journal of Private Equity.

AIFI (2024), *Il mercato italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*.

AIFI & EY (2024), *I Campioni del Private Equity per le imprese di domani: Venti anni di Premio Dematté*.

AIFI & PwC (2025), *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel I semestre 2025*.

Atomico, (2024), *State of European Tech 2024*.

Azimut Investments S.A., Scheda Aggiornamento AZ RAIF I - YHOX, 30.06.2025

Azimut Investments S.A., AZ RAIF II - Private Equity Borletti Investment Club, Scheda Prodotto e Scheda NAV (Aggiornamento al 31.12.2023).

Azimut Investments S.A., Scheda di Aggiornamento Borletti Investment Club (Edizioni 31.12.2023 e 30.06.2024).

Azimut Libera Impresa SGR (Anni vari). Relazioni sulla Gestione, Reportistica interna di sintesi e prospetti informativi - Fondo Demos I. Milano.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2024), Scheda di Aggiornamento Azimut Demos 1 al 31 dicembre 2024.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento del fondo Azimut Demos 1, (Valido dal 1 gennaio 2021). Articolo 3 - Durata del Fondo.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento del fondo comune di investimento alternativo italiano, di tipo chiuso, riservato "IPO CLUB".

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Regolamento Unico di Gestione del sistema "Italia 500". (Edizione 1 ottobre 2021). Articolo 3 - Durata e Proroga.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Relazione di gestione del fondo "IPO CLUB" al 31 dicembre 2023.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Relazione di gestione del fondo "IPO CLUB" al 31 dicembre 2020.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Relazione di gestione del fondo Azimut Demos 1 al 31 dicembre 2020.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Rendiconto intermedio di liquidazione al 31 dicembre 2024 del fondo "IPO CLUB in liquidazione".

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda di Aggiornamento IPO CLUB al 30 giugno 2024.

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. Scheda NAV IPO CLUB al 31 dicembre 2023.

Azimut Libera Impresa SGR, Scheda Società Target: Gruppo Sicer (Sicer S.p.A.) e Factsheet Demos 1 al 30.06.2023.

Azimut Libera Impresa SGR. (2025), L'investimento in economia reale, Presentazione Asseprim.

Azimut Libera Impresa SGR. (Anni vari). Relazioni sulla Gestione, Reportistica interna di sintesi e prospetti informativi - Fondo Borletti RAIF II. Milano.

Bain & Company, (2022), Global Private Equity Report 2022.

Baker H.K., Filbeck G., Kiymaz H., (2015), *Private Equity: Opportunities and Risks*, Oxford University Press.

BeBeez Magazine (2025), *Dietro il boom dei Continuation Fund*: inchiesta e interviste. BeBeez Magazine, n. 29 (1° marzo 2025).

Biktimirov E. N. & Dore M. H., (2025), *Informational asymmetries in US private equity: regulation in a changing regulatory environment*, Journal of Financial Regulation and Compliance.

Blind, G. D., & Lottanti von Mandach, S. (2021), *Private Equity Buyouts in Japan: Effects on Employment Numbers*, Journal of The Japanese and International Economies.

Bouassida, O., & Ghabri, Y. (2025), *Navigating uncertainty: the effect of macroeconomic and geopolitical risks on listed private equity returns*. Journal of Economic and Administrative Sciences.

Capizzi V., Giovannini R., & Pesic V. (2009), *Secondary Buyouts, Private Equity and Firms' Corporate Governance*. Corporate Ownership & Control, Volume 6, Edizione 4.

Comunicato Stampa Azimut Holding, Update on The New Bank, 18 dicembre 2024.

Deloitte (2025), *Italy Private Equity Confidence Survey - I Semestre 2025*.

Di Giorgio, G., & Di Odoardo, M. (2008), *Venture Capital e Private Equity in Italia*, MEF Working Papers.

Duca J. V. & Sanchez-Colburn F., (2025), *What drives U.S. corporate private equity? An historical perspective*, Journal of Financial Stability.

Folus D., Borton E. (2015), *Exit strategies in private equity*. In Baker H.K., Filbeck G., Kiyamaz H., *Private Equity: Opportunities and Risks*, Oxford University Press.

Gilligan J., Wright M., (2020), *Private Equity Demystified: An explanatory guide*, Fourth Edition, Oxford University Press.

Goldman Sachs Research (2024), *UK Equities: New York Calling*.

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016), *What do private equity firms say they do?* Journal of Financial Economics.

Hotchkiss, E., Smith, D. C. & Strömberg, P. (2021), *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, Review of Corporate Finance Studies.

Invest Europe (2025), *Investing in Europe: Private Equity Activity 2024*. Brussels: Invest Europe Research.

Jenkinson T. & Sousa M., (2015), *What determines the exit decision for leveraged buyouts?*, Journal of Banking & Finance.

Johan, S., & Zhang, M. (2016), *Private equity exits in emerging markets*. Emerging Markets Review, 29.

Kraemer-Eis, H., Block, J., Botsari, A., Lang, F., Lorenzen, S., & Diegel, W. (2023), *Entrepreneurial Finance and the Russian War against Ukraine: a Survey of European Venture Capital and Private Equity Investors*, EIF Working Paper 2023/89.

Lavery, P., & Wilson, N. (2024), *The performance of private equity portfolio companies during the COVID-19 pandemic*, Journal of Corporate Finance, 89, 102641.

Lavery, P., Amess, K., & Spaliara, M.-E. (2025), *Private equity buyout pricing, returns, and portfolio firm performance across UK regions*, The British Accounting Review.

LIUC Business School (2024), *PEM Private Equity Monitor: Italia 2024*

Mason, C., Quas, A., et al. (2022), *Tackling the Scale-up Gap*, Joint Research Centre (JRC), European Commission.

McKaskill, T. (2009), *Invest to Exit: A pragmatic strategy for Angel and Venture Capital Investors*, Melbourne: Breakthrough Publications.

Mingo, S., Ciravegna, L., & Morales, F. (2024), *The impact of experience on the agglomeration of cross-border investments within a region: The case of private equity in emerging markets*, *International Business Review*.

Mingo, S., Ciravegna, L., & Morales, F. (2024), *The impact of experience on the agglomeration of cross-border investments within a region: The case of private equity in emerging markets*, *International Business Review*, 33.

Morri, G., Perini, U., & Anconetani, R. (2021), *Performance determinants of European private equity real estate funds*, *Journal of European Real Estate Research*.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2015). Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 123/98, 19 maggio 2015.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2023). Regolamento (UE) 2023/606 del 15 marzo 2023 che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda i requisiti relativi alle politiche d'investimento e alle condizioni di funzionamento dei fondi di investimento europei a lungo termine e il novero delle attività di investimento ammissibili, gli obblighi in materia di

composizione e diversificazione del portafoglio e l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 80/1.

Politecnico di Milano - Osservatori EFI. (2024). 7° Quaderno di Ricerca: La Finanza Alternativa per le PMI in Italia.

Rome Business School (2024), *M&A e private equity in Italia. Analisi strategica e di mercato*.

Rossi, M., Capasso, A., Pereira, B., Salloum, C., & Meriane, Y. (2025), *Exploring cross-country influences on private equity investment*, Review of Accounting and Finance, 24(5).

Scope Group. (2024). Scope ELTIF study 2024. Report di ricerca europeo.

SPS by With Intelligence (2025), *Private Equity Harvest Report 2025*.

Yong, K. P. (2012), *Private Equity in China: Challenges and Opportunities*, Wiley.

Sitografia

24 Ore Business School, (2023), *Cos'è e cosa fa un fondo di Private Equity*,

<https://www.24orebs.com/news/cos-e-cosa-fa-un-fondo-di-private-equity-2023-05-23>

AIFI, Scheda socio: Azimut Libera Impresa SGR,

<https://www.aifi.it/it/associati/azimut-libera-impresa-sgr>

Ampolilla M., Rossi L., Tardini A., Diritto Bancario. (2024). L'ormai necessaria tutela fiscale degli investimenti realizzati in Italia dai fondi di private equity extra-UE,

<https://www.diritto bancario.it/art/lormai-necessaria-tutela-fiscale-degli-investimenti-realizzati-in-italia-dai-fondi-di-private-equity-extra-ue/>

Azimut Holding, *La nostra identità: indipendenza e presenza globale*,

<https://www.azimut.it/la-nostra-identita>

Azimut Libera Impresa SGR S.p.A. (2025), Demos I Exit Sicer 2025,

<https://www.youtube.com/watch?v=EWW8aaTTx3s>

Azimut Libera Impresa SGR. Team - I professionisti e l'organizzazione della

SGR, <https://www.azimutliberaimpresa.it/en/team>

Bain & Company (2024), Global Private Equity Report 2024,

<https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/2024/>

Bain & Company (2025), Global Private Equity Report 2025,

<https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>

Bain & Company, Value Creation: What It Is and Why It Matters, Cfr.
<https://www.bain.com/insights/value-creation-what-it-is-and-why-it-matters/>

BeBeez (2024), Azimut Libera Impresa sette anni dopo: come si è evoluta la democratizzazione del private capital, <https://bebeez.it/insight-views/azimut-libera-impresa-sette-anni-dopo-come-si-e-evoluta-la-democratizzazione-del-private-capital/>

Bluerating (2020), Azimut, un nuovo acquisto d'eccellenza per Libera Impresa, <https://www.bluerating.com/banche-e-reti/639215/azimut-un-nuovo-acquisto-deccellenza-per-libera-impresa>

Borsa Italiana, Glossario, Leveraged Buy-Out, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html>

Chambers and Partners (2025), Private Equity 2025 - Italy: Trends and Developments, <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/private-equity-2025/italy/trends-and-developments>

EconomyUp (2013), Libera impresa, da Azimut un progetto per sostenere le aziende, <https://www.economyup.it/startup/libera-impresa-da-azimut-un-progetto-per-sostenere-le-aziende/>

FocusRisparmio, (2024), Private markets: opportunità e sfide di un trend in crescita con Alessandra Pasquoni, Luca Anzola e Giovanni Andrea Incarnato, Episodio della serie video "Risparmio & Altre Storie", Stagione 3, Cfr. <https://vision.focusrisparmio.com/guest/private-markets-opportunit-e-sfide-di->

[un-trend-in-crescita-con-alessandra-pasquoni-luca-anzola-e-giovanni-andrea-incarnato](#)

Folus, Didier & Boutron, Emmanuel, (2015), *Exit Strategies in Private Equity*, https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity

Forbes Italia (2022), Da Mamacrowd ai fondi alternativi, come Azimut Libera Impresa punta a internazionalizzare le Pmi italiane, <https://forbes.it/2022/02/11/da-mamacrowd-ai-fondi-alternativi-come-azimut-libera-impresa-punta-a-internazionalizzare-le-pmi-italiane>

La Repubblica (2025), Private Equity, come i grandi attori si stanno adattando alle nuove dinamiche del mercato M&A, https://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2025/06/25/news/private_equity_come_i_grandi_attori_si_stanno_adattando_alle_nuove_dinamiche_del_mercato_ma-424691976/

LSEG Refinitiv Datastream, Database finanziario, Dati storici di bilancio, anagrafiche aziendali e M&A Tracker. (Consultato nel 2026).

Mamacrowd, Venture Capital Azimut ALlcrowd III, Documento informativo del progetto, <https://mamacrowd.com/it/project/venture-capital-azimut-alcrowd-3>

Navach, G. (2024), *Italy's Azimut eyes partner for planned fintech bank*, Reuters, 28 Marzo 2024, <https://www.reuters.com/technology/italys-azimut-create-fintech-bank-through-spin-off-ipo-2024-03-28/>

Paganelli F., (2023), Mercati privati ed Eltif 2.0, le luci (e le ombre) della democratizzazione, FocusRisparmio, https://www.focusrisparmio.com/news/mercati-privati-eltif-2-0-democratizzazione-luci-e-ombre?utm_source=newsletter

Pwc, Value Creation, Cfr. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/value-creation.html>

Santilli, C. (2025), Il private equity non teme i dazi di Trump: ecco perché, FocusRisparmio, <https://www.focusrisparmio.com/news/private-equity-dazi-trump-gestori>

Stenzel, R. (2023), Private Equity: Crossing the Value Creation Bridge, Cfr. <https://www.linkedin.com/pulse/private-equity-crossing-value-creation-bridge-robert-stenzel/>

Umbrex, *Private Equity Glossary - Write-Off*, <https://umbrex.com/resources/private-equity-glossary/write-off/>

Vidal, K. A., & Sabater, A. (2023). Private equity buyout funds show longest holding periods in 2 decades. S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2023/11/private-equity-buyout-funds-show-longest-holding-periods-in-2-decades-79033309>

We Wealth (2025), Private equity, adesso la partita si gioca nel mercato secondario, <https://www.we-wealth.com/content/private-equity-investire-fondi-mercato-secondario>

Zangrandi, G. (2024). Alternativi, con gli Eltif 2.0 spinta al private credit, FocusRisparmio, https://www.focusrisparmio.com/news/alternativi-eltif-2-0-spinta-al-private-credit-mg?utm_source=newsletter

Zangrandi, G. (2025), *Nei private markets la nuova frontiera per gli investitori retail*, FocusRisparmio, Analisi basata sui dati del report di Peregrine Communications e Boston Consulting Group, https://www.focusrisparmio.com/news/private-markets-investitori-retail-report-peregrine-boston-consulting-group?utm_source=newsletter

Appendice

Modello di calcolo e scomposizione analitica del Value Creation Bridge

La presente appendice riporta il dettaglio dei modelli di calcolo matematico utilizzati per la scomposizione dei ritorni (Value Creation Bridge) delle operazioni MoorER S.p.A. e Sicer S.p.A., descritte e analizzate nel Capitolo 3.

Nota Metodologica e Formule Applicate

Per disaggregare l'incremento dell'Equity Value (Equity Finale - Equity Iniziale) nelle sue determinanti fondamentali, il modello ha applicato le seguenti equazioni standard di settore:

1. Enterprise Value (EV): $EV = EBITDA \times \text{Multiplo}(EV/EBITDA)$
2. Equity Value: $\text{Equity} = EV - \text{PosizioneFinanziariaNetta}(PFN)$
3. Effetto Crescita Operativa (EBITDA Growth):
 $(EBITDA_{\text{exit}} - EBITDA_{\text{entry}}) \times \text{Multiplo}_{\text{entry}}$
4. Effetto Espansione Multipli (Multiple Expansion):
 $(\text{Multiplo}_{\text{exit}} - \text{Multiplo}_{\text{entry}}) \times EBITDA_{\text{exit}}$
5. Effetto Deleverage: $PFN_{\text{entry}} - PFN_{\text{exit}}$

I valori riportati nelle tabelle seguenti sono stati estratti dal database LSEG Refinitiv e ricalcolati assumendo la ricostruzione del 100% dell'Enterprise Value e dell'Equity Value per entrambe le società. Gli importi sono espressi in milioni di Euro.

Sezione 1: Caso MooRER S.p.A.

Come specificato nel corpo della tesi, per sterilizzare l'analisi empirica dagli shock esogeni legati alla pandemia, l'anno base assunto per l'ingresso (Entry) ai fini del calcolo operativo è l'esercizio 2021. L'uscita (Exit) si riferisce al 2024.

Tabella 1 - Parametri finanziari di ingresso e uscita (MooRER S.p.A.)

PARAMETRI	INGRESSO	USCITA
Enterprise Value (EV)	45.593.000 €	58.193.940 €
EBITDA	3.446.000 €	7.828.000,00 €
Posizione Fin. Netta (Debito)	14.393.000 €	21.260.000 €
EQUITY VALUE	31.200.000 €	36.933.940 €

ANALISI MULTIPLI		
Multiplo EV/EBITDA	13,23	7,43

Tabella 2 - Scomposizione matematica dei ritorni (Value Creation Bridge MooRER)

COMPONENTI CREAZIONE VALORE	VALORE GENERATO
1. Equity Iniziale	31.200.000,00 €
2. Effetto Crescita Operativa	57.976.937,32 €
3. Effetto Espansione Multipli	- 45.375.997,32 €
4. Effetto Deleverage	- 6.867.000,00 €
5. Equity Finale	36.933.940,00 €

Sezione 2: Caso Sicer S.p.A.

Per l'operazione Sicer, in linea con l'acquisizione perfezionata nell'ultimo trimestre dell'anno, l'anno base per l'ingresso (Entry) è il bilancio consolidato al 31 dicembre 2020. I dati di uscita (Exit) sono calcolati sui valori pro-forma di fine 2024 in sede di disinvestimento.

Tabella 3 - Parametri finanziari di ingresso e uscita (Sicer S.p.A.)

PARAMETRI	INGRESSO	USCITA
Enterprise Value (EV)	69.769.231 €	182.307.692 €
EBITDA	11.000.000 €	27.000.000 €
Posizione Fin. Netta (Debito)	19.000.000 €	30.000.000 €
EQUITY VALUE	50.769.231 €	152.307.692 €

ANALISI MULTIPLI		
Multiplo EV/EBITDA	6,34	6,75

Tabella 4 - Scomposizione matematica dei ritorni (Value Creation Bridge Sicer)

COMPONENTI CREAZIONE VALORE	VALORE GENERATO
1. Equity Iniziale	50.769.230,77 €
2. Effetto Crescita Operativa	101.482.517,48 €
3. Effetto Espansione Multipli	11.055.944,06 €
4. Effetto Deleverage	-11.000.000,00 €
5. Equity Finale	152.307.692,3 €

La disaggregazione algebrica qui riportata fornisce la validazione quantitativa a quanto argomentato nel Capitolo 3: per entrambe le operazioni, la creazione di valore si è fondata in via prioritaria sul miglioramento dei fondamentali operativi (EBITDA Growth). Questo dato conferma la centralità della crescita industriale come motore determinante del rendimento, a fronte di dinamiche di mercato e di ingegneria finanziaria che hanno avuto un impatto complessivamente marginale nella generazione del valore finale.