Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Private equity e creazione di valore: analisi dell'acquisizione di Pakelo Motor Oil S.r.l. da parte di Alkemia SGR S.p.A.

Relatore
Prof. Marco Vedovato

Laureanda
Caterina Cecchin
Matricola 886168

Anno accademico
2024/2025

INDICE

Introduzione 1

Capitolo 1 - Il Private Equity: inquadramento generale 3

1.1 Definizione di private equity 3

1.2 Fondi aperti e fondi chiusi 8

1.3 Capitale di rischio e di debito 11

Capitolo 2 - Evoluzione storica e contesto di mercato 15

2.1 Origini e sviluppo storico del private equity 15

2.2 Il mercato globale ed europeo: tendenze e volumi 21

2.3 Il mercato italiano: dati, dinamiche e peculiarità 27

Capitolo 3 - Le operazioni di private equity 31

3.1 Tipologie di investimento 31

3.2 Il ciclo di vita di un fondo d'investimento 35

3.3 Le principali metriche di valutazione delle operazioni 43

Capitolo 4 - Gli operatori del private equity 55

4.1 I dati relativi agli operatori 55

4.2 Le società di gestione del risparmio 58

4.3 Alkemia SGR SPA 63

Capitolo 5 - Caso Pakelo Motor Oil 71

5.1 Profilo dell'azienda target: Pakelo 71

5.1.1 Portafoglio prodotti 73

5.1.2 Analisi di mercato e della concorrenza 75

5.2 Performance economico-finanziarie prima dell'ingresso di Alkemia 82

5.3 Il Deal 101

5.3.1 La struttura del gruppo e la fusione 102

5.3.2 Il Piano Economico e Finanziario 107

5.4 Performance economico-finanziarie dopo l'ingresso di Alkemia 115

5.5 Analisi della creazione di valore post acquisizione 130

5.6 Intervista al CEO di Alkemia. 134

Conclusione 143

Riferimenti bibliografici ……147
Ringraziamenti ……155

Introduzione

Il private equity ha assunto negli ultimi tempi un ruolo sempre più rilevante all'interno del mercato mondiale, rappresentando uno strumento utile per la creazione di valore e lo sviluppo delle imprese, in particolare di quelle non quotate, il che lo rende una forma di investimento stimolante da esaminare. Il crescente utilizzo di questa attività di investimento si è radicato in risposta al contesto economico attuale, caratterizzato dalla sottocapitalizzazione delle imprese, in particolare quelle italiane, dalle trasformazioni dei modelli di business e dall'esigenza di investimenti volti a migliorare la competitività in mercati globalizzati.

Il private equity risulta uno strumento adeguato per la crescita delle imprese, perché non si limita a fornire capitale, ma si configura come un partner strategico in grado di contribuire alla creazione di valore attraverso competenze manageriali, know-how finanziario e supporto alla governance.

Nato negli Stati Uniti e successivamente diffusosi in Europa e in Italia, il private equity ha incontrato, negli ultimi tempi, un incremento notevole sia nel numero di operatori che nel numero di operazioni, le quali comprendono quelle rivolte al finanziamento di start-up innovative, fino a quelle strategiche di consolidamento settoriale tipiche delle fasi più mature.

La presente tesi si propone di approfondire il settore del private equity sia dal punto di vista teorico sia attraverso l'analisi di un'operazione di acquisizione avvenuta nel mercato italiano, che vede Alkemia SGR S.p.A. e Pakelo Motor Oil S.r.l., rispettivamente l'acquirente e il cedente, come le parti del deal concluso nel 2023. Tale operazione consente di esaminare i sistemi di investimento e di creazione di valore propri del private equity, rilevando, inoltre, le caratteristiche del settore industriale in cui opera Pakelo, dove le dinamiche competitive e i driver di mercato offrono interessanti opportunità di crescita.

Il principale obiettivo di questa tesi è quello di analizzare, attraverso lo studio dei dati economico-finanziari e delle caratteristiche dell'operazione di acquisizione, se e in quale misura l'azione del fondo di private equity abbia generato reale creazione di valore per l'impresa target. Il fine è quello di valutare i risultati conseguiti rispetto alle previsioni formulate nel piano industriale, ma anche di comprendere più a fondo le modalità con cui un'operazione di buy-out può incidere sulla struttura patrimoniale, sulla redditività e sulla capacità competitiva di una società.

Il primo capitolo introduce il private equity, riportandone le diverse definizioni e caratteristiche, distinguendo le peculiarità e il funzionamento dei fondi aperti dai fondi chiusi, fino ad giungere alle diversità esistenti tra il ricorso al capitale di rischio e al capitale di debito.

Il secondo capitolo è dedicato all'evoluzione storica del settore, a livello globale, europeo e italiano e alla rappresentazione grazie ai dati, del mercato mondiale, europeo e italiano. Verrà analizzato lo sviluppo del private equity, in base all'andamento dei numeri relativi alle operazioni, alla tipologia di operazioni, ai fondi raccolti, alla composizione settoriale, alla durata dei deal e alle modalità di exit.

Nel terzo capitolo vengono approfondite le principali tipologie di operazioni di private equity, il ciclo di vita di un fondo di investimento e le metriche di valutazione utilizzate per misurare il valore economico delle società target.

Il quarto capitolo espone il ruolo e il funzionamento degli operatori del settore, riportandone i relativi dati e analizzando il funzionamento e le normative delle società di gestione del risparmio. All'interno di questo contesto viene presentata Alkemia SGR S.p.A., fondo di private equity attivo in Italia con un approccio focalizzato sullo sviluppo industriale di piccole – medie imprese.

Concludendo, il quinto capitolo rappresenta la parte empirica del lavoro, in quanto rivolta al caso della società Pakelo Motor Oil. Dopo una presentazione del profilo aziendale e del portafoglio prodotti, l'analisi si concentra sul contesto di mercato e sulla concorrenza in cui opera l'impresa. Lo studio continua con l'esaminazione delle performance economico-finanziarie della società prima dell'ingresso di Alkemia, dall'anno 2019 all'anno 2022.

In seguito, viene osservato nel dettaglio il deal, con particolare attenzione alla struttura del gruppo formatosi e alla fusione avvenuta tra due società del gruppo. Poi, viene presentato il Piano Economico – Finanziario, che proietta i valori prospettici degli anni di durata del fondo. L'analisi si conclude con l'esame delle performance economico – finanziarie degli anni 2023 e 2024, successivi all'operazione e con la valutazione della creazione di valore, comparando il conto economico e lo stato patrimoniale riclassificati degli anni post - acquisizione, con quelli pre – acquisizione, definendo anche eventuali scostamenti dai valori previsti dal piano.

La tesi è inoltre, arricchita dall'inclusione di un'intervista al CEO di Alkemia, che offre una testimonianza diretta sulle strategie e sugli obiettivi dell'operatore.

Capitolo 1
Il Private Equity: inquadramento generale

1.1 Definizione di private equity

Per avere una visione completa e accurata del settore, è essenziale definire con chiarezza le principali categorie che compongono il private capital, distinguendo tra private equity, venture capital e private debt. Sebbene questi concetti vengano talvolta impiegati in modo intercambiabile, ciascuno di essi si riferisce a modalità d'investimento differenti, che variano in funzione della fase di sviluppo dell'impresa target, della tipologia di strumenti finanziari utilizzati e del profilo di rischio-rendimento associato a ciascun intervento.
Alcuni rilevanti studiosi, tra cui Talmor, Fraidin e Stringham[1], hanno evidenziato come, nel contesto attuale, l'industria del private equity si caratterizzi principalmente per la capacità di generare crescita e creare valore operativo nelle imprese partecipate. Le strategie di investimento, rispetto al passato, si sono evolute divenendo progressivamente più complesse e raffinate. In linea con questa trasformazione, lo studio di Fraser-Sampson, *Private Equity as an Asset Class*[2] sottolinea come l'espansione del settore abbia assunto dimensioni tali da spingere molti operatori a ridefinire il proprio posizionamento, preferendo il termine "private capital" a quello più tradizionale di private equity, così da riflettere meglio l'ampiezza e la diversificazione delle attività oggi presidiate dall'industria.

L'Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital (AIFI)[3] definisce l'attività di private equity come: "*l'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine*".

---

[1] S, Fraidin, M, Foster, «The Evolution of Private Equity and the Change in General Partners Compensation Tenns», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. XXIV, 2019.
E. Stringham, J. Vogel, «The Leveraged Invisible Hand: How Private Equity Enhances the Market for Corporate Control and Capitalism Itself», *European Journal of Law and Economics*, n. 46, 2018, 223-244.
[2] G. Fraser-Sampson, *Private Equity as an Asset Class*. The Wiley Finances Series, Incorporated II Edition, John Wiley & Sons, New York 2017.
[3] Delibera del Consiglio Direttivo AIFI, 22 luglio 2004.

La European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) definisce l'attività di private equity come segue: "*Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies (also called venture capital), to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buyin of a business by experienced managers may be achieved by using private equity funding*"[4].

Il private equity rappresenta una forma di investimento finanziario a medio-lungo termine, rivolta a imprese target non quotate in Borsa, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo e crescita. Tali operazioni sono generalmente realizzate da operatori finanziari quali tipicamente banche d'affari, divisioni merchant di banche commerciali, fondi mobiliari chiusi, società di private equity, società finanziarie private, società finanziarie pubbliche, che raccolgono finanziamenti da investitori istituzionali, come fondi pensione, fondazioni, assicurazioni e fondi sovrani, nonché da investitori ad alto patrimonio netto, con l'obiettivo di conseguire un significativo rendimento in conto capitale, attraverso la successiva cessione della partecipazione detenuta oppure mediante l'ingresso della società nel mercato azionario attraverso la quotazione.

Quando l'impresa target si trova in una fase iniziale del proprio ciclo di vita, tipicamente nei primi anni di attività e con un modello di business ancora in fase di consolidamento, si fa riferimento al venture capital. Si tratta, in questo caso, di investimenti finalizzati a sostenere lo sviluppo e la crescita di imprese giovani e innovative, caratterizzate da un elevato potenziale (Banca Italiana).

In una prospettiva generale, il venture capital può essere considerato una sotto-categoria del private equity. Tuttavia, tra le due forme di investimento esistono differenze rilevanti e sostanziali, che riguardano principalmente la tipologia di imprese oggetto dell'investimento e il relativo profilo di rischio.

La definizione utilizzata da AIFI è: "*l'attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di early stage (seed e start up) e later stage venture ed expansion capital. In senso stretto si riferisce ai soli investimenti in imprese nelle prime fasi di vita (seed, start up e later stage)*"[5].

---

[4] European Private Equity and Venture Capital Association, Glossary.
[5] Delibera del Consiglio Direttivo AIFI, 22 luglio 2004.

Il venture capital si concentra sul finanziamento di imprese nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita, spesso ancora in fase di sperimentazione del modello di business.
Tali imprese, tipicamente *start-up* e *early-stage*, pur presentando un elevato potenziale di crescita, sono caratterizzate da un rischio operativo e finanziario significativamente più elevato rispetto a società più mature, e necessitano di capitali per validare, sviluppare e immettere sul mercato la propria idea imprenditoriale[6].
Nel settore del venture capital, gli investitori intervengono mediante finanziamenti destinati all'acquisizione di partecipazioni di minoranza nel capitale delle imprese target, generalmente inferiori al 50% del controllo azionario. Questa configurazione consente ai *founder* di mantenere il controllo strategico e operativo dell'impresa, preservando così la visione originaria e l'autonomia gestionale.
Si tratta di un elemento centrale nelle dinamiche del venture capital, poiché garantisce che l'impulso innovativo e imprenditoriale dei fondatori possa continuare a guidare lo sviluppo aziendale, senza eccessive interferenze da parte degli investitori esterni.

All'interno del più ampio panorama del private capital, il private debt si configura come una categoria autonoma e distinta rispetto al private equity e al venture capital. Esso rappresenta una forma di finanziamento alternativo erogata da soggetti privati a imprese non quotate, che si concretizza attraverso strumenti come prestiti diretti, obbligazioni private, strumenti mezzanini o altre soluzioni di debito subordinato. A differenza degli investimenti in equity, il private debt implica una minore esposizione al rischio per l'investitore, in quanto questo assume la posizione di creditore e, in caso di default dell'azienda, gode di priorità nel rimborso rispetto ai soci.

A partire dalle definizioni precedentemente esposte, è possibile individuare alcune caratteristiche distintive delle operazioni di private equity:

- In primo luogo, si tratta di interventi a carattere temporaneo, che comportano una partecipazione limitata nel tempo al capitale dell'impresa target, spesso compresa tra i cinque e i dieci anni.
  Il ciclo di vita di un fondo di private equity può essere suddiviso in più fasi.
  La prima, comunemente definita periodo di fundraising e investimento, dedicata alla raccolta dei fondi, all'individuazione e all'acquisizione delle società target.

[6] Mishkin F., *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, 9° edizione, settembre 2019.

A questa segue una fase nota come periodo di gestione e, infine, la fase di disinvestimento, durante la quale le partecipazioni acquisite vengono progressivamente cedute, una volta che sia stato raggiunto l'obiettivo di crescita e valorizzazione prefissato.

- Gli investimenti si configurano come apporti di capitale di rischio, distinto dal debito tradizionale.
- I fondi di private equity investono in società aventi business consolidati e un solido *track record*[7], con l'obiettivo principale di valorizzare l'impresa, attraverso percorsi di crescita organica o per linee esterne, con l'intento di accrescerne il valore economico e patrimoniale.
- Il rendimento atteso dall'investitore si concretizza, generalmente, in un significativo *capital gain*[8] ottenuto al momento del disinvestimento, mediante la cessione della partecipazione o, in alcuni casi, l'accesso al mercato azionario.
- Gli investitori nel settore del private equity adottano generalmente un approccio attivo nella gestione delle imprese partecipate. Tale modalità operativa, comunemente definita *hands-on approach*, si concretizza attraverso un coinvolgimento diretto nelle decisioni strategiche e gestionali dell'azienda. Una delle principali manifestazioni di questo approccio consiste nella nomina di propri rappresentanti all'interno del Consiglio di Amministrazione.

  I fondi di private equity apportano così oltre al capitale finanziario, un insieme di competenze specialistiche e *know-how*[9] strategico, strettamente connessi al settore in cui opera l'impresa partecipata. Il valore aggiunto offerto da questi investitori si concretizza nell'esperienza manageriale maturata, nella disponibilità di un'estesa rete di relazioni e nella profonda conoscenza del mercato di riferimento, elementi che vengono messi al servizio della crescita e dello sviluppo della società target.

  Questo coinvolgimento attivo da parte del fondo si traduce spesso in un'accelerazione dei processi di trasformazione aziendale, favorendo il miglioramento dell'efficienza operativa, la diversificazione dell'offerta,

[7] Documentazione storica delle performance, dei successi e dei fallimenti di un'azienda o di un imprenditore.
[8] Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale per un investitore nel capitale di rischio.
[9] La conoscenza pratica, le competenze e le esperienze necessarie per svolgere un'attività o un processo specifico in modo efficace.

l'espansione verso nuovi mercati e il rafforzamento della posizione competitiva dell'impresa.

- Inoltre, i fondi di private equity svolgono un ruolo cruciale nel processo di managerializzazione delle piccole e medie imprese, promuovendo l'adozione di sistemi di governance più strutturati. L'introduzione di procedure gestionali, policy aziendali e strumenti di controllo più evoluti contribuisce non solo a una gestione interna più efficace, ma anche ad accrescere l'attrattività dell'impresa nei confronti di futuri investitori o potenziali acquirenti in sede di *exit*[10].

Le peculiarità finora esaminate costituiscono i tratti distintivi fondamentali dell'attività di private equity, che la differenziano in modo sostanziale rispetto ad altre forme di finanziamento e supporto alle imprese.

In particolare, la disponibilità di quello che viene comunemente definito capitale paziente rappresenta un elemento cruciale per la crescita e la stabilizzazione aziendale, soprattutto nel contesto attuale, caratterizzato da una crescente difficoltà per le piccole e medie imprese nell'accesso a risorse finanziarie a condizioni sostenibili[11].

Va inoltre sottolineato come il tessuto produttivo italiano, fortemente basato sulle PMI, presenti una fragilità strutturale legata alla cronica sottocapitalizzazione.

Questa debolezza patrimoniale rende molte imprese esposte agli effetti negativi delle fasi recessive del mercato e ne compromette la capacità di resistere a shock economici e finanziari. Tale condizione incide negativamente anche sull'accesso al credito bancario, già limitato da un contesto di perdurante restrizione dell'offerta di finanziamenti da parte del sistema creditizio.

La persistente sottocapitalizzazione rappresenta una criticità strutturale aggravata da una lunga fase di stagnazione del sistema bancario nazionale e dai recenti shock economici di portata globale, quali la pandemia da Covid-19 e il conflitto russo-ucraino[12].

Nel periodo compreso tra il 2010 e il 2018, circa l'8,5% delle società di capitali risultava in condizioni di sottocapitalizzazione, una fragilità strutturale che si configura come un

---

[10] Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

[11] *Il private capital nel mondo, il contesto normativo e istituzionale*, intervento di Perrazzelli A., Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia. AIFI, 20 marzo 2023.

[12] *Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali*, intervento di Siani G., Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia. Banca d'Italia,15 febbraio 2023.

indicatore predittivo di crisi. In molti casi, infatti, l'emergere di uno squilibrio patrimoniale precede l'uscita dell'impresa dal mercato: secondo le stime, circa il 60% delle società sottocapitalizzate cessa l'attività entro tre anni dall'insorgere del problema[13]. In questo contesto, l'esigenza di ricorrere a forme alternative di finanziamento, in particolare al capitale di rischio, si manifesta con urgenza.

1.2 Fondi aperti e fondi chiusi

I fondi di investimento presentano una varietà di strutture giuridiche personalizzate in base alle diverse esigenze e politiche di investimento degli investitori.
Le due principali strutture di fondi sono i fondi chiusi e i fondi aperti, che differiscono per diversi parametri sostanziali[14].
In merito alla struttura di investimento, i fondi chiusi sono destinati principalmente a investitori professionali o privati con una maggiore propensione al rischio, mirati a ottenere rendimenti elevati in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.
I fondi aperti, invece, hanno una durata indefinita e sono costantemente aperti a nuovi investitori e a rimborsi su base continuativa. Questa struttura consente la gestione continuativa del fondo senza una data di scadenza predefinita.

Nei fondi chiusi la politica dei rimborsi prevede che sia l'ammontare complessivo del fondo sia il numero delle quote vengano stabiliti al momento della costituzione.
Inoltre, le quote sottoscritte non possono essere rimborsate prima della scadenza del fondo, che solitamente ha una durata di cinque/dieci anni, assicurando così una certa stabilità patrimoniale.
Il capitale sottoscritto non viene versato interamente all'inizio, ma in tranche successive, secondo le necessità operative del fondo.
D'altro canto, i fondi aperti consentono agli investitori di rimborsare i propri investimenti a scadenze programmate: giornaliere, mensili o trimestrali, a seconda della politica del fondo.
Questa flessibilità è particolarmente importante per gli investitori che necessitano di

[13] *Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19*, interventodi Orlando T., Rodano G. Banca d'Italia, 23 dicembre 2020.
[14] Metrick e Yasuda, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, seconda edizione, 2010.

liquidità a breve termine.
Gli investitori, inoltre, nei fondi chiusi sono tenuti al pagamento di commissioni di gestione, generalmente calcolate in funzione del Net Asset Value (NAV) del fondo, che si aggiungono agli importi sottoscritti.
Dal punto di vista normativo, i fondi chiusi sono disciplinati principalmente dal Testo Unico della Finanza (TUF), D.Lgs. 58/1998 e dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato dalla Banca d'Italia.
In particolare, il TUF definisce gli OICR chiusi (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) come differenti da quelli aperti, in quanto non soggetti alle medesime regole sulla frequenza e modalità di rimborso.
Per quanto riguarda la *governance*, lo stesso TUF prevede che nei fondi chiusi, ad eccezione dei FIA riservati, gli investitori possano deliberare solo su tematiche specifiche, come ad esempio la sostituzione del gestore, con un quorum deliberativo minimo pari al 10% delle quote in circolazione.
Tuttavia, il private equity, per sua natura, si configura prevalentemente attraverso veicoli chiusi, poiché comporta rischi più elevati, specialmente sul piano della liquidità.
Uno dei principali rischi è rappresentato dalla mancanza di un mercato secondario regolamentato, che rende difficile vendere rapidamente le quote possedute.
Inoltre, il fatto che gli investimenti si concentrino in società non quotate, spesso di dimensioni contenute, può comportare difficoltà nel disinvestimento entro la scadenza del fondo. Ciò espone gli investitori al rischio di restare azionisti di minoranza in un numero indefinito di società, con implicazioni non solo finanziarie, ma anche di tipo giuridico e fiscale.
A differenza dei fondi chiusi, le quote dei fondi aperti sono negoziate in borsa e gli investitori "escono" vendendo le quote del fondo sul mercato secondario senza incidere sul valore patrimoniale netto.

Un'altra differenza riguarda l'utilizzo della leva finanziaria.
Il fulcro delle principali teorie sulla struttura finanziaria ottimale risiede nel concetto di leva finanziaria. Tale principio afferma che, ogni volta in cui un'impresa riesca a impiegare risorse finanziarie ottenendo un rendimento sul capitale investito (ROI) superiore al costo del debito, ossia al tasso di interesse passivo, risulta conveniente ricorrere

all'indebitamento[15]. In questa prospettiva, il livello di leva finanziaria adottato da un'azienda dipende essenzialmente da due variabili: da un lato l'EBIT (risultato operativo), che misura la capacità reddituale dell'impresa, e dall'altro l'ammontare complessivo degli oneri finanziari, che rappresentano il costo effettivo del capitale di terzi[16].

I fondi chiusi possono utilizzare la leva finanziaria strutturale e di portafoglio, mentre i fondi aperti no. La letteratura sostiene che la leva finanziaria sia il principale vantaggio dei fondi chiusi rispetto ai fondi aperti (Elton et al. (2013)).

Statisticamente è attestato che un'ampia porzione dei buy-out realizzati dagli operatori di private equity vengono conseguiti utilizzando il meccanismo della leva finanziaria, tant'è che nelle sue definizioni ufficiali Invest Europe definisce i buy-out come: «*Financing provided to acquire a company. It may use a significant amount of borrowed capital to meet the cost of acquisition. Typically involves purchasing majority or controlling stakes*"[17].

Tuttavia, la leva finanziaria impone un rischio di liquidità sistematico ai fondi chiusi.

Se il rapporto di copertura degli attivi scende al di sotto del requisito minimo o la liquidità si esaurisce sul mercato dei prestiti a breve termine durante periodi di difficoltà finanziarie, i fondi con leva finanziaria dovranno liquidare le proprie partecipazioni. Inoltre, i costi di transazione aumentano drasticamente nei periodi di difficoltà e i fondi devono sostenere ingenti perdite in caso di liquidazione forzata.

La leva finanziaria, insieme alle partecipazioni illiquide, espone i fondi chiusi a shock di liquidità sistematici. Date le diverse forme organizzative dei fondi aperti e chiusi, si sostiene che i fondi chiusi abbiano un vantaggio nella gestione degli attivi illiquidi, ma tale vantaggio si indebolisce se utilizzano la leva finanziaria[18].

---

[15] G. Dossena, "Lva operativa e leva finanziaria nello sviluppo dell'impresa industriale" , *Finanza, marketing e produzione*. n. 1. 1988.

[16] A. Dessy, "Il fabbisogno e l'equilibrio finanziario dell'impresa", in A. Gervasoni (a cura di), *Finanziare l'impresa*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999.

[17] Invest Europe, *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*, cit.

[18] John Chalmers, Z. Jay Wang, Jingyun Yang, *Organizational form and liquidity management: Evidence from open- vs. closed-end municipal bond funds*, Finance Research Letters, Volume 73, Marzo 2025.

1.3 Capitale di rischio e di debito

L'elevata densità di imprese presenti in Italia è espressione di una radicata tradizione imprenditoriale, che si manifesta in una diffusa propensione alla creazione di nuove attività economiche.

La prevalenza di imprese di piccole dimensioni comporta, però, una serie di criticità strutturali che ne limitano le potenzialità di crescita e sviluppo.

In particolare, la ridotta scala operativa rappresenta un ostacolo all'accesso a risorse finanziarie adeguate, alla realizzazione di investimenti significativi e all'adozione di tecnologie avanzate.

Le imprese di dimensioni contenute faticano a beneficiare delle economie di scala e presentano maggiori difficoltà nel competere sui mercati internazionali. Tali limiti si riflettono negativamente sulla produttività e sulla capacità di crescita del tessuto imprenditoriale nazionale, in quanto le risorse a disposizione sono spesso insufficienti per sostenere attività fondamentali come la ricerca e sviluppo, l'innovazione tecnologica e la formazione del capitale umano.

Queste carenze compromettono l'efficienza operativa e l'innovazione, due elementi essenziali per garantire la competitività delle imprese nel lungo periodo.

A ciò si aggiunge la relativa arretratezza dei mercati dei capitali italiani, che risultano meno evoluti rispetto a quelli di altri Paesi avanzati.

La limitata disponibilità di strumenti finanziari adeguati e la difficoltà di accesso a finanziamenti a lungo termine costituiscono ulteriori ostacoli alla realizzazione di strategie di crescita ambiziose.

In tale contesto, la debolezza strutturale del sistema finanziario nazionale contribuisce a perpetuare una situazione in cui molte imprese italiane restano sottocapitalizzate e poco competitive, compromettendo la sostenibilità dello sviluppo economico del Paese nel medio-lungo periodo.

Un possibile percorso virtuoso per superare le criticità strutturali del sistema imprenditoriale italiano risiede nel potenziamento e nella maggiore efficienza dei mercati dei capitali di rischio[19].

[19] *Capitale di Rischio: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, Assolombarda, 6 febbraio 2024.

È utile definire le differenze tra un investimento in capitale di rischio ed il ricorso al tradizionale sistema bancario.
La prima distinzione tra capitale di debito e capitale di rischio emerge chiaramente nell'ambito della rappresentazione contabile.
Le banche e gli altri istituti finanziari che erogano prestiti rivestono il ruolo di *debtholders*, ossia creditori dell'impresa, il quale apporto finanziario viene iscritto tra le passività del bilancio. Al contrario, i fondi di private equity assumono la qualifica di *shareholders*, in quanto acquisiscono una partecipazione nel capitale sociale dell'azienda e il loro investimento è registrato tra le voci del patrimonio netto.
Il capitale di rischio, quindi, rappresenta una forma di finanziamento mediante la quale gli investitori apportano risorse finanziarie a favore di un'impresa, ottenendo in cambio una partecipazione nel capitale sociale.
Ne consegue una condivisione del rischio imprenditoriale e dei potenziali utili futuri, legando il rendimento dell'investitore all'andamento economico e patrimoniale dell'impresa stessa.
Diversamente, il capitale di debito consiste in un finanziamento concesso da soggetti terzi, quali istituti bancari, società di leasing o altri intermediari specializzati che prevede l'obbligo, da parte dell'impresa beneficiaria, di restituire il capitale ricevuto entro un determinato orizzonte temporale, maggiorato degli interessi concordati.
Tali finanziamenti possono essere erogati direttamente dal mercato o attraverso intermediari e spesso richiedono la prestazione di garanzie reali o personali.
A differenza del capitale di rischio, il capitale di debito non attribuisce diritti di proprietà né forme di controllo sulla gestione dell'impresa al soggetto finanziatore e la sua remunerazione non dipende dai risultati economici conseguiti dall'impresa.

Nel contesto di finanziamenti bancari, quali mutui o prestiti, è prassi consolidata che gli istituti di credito impongano alle imprese beneficiarie clausole, note come *covenants*[20].
Tali clausole contrattuali vincolano l'impresa al rispetto di determinati parametri economico-finanziari, i cui valori devono essere mantenuti entro soglie predefinite.
Il superamento di tali limiti costituisce una violazione dei covenants e attribuisce al soggetto finanziatore il diritto di rinegoziare le condizioni del prestito, fino ad arrivare, nei casi più critici, alla revoca dello stesso.

[20]Avvocato Alberto Rizzo, *Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito.*

L'introduzione di questi vincoli contrattuali risponde all'esigenza della banca di esercitare un controllo indiretto sull'andamento aziendale, compensando l'impossibilità di intervenire direttamente nelle decisioni gestionali.

Gli istituti bancari, come già precisato, ottengono la propria remunerazione attraverso il pagamento periodico degli interessi e la restituzione del capitale erogato, mentre nel private equity gli investitori realizzano un ritorno economico esclusivamente al momento di *exit*, ovvero alla conclusione del periodo di holding, quando l'investitore dismette la propria quota attraverso operazioni di vendita sul mercato secondario, acquisizioni industriali o quotazione in borsa. La remunerazione del fondo, infatti, coincide con il *capital gain* generato dalla differenza tra il prezzo di vendita della partecipazione e il prezzo di acquisto sostenuto al momento dell'ingresso nel capitale della società *target*[21].

[21] Società che è oggetto di un'acquisizione, fusione o offerta pubblica di acquisto (OPA) da parte di un'altra società.

Capitolo 2
Evoluzione storica e contesto di mercato

2.1 Origini e sviluppo storico del private equity

L'origine moderna del concetto di private equity e venture capital può essere fatta risalire agli Stati Uniti del secondo dopoguerra, in particolare al 1946, con la fondazione dell'American Research & Development Corporation[22]. Questa realtà pionieristica nasceva con l'intento di finanziare imprese innovative, spesso legate al trasferimento tecnologico derivante dalle scoperte in ambito militare. A causa della reticenza iniziale da parte degli investitori istituzionali ad assumersi rischi elevati, l'ARD venne costituita come fondo chiuso, i cui sottoscrittori erano in prevalenza individui privati.

Un passaggio rilevante avvenne nel 1958, anno in cui fu istituita la Draper, Gaither and Anderson, la prima limited partnership[23] americana dedicata al venture capital. Sempre nello stesso anno, l'approvazione dello Small Business Investment Act creò il quadro normativo necessario per l'avvio di attività sistematiche di investimento in imprese nascenti mediante capitale di rischio[24].

Il settore conobbe un'espansione significativa alla fine degli anni Settanta, accelerata da una modifica regolamentare del Department of Labor nel 1979. In particolare, la revisione dell'Employee Retirement Income Security Act consentì ai fondi pensione di destinare risorse anche a investimenti in attività ad elevata rischiosità, come il private equity e il venture capital. L'allentamento di tali restrizioni portò a un incremento dei capitali disponibili, favorendo la nascita di nuovi fondi e la rapida crescita del settore.

Il successo di tali investimenti divenne evidente attraverso operazioni di grande rilievo, tra cui l'acquisizione della RJR Nabisco Inc. da parte della società Kohlberg Kravis Roberts nel 1987, per un valore di oltre 31 miliardi di dollari: un'operazione record per l'epoca. Contemporaneamente, importanti investimenti in imprese emergenti come Apple, Cisco, Compaq e Microsoft permisero ritorni straordinari, accrescendo la fiducia verso il capitale di rischio come leva per l'innovazione tecnologica.

---

[22] J. Lerner, *Venture Capitai and Private Equity. A. Casebook*, J. Wiley & Sons. New York 1999.

[23] Si tratta di una delle forme giuridiche oggi più diffuse negli Stati Uniti per l'esercizio di attività di venture capitai e private equity, che permette di ottenere agevolazioni fiscali, oltre che la responsabilità limitata dei soci. Le partnership raccolgono i loro capitali presso investitori qualificati quali fondi pensione, imprese assicurative, istituzioni bancarie e grandi gruppi industriali.
Il mercato statunitense del capitale di rischio», in AIFI. Capitali per lo sviluppo, cit.

[24] H. Hsu D., Kenney M., *Industrial and Corporate Change Advance Access*, 21 giugno 2005.

Negli anni Novanta, e in particolare tra il 1992 e il 2000, l'industria del private equity visse un'altra stagione di espansione. Gli investimenti annuali passarono da circa 20 miliardi a oltre 300 miliardi di dollari, trainati dall'entusiasmo per l'economia digitale e dalla crescita esplosiva del settore Internet.

Tuttavia, l'inizio del nuovo millennio fu segnato da una battuta d'arresto. L'esplosione della cosiddetta "bolla delle dot-com", dovuta all'eccessiva speculazione nel comparto tecnologico e al crollo del Nasdaq[25], portò a un drastico ridimensionamento delle attività di venture capital tra il 2000 e il 2003.

La fase di ripresa non tardò ad arrivare: tra il 2003 e il 2007, la combinazione di bassi tassi d'interesse e abbondante liquidità rilanciò il settore, alimentando una nuova ondata di operazioni di leveraged buyout di grande scala. In questo contesto si affermarono nuovi colossi del private equity, come Blackstone Group e Carlyle Group, mentre il fenomeno si diffuse sempre più anche in Europa.

Il 2008 rappresentò un altro momento critico per il comparto, a causa della crisi finanziaria globale scatenata dal collasso del mercato immobiliare statunitense. La contrazione dell'accesso al credito colpì duramente il private equity, storicamente legato alla disponibilità di leva finanziaria per le proprie operazioni[26]. Il rallentamento trasformò anche il comportamento degli operatori, che ritornarono ai "fondamentali" dell'economia e a mirare sulla creazione di valore tramite la crescita aziendale e al compimento degli obiettivi di sviluppo industriale, piuttosto che attraverso il ricorso alla leva e all'arbitraggio sui multipli di mercato. Allo stesso tempo, la crisi originò, negli Stati Uniti e nel mondo, una pretesa di miglior regolamentazione per il settore, causando nel 2010 il Dodd-Frank Act.

Nonostante ciò, già a partire dal 2010 il settore ha mostrato segnali di ripresa, consolidando il proprio ruolo nel sostenere lo sviluppo imprenditoriale, in particolare nei contesti caratterizzati da carenza di capitali, ridotta competitività e bisogno di innovazione strutturale. Diversi sono i fattori che hanno contribuito all'ulteriore espansione di tale mercato, portando a un significativo aumento dell'attività di fundraising e di investimento, sia in termini di numero sia di ammontare[27].

Negli ultimi decenni, il private equity e il venture capital hanno sperimentato una

---

[25] Quotazione automatizzata dell'Associazione nazionale degli operatori in titoli.

[26] G. Bracchi, *Private equity: investire nello sviluppo delle imprese nei momenti di recessione*, pubblicazione interna AIFI, 2009.

[27] Preqin, *2020 Preqin Global Private Equity A Vennire Capital Report*.

significativa espansione geografica e settoriale, sostenuta dalla nascita di nuovi strumenti e mercati, come quello secondario per le quote di fondi già costituiti, che ha incrementato la liquidità complessiva del comparto e ne ha favorito una maggiore attrattività presso investitori istituzionali.

La nascita e l'originario sviluppo del mercato europeo del venture capital e private equity sono relazionati all'evoluzione che tale settore ha avuto nel Regno Unito.
Fino agli inizi degli anni Ottanta, lo sviluppo del mercato del capitale di rischio in Europa era notevolmente arretrato rispetto al contesto statunitense, con un gap temporale stimato di circa venticinque anni[28]. È proprio a partire da quel decennio che si può individuare l'avvio di un vero mercato europeo del private equity e del venture capital, grazie ad alcuni interventi istituzionali mirati. Un passaggio fondamentale avvenne nel 1980, quando la Commissione Europea pubblicò lo studio Barriers to Industrial Innovation, il quale evidenziava da un lato la rilevanza strategica delle nuove tecnologie per la competitività industriale, dall'altro le difficoltà incontrate dalle piccole imprese nell'ottenere risorse finanziarie attraverso il capitale di rischio. Da questa analisi nacque un progetto pilota volto a stimolare la collaborazione tra le società di venture capital attive nei diversi paesi europei[29].
Nonostante i buoni risultati registrati, le risorse che la Comunità Europea poteva destinare a tale iniziativa erano limitate. Per questo motivo fu promosso un percorso volto alla creazione di un'associazione di settore capace di rappresentare e coordinare gli operatori a livello sovranazionale. Nell'agosto del 1983 venne così istituita l'European Venture Capital Association (EVCA), con la missione di favorire lo sviluppo del private equity in Europa. L'associazione si propose fin da subito di sostenere non solo la crescita numerica degli operatori, ma anche il rafforzamento della cultura imprenditoriale, delle istituzioni e dei mercati funzionali alle attività di investimento, contribuendo così a strutturare un ecosistema europeo più maturo e competitivo.
A partire dal 2004 il mercato europeo del private equity registrò una fase di forte espansione, in particolare nel segmento dei buy-out, sostenuta, analogamente a quanto accadeva negli Stati Uniti, dalla disponibilità di capitale di debito a costi contenuti. Si osservò una ripresa anche nel comparto del venture capital, sebbene con ritmi più contenuti rispetto al periodo di massima crescita precedente lo scoppio della bolla di

[28] T. I.orcnz, *Venture Capital Today, Woodhead-Faulkner*, Cambridge 1985.
[29] W.D. Bygrave, M. Hay, J.B. Peeters*, Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, London 1994.

internet.

La crisi finanziaria globale del 2008 interruppe bruscamente questa dinamica, incidendo soprattutto sulle operazioni di maggiore dimensione. Essa determinò inoltre un rafforzamento del quadro normativo, volto ad armonizzare le differenti esperienze nazionali e a rendere più omogeneo il mercato europeo. In tale contesto si colloca l'introduzione della direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive – 2011/61/UE), che stabilì un regime regolamentare unitario per i fondi di investimento alternativi, introducendo anche un passaporto europeo per gli operatori.

Successivamente, nel 2013, venne approvato il Regolamento EuVECA (345/2013/UE), con l'obiettivo di fornire un quadro semplificato per i gestori di fondi dedicati alle piccole e medie imprese, consentendo loro di operare in maniera più agevole su scala comunitaria. Nel 2015, poi, fu introdotto il Regolamento 760/2015/UE, che disciplinò la costituzione degli ELTIF (European Long-Term Investment Funds), fondi alternativi a lungo termine rivolti non solo agli investitori istituzionali, ma anche ai risparmiatori privati, contribuendo a rafforzare il processo di armonizzazione normativa avviato negli anni precedenti.

Sempre nel 2015, il dibattito politico e finanziario europeo si orientò verso la costruzione della Capital Markets Union (CMU), un progetto promosso dalla Commissione Europea con l'obiettivo di mobilitare capitali a favore delle PMI e di grandi iniziative infrastrutturali. La CMU si pose inoltre come strumento per incentivare gli investimenti di lungo periodo, grazie a un piano strutturato in 33 azioni specifiche, concepite per rendere più integrato e competitivo il mercato dei capitali europeo.

In Italia, l'anno di avvio del settore del capitale di rischio risale al 1986, quando, il 12 maggio, nove finanziarie private e di emanazione bancaria fondarono l'AIFI, Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, con l'obiettivo di individuare formalmente l'attività di investimento nel capitale di rischio svolta da operatori professionali e specializzati e dare una voce istituzionale alla volontà comune di costituire e sviluppare un mercato italiano del capitale di rischio[30].

Fino al 1986, in Italia, le banche e gli istituti centrali di categoria non potevano svolgere attività di investimento diretto nel capitale di rischio delle imprese industriali non

[30] «Gli operatori in Italia», in AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Sesto Rapporto Biennale 1997-1998,* Guerini e Associati, Milano 1997.

quotate. La normativa di allora precludeva tassativamente tale possibilità, limitando fortemente lo sviluppo di questo segmento del mercato finanziario[31]. Una prima apertura arrivò nel febbraio del 1987, quando il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR), seguito dalla relativa circolare della Banca d'Italia, autorizzò le aziende di credito e gli istituti centrali di categoria a partecipare al capitale di rischio tramite apposite società di intermediazione finanziaria, denominate SIF. Queste ultime potevano assumere, in forma temporanea e in posizione minoritaria, azioni, obbligazioni e strumenti assimilabili emessi dalle imprese, costituendo così un canale indiretto ma rilevante di intervento nel private equity.

L'attività delle cosiddette merchant bank di emanazione bancaria, nate a partire dal 1987, segnò un passaggio cruciale nel riconoscimento dell'importanza di questo tipo di investimenti, sebbene soltanto una minoranza delle sedici SIF istituite risultò operativa in modo concreto[32]. La cornice normativa rimase pressoché invariata fino al 1993, anno in cui si verificarono due eventi di rilievo che segnarono una svolta significativa.

Da un lato, con l'emanazione del nuovo Testo Unico Bancario (TUB), entrato in vigore a settembre 1993, venne introdotto il principio della despecializzazione funzionale e temporale e si propose il modello della cosiddetta "banca universale", capovolgendo l'impostazione normativa del 1936. Dall'altro, la Legge n. 344 del 14 agosto 1993 istituì i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi di diritto italiano, strumento che, seppur con un certo ritardo rispetto ad altri paesi, allineava il sistema finanziario nazionale agli standard internazionali, fornendo un veicolo adeguato per gli investimenti in capitale di rischio.

Il cambiamento di maggiore portata si ebbe però con l'emanazione del Testo Unico della Finanza (TUF)[33], che riorganizzò l'intera disciplina dell'intermediazione finanziaria. Esso introdusse la figura del gestore unico del risparmio attraverso la creazione delle Società di Gestione del Risparmio[34], ridefinendo profondamente il ruolo e gli strumenti a disposizione degli operatori e contribuendo a modernizzare in maniera sostanziale il mercato italiano degli investimenti.

Il periodo 2015-2023 l'Italia ha conosciuto la vera fase di sviluppo nel mercato del private

---

[31] «Il ruolo del sistema bancario», in A. Gervasoni, *Finanziare l'attività imprenditoriale*, Guerini e Associati, Milano 1996.

[32] M. De Cecco, G. Ferri, *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 242, dicembre 1994.

[33] D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

[34] F. Belli, F. Mazzini, R. Tedeschi, *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1998.

equity, dopo la fase di consolidamento seguita alla crisi finanziaria globale del 2008-2009. Questo slancio si è reso possibile grazie a molteplici fattori: la diminuzione della dipendenza dal credito bancario tradizionale, l'elevata liquidità disponibile presso investitori istituzionali in cerca di rendimenti alternativi e l'interesse crescente verso operazioni su PMI ad alto potenziale di sviluppo[35].

Secondo i dati di AIFI, tra il 2015 e il 2022 gli investimenti in private equity e venture capital in Italia sono più che raddoppiati, sia per numero di operazioni che per ammontare complessivo investito. Questa espansione ha coinvolto sia i fondi generalisti sia fondi specializzati, come quelli focalizzati su *growth equity*[36], infrastrutture o *impact investing*[37] orientato agli obiettivi ESG (Environmental, Social and Governance), accompagnati da una crescente sofisticazione degli strumenti e delle strutture finanziarie utilizzate.

Nel contesto italiano, caratterizzato da un tessuto imprenditoriale prevalentemente familiare, si è osservato un progressivo mutamento culturale con una maggiore apertura al capitale esterno, soprattutto in situazioni legate a transizioni generazionali, internazionalizzazione o processi di *digital transformation*. Contestualmente, è aumentata la frequenza di operazioni di buy-out, build-up e replacement capital, nonché l'impiego di strutture di private debt, direct lending e strumenti ibridi.
Il settore ha inoltre beneficiato di riforme normative e incentivi fiscali che hanno stimolato l'afflusso di capitali in favore delle PMI innovative, contribuendo alla diffusione di operazioni di growth capital e di programmi strutturati di internazionalizzazione e innovazione tecnologica. Parallelamente, il mercato italiano del private debt ha acquisito un ruolo sempre più centrale nel finanziamento delle imprese, soprattutto in un contesto di razionamento del credito bancario.

A livello europeo, se da un lato paesi storicamente maturi come Regno Unito, Francia e Germania continuano a guidare i volumi complessivi, dall'altro si è assistito alla crescita di mercati "mid-size" come Spagna, Polonia e Svezia. In questo scenario, l'Italia ha progressivamente ridotto il divario rispetto ai principali peer continentali, affermandosi

[35] Cirla M., *25 anni di private equity in Italia,* 2024.
[36] Fondi che si concentrano sull'acquisto di quote di minoranza in aziende in rapida crescita che hanno superato la fase di startup.
[37] Forma di investimento che, oltre a generare un ritorno economico, si pone l'obiettivo di produrre effetti positivi misurabili in ambito sociale o ambientale.

come uno dei mercati emergenti più dinamici grazie a fattori strutturali come la frammentazione industriale e la sottocapitalizzazione cronica di numerose PMI.

Negli ultimi anni, il private capital ha mostrato una chiara tendenza alla globalizzazione, con una crescita delle dimensioni medie dei fondi e un rinnovato interesse verso mercati emergenti e nuove asset class, come il private debt. Un altro fenomeno rilevante è rappresentato dalla crescente attenzione verso i criteri ESG, che stanno progressivamente orientando le strategie di investimento, i processi decisionali e le pratiche di governance delle società partecipate.

Il contesto attuale si caratterizza per un'elevata competizione tra operatori specializzati, che si traduce in valutazioni più elevate delle società target e in una maggiore complessità delle strutture transazionali. In parallelo, si consolida la tendenza verso la specializzazione settoriale e geografica degli investitori, mirata a cogliere in modo più efficace le opportunità di creazione di valore grazie a competenze verticali e approcci strategici differenziati.

2.2 Il mercato globale ed europeo: tendenze e volumi

Il periodo 2023–2024 ha segnato una fase di cambiamento per il mercato globale delle operazioni di *mergers and acquisitions* (M&A) e per il settore del private equity, contraddistinto da una lenta ripresa dopo un lungo rallentamento. In particolare, il 2023 ha evidenziato una diminuzione nel valore totale delle operazioni M&A annunciate, con un valore globale di circa 3.000 miliardi di dollari, il primo calo registrato nell'ultimo decennio. Nel 2024, invece, si è assistito a una ripresa parziale, con un aumento del 7,7% del valore dei deal (3.300 miliardi di dollari), sebbene accompagnato da una diminuzione del 12,5% nel numero di transazioni. Questo dato conferma la tendenza al ritorno dei mega-deal, che nel 2024 hanno raggiunto il numero di 99, con un incremento del 21,3% rispetto all'anno precedente. Tra i fattori che hanno favorito questa inversione di tendenza si possono citare: una maggiore stabilità macroeconomica, la diminuzione dell'inflazione, una migliore accessibilità al credito e la progressiva riduzione del divario di valutazione tra acquirenti e venditori. I settori più attivi sono stati Technology, Energy e Financial Services (FS), che insieme hanno costituito il 44% del valore totale delle operazioni.

Nel settore del private equity globale, il 2024 ha mostrato segnali di ripresa grazie a un contesto macroeconomico più favorevole, con tassi d'interesse e inflazione in calo e una crescita economica relativamente stabile in molti mercati. Tuttavia, il numero totale delle operazioni si è ridotto del 25%, riflettendo la concentrazione degli investimenti in transazioni di grandi dimensioni. Il settore tecnologico ha continuato a giocare un ruolo chiave, rappresentando il 33% del valore e il 26% del volume totale dei deal, mentre i settori finanziario e industriale hanno registrato aumenti significativi. A livello geografico, l'area EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) ha mostrato un miglioramento notevole, con un incremento del 33,4% del valore delle operazioni e del 18,2% del numero di deal, nonostante le tensioni geopolitiche (guerra in Ucraina, instabilità politica in UK, Germania e Francia) e tassi di interesse ancora relativamente elevati per gran parte dell'anno. Tra i fattori chiave della crescita si annoverano l'afflusso di capitali da fondi statunitensi, il ritorno di operazioni di take-private, e una forte attività in mercati strategici come Germania e Italia.

Anche sul fronte dei disinvestimenti, il 2024 ha segnato una fase di recupero, in quanto il valore totale delle exit è aumentato del 34%, nonostante un calo nei volumi. Le operazioni di sponsor-to-sponsor hanno mostrato una crescita molto significativa (+141%), rappresentando 6 delle 10 maggiori exit dell'anno. Al contrario, le IPO hanno contribuito solo per il 6% del valore totale delle exit, a causa dell'instabilità geopolitica e macroeconomica, che ha spinto molti operatori a rinviare le quotazioni, nonostante le buone performance dei mercati azionari. In EMEA, il valore degli exit è aumentato del 5%, mentre il numero è cresciuto del 18,6%, trainato da una crescita significativa in Italia, che ha raggiunto un numero record di quasi 100 dismissioni, a fronte delle performance molto deboli di Regno Unito e Irlanda. I settori con maggiore attività in uscita sono stati quelli della tecnologia e dei servizi professionali.

Dal lato del fundraising, il 2024 ha registrato una flessione globale dell'8,5% rispetto all'anno precedente. A resistere al trend negativo sono state soltanto le asset class Infrastructure e Private Credit. Il comparto più colpito è stato il buyout nordamericano, mentre in Europa la raccolta è rimasta pressoché stabile. In crescita il peso di nuovi investitori, quali *private individuals e sovereign wealth funds*[38], che secondo le stime

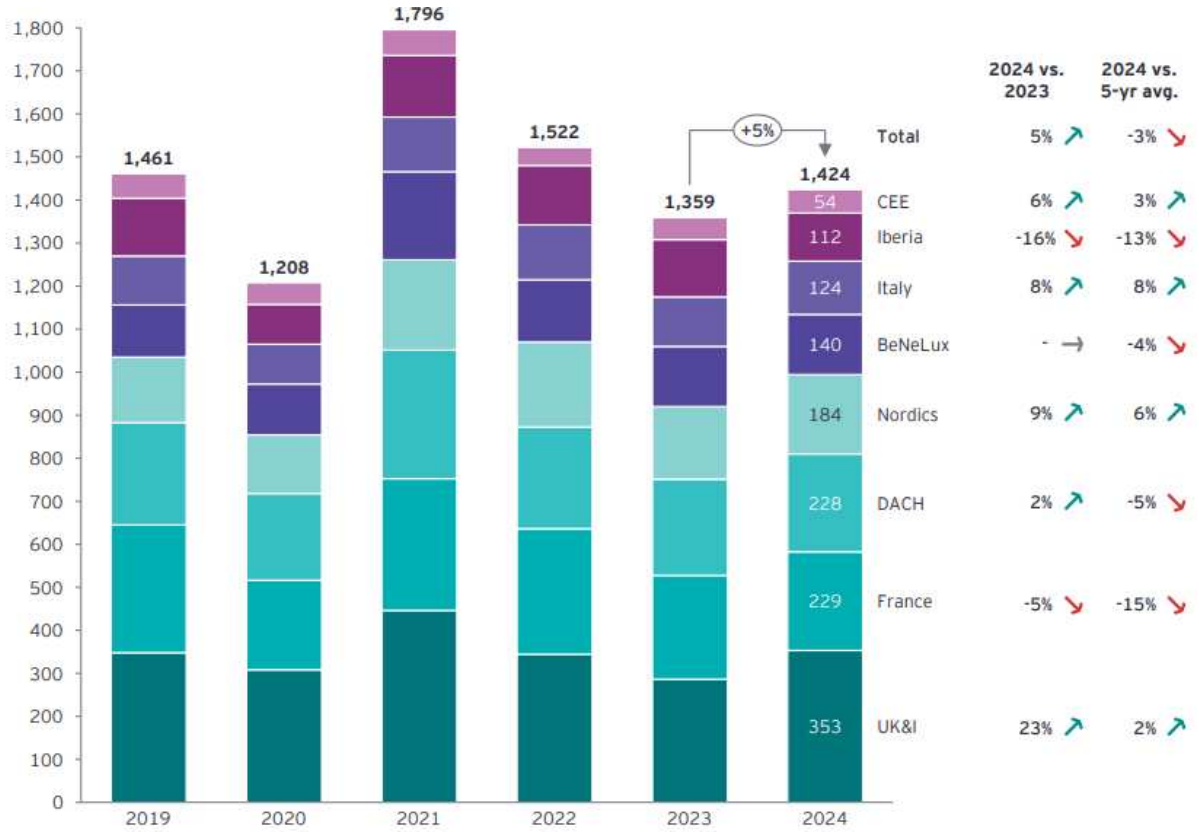
[38] Fondo sovrano è uno strumento di investimento pubblico che appartiene direttamente al governo e viene utilizzato per investire i surplus fiscali o le riserve valutarie in moneta estera in strumenti finanziari.

potrebbero arrivare a rappresentare fino al 60% del capitale raccolto nel prossimo decennio. In Europa, il fundraising ha mostrato una dinamica bifronte: da un lato, i volumi si sono mantenuti su livelli prossimi a quelli del 2021 e 2023, dall'altro lato la raccolta ha privilegiato operatori di grandi dimensioni con un consolidato track record. Anche a livello geografico si sono osservate differenze: regioni come i Paesi Nordici e l'Italia hanno registrato un incremento nella raccolta, mentre paesi come la Francia hanno mostrato un significativo rallentamento[39].

L'attività di private equity in Europa ha registrato una ripresa nel 2024, raggiungendo 1.424 transazioni e segnando un aumento del 5% rispetto al 2024. Si tratta del primo aumento dal 2021. Pur essendo incoraggiante, questa ripresa è ancora in una fase iniziale, con i volumi totali delle transazioni che rimangono inferiori del 3% rispetto alla media quinquennale. Il Regno Unito e l'Irlanda hanno guidato questa crescita, registrando un significativo aumento del 23% dell'attività. Anche la maggior parte degli altri mercati europei ha registrato un andamento positivo. Tuttavia, Francia e Penisola iberica si sono discostate da questa tendenza, registrando un calo dei volumi delle transazioni dopo aver raggiunto livelli record nel 2021.

[39] *M&A e mercato del Private Equity I principali highlights del 2024 e l'outlook 2025*. https://kpmg.com/it/it/insights/2025/03/m-a-e-mercato-del-private-equity-.html.

Grafico 1: Attività di PE deal nelle principali regioni europee, anni 2019-2024 (numero di accordi).



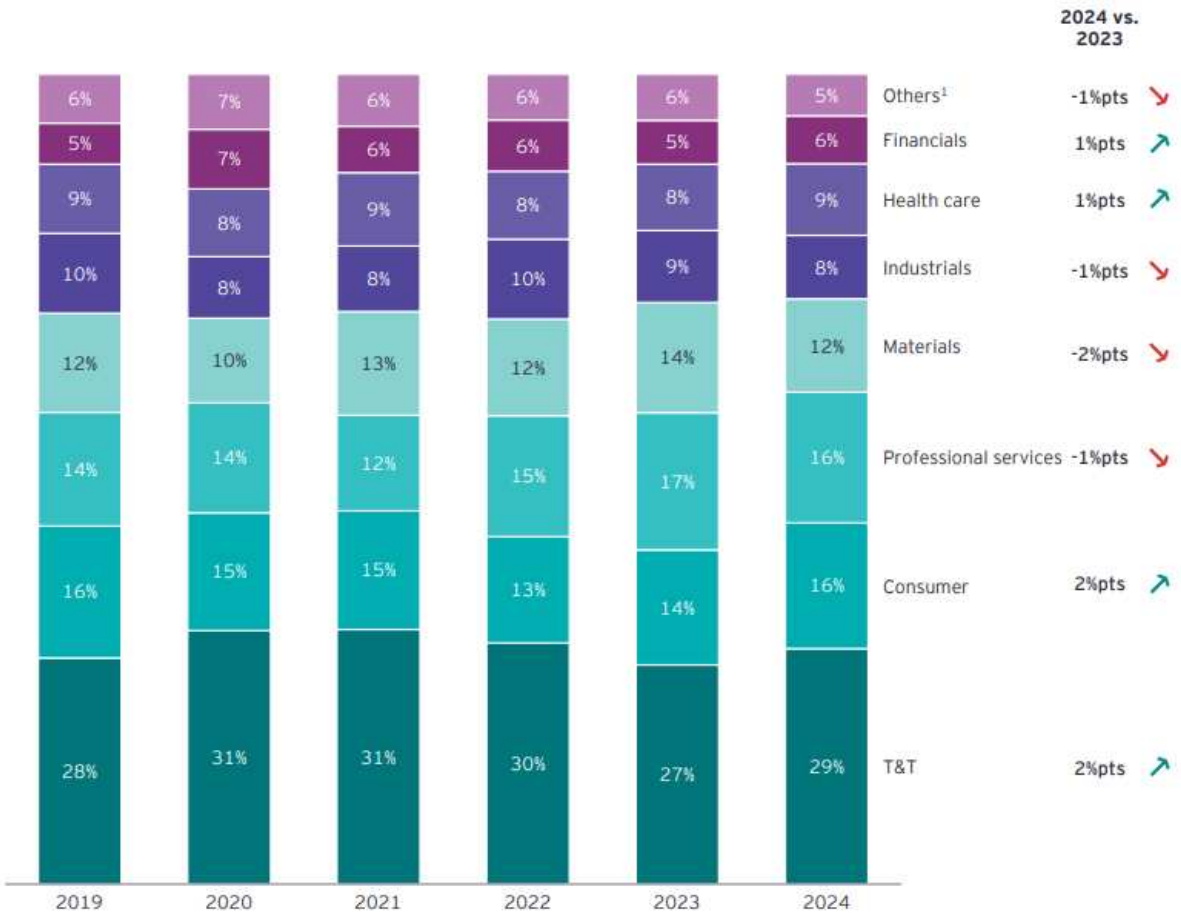
Fonte: DealLogic; EY/EY-Parthenon analysis.

La composizione settoriale dell'attività di private equity europea è rimasta sostanzialmente invariata, con i settori della tecnologia e delle telecomunicazioni (T&T), dei servizi al consumo e dei servizi professionali che continuano a dominare il flusso di transazioni. I settori T&T e dei servizi al consumo, dopo un periodo di calo dell'attività, hanno registrato una ripresa, raggiungendo rispettivamente il 29% e il 16% delle transazioni totali.

Al contrario, il settore industriale è stato l'unico a registrare un calo del volume assoluto delle transazioni, passando da 121 nel 2023 a 112 nel 2024[40].

[40] *State of Private Equity (PE) Report Europe 2024 Review,* EY, 2024.

Grafico 2: Quota di attività di PE deal per settore, anni 2019-2024.



Fonte: DealLogic; EY/EY-Parthenon analysis

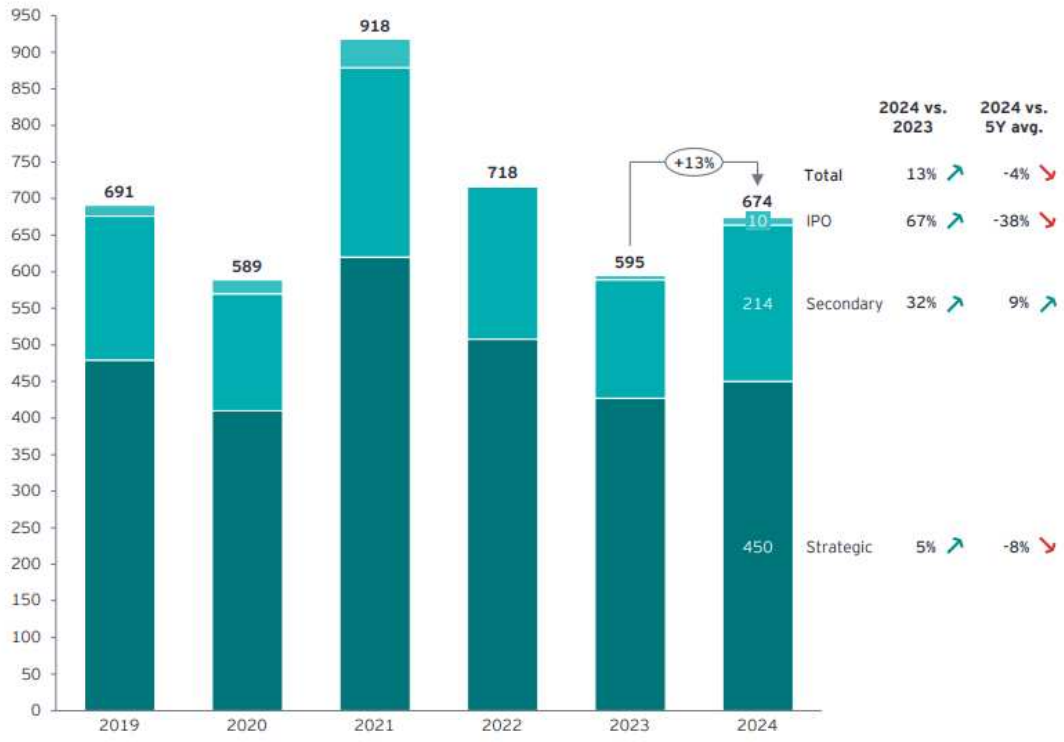
La durata mediana dei deal del PE ha raggiunto una durata di 5,7 anni, ovvero circa il 21% in più rispetto al 2020, quando si attestavano sui 4,7 anni. Questa tendenza riflette gli effetti persistenti dell'elevata inflazione e la pressione sostenuta dei tassi di interesse elevati. Allo stesso tempo, la crescente incertezza macroeconomica e le tensioni geopolitiche stanno spingendo i fondi ad adottare strategie di uscita più caute[41].

Dopo un periodo di calo dal 2021, le operazioni di exit di private equity sono aumentate nel 2024, raggiungendo quota 674, con un aumento del 13% rispetto all'anno precedente. La crescita è stata osservata in tutte le tipologie di uscita, con le uscite secondarie che hanno registrato un forte aumento del 32% su base annua, per un totale di 214 transazioni[42]. Le IPO hanno registrato un significativo aumento del 67%, raggiungendo le 10 quotazioni. Tuttavia, nonostante questa significativa impennata, il mercato delle IPO è

[41] *Geostrategic outlook,* EY 2025.
[42] *Investors offloaded record volume of PE stakes in 2024,* Financial Times, Gennaio 2025.

rimasto sostanzialmente al di sotto dei livelli pre-COVID-19. La debole attività di IPO riflette le sfide più ampie che continuano a gravare sulle uscite dal mercato azionario, tra cui tassi di interesse elevati, incertezza geopolitica e valutazioni azionarie fluttuanti.

Grafico 3: Attività di uscita del PE nelle principali regioni europee, per tipo di uscita, anni 2019-2024 (n. di uscite).

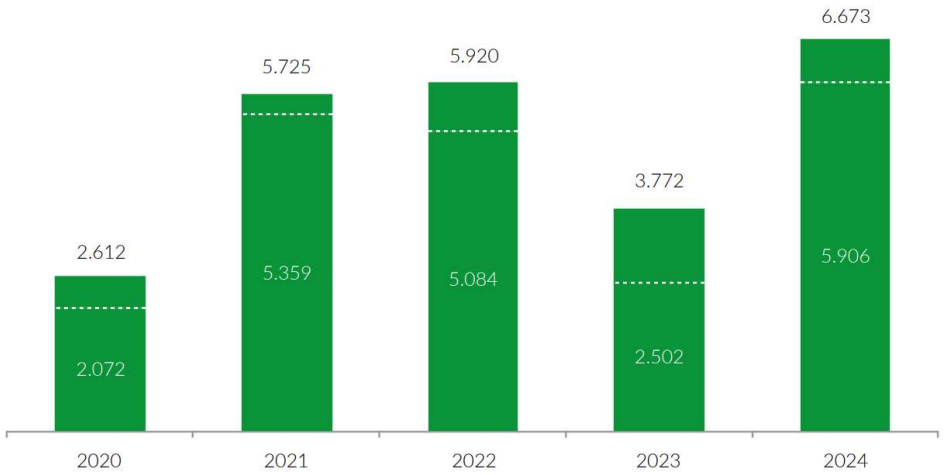


Fonte: DealLogic; EY/EY-Parthenon analysis.

2.3 Il mercato italiano: dati, dinamiche e peculiarità

La situazione del mercato italiano del capitale di rischio è analizzabile tramite i risultati dell'analisi condotta nel 2024 da AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), in collaborazione con PwC Italy[43].

Grafico 4: Evoluzione dei capitali raccolti in Euro, anni 2020-2024.



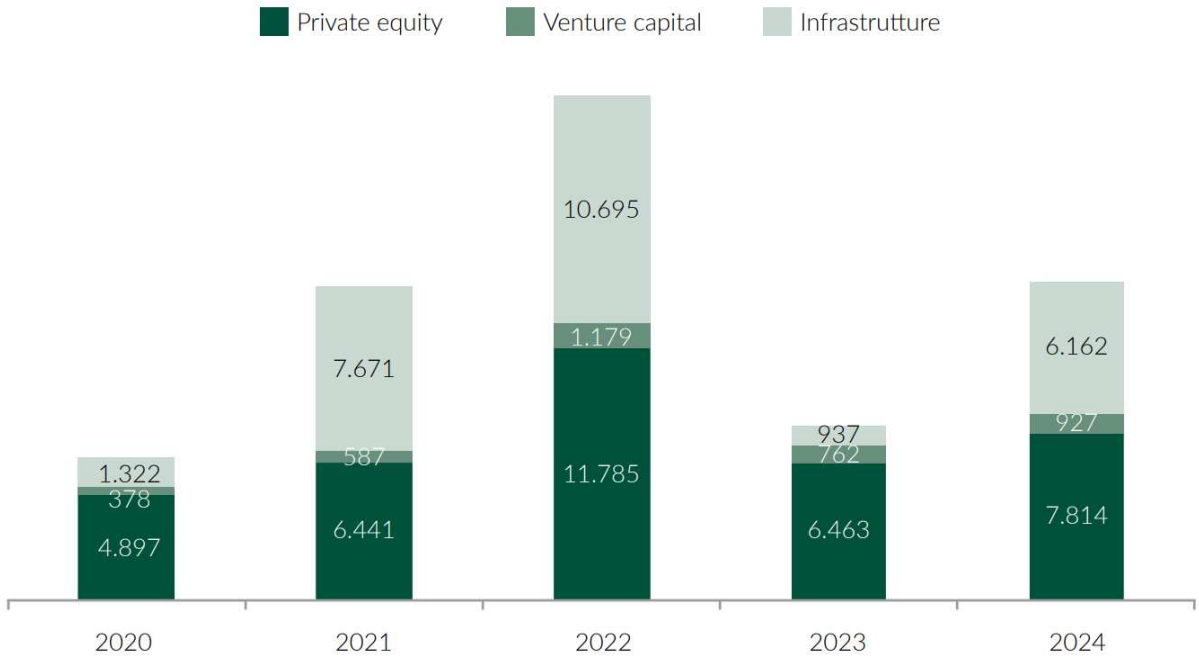
Fonte: *il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2024, AIFI.

Nel corso del 2024 le risorse complessivamente raccolte dagli operatori domestici sono risultate pari a 6.673 milioni di Euro, contro i 3.772 milioni dell'anno precedente (+77%). Il grafico sopra stante evidenzia una dinamica ciclica nel periodo osservato.
Dopo un trend positivo tra il 2020 e il 2022, il 2023 segna un rallentamento significativo. Tuttavia, il 2024 mostra una netta ripresa, con il valore complessivo che raggiunge il picco massimo del quinquennio.
I fondi pensione e le casse di previdenza sono la prima fonte di capitale (19% del totale), ai quali susseguono il settore pubblico e le agenzie governative (18%) e i fondi di fondi privati (11%). La restante parte di fonti è composta da: assicurazioni, banche, fondi sovrani, Family offices[44], fondazioni, investitori individuali, altri asset manager e altro.

[43] *Il mercato italiano del private equitye e venture capital*, 2024, AIFI.
https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=n426lGNs4K18KvcJziBDQk3g55938Y
[44] Società di servizi che gestisce il patrimonio di una o più famiglie facoltose agendo come centro di coordinamento per la gestione finanziaria e amministrativa delle famiglie.

La destinazione dei capitali raccolti in base alla tipologia di investimento target, prevede che la quota maggiore sarà destinata ad operazioni di buyout ed expansion, ciascuna delle quali dovrebbe assorbire circa il 26% del totale. Gli investimenti in early stage assimileranno una quota stimata del 24%, seguiti dal comparto delle infrastrutture, che dovrebbe attrarre circa il 20% dei fondi. Le operazioni di Turnaround, invece, rappresenteranno una porzione contenuta, pari al 4%.

Grafico 5: Evoluzione dell'ammontare investito (milioni di euro) per tipologia di attività, anni 2020-2024.



Fonte: *il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2024, AIFI.

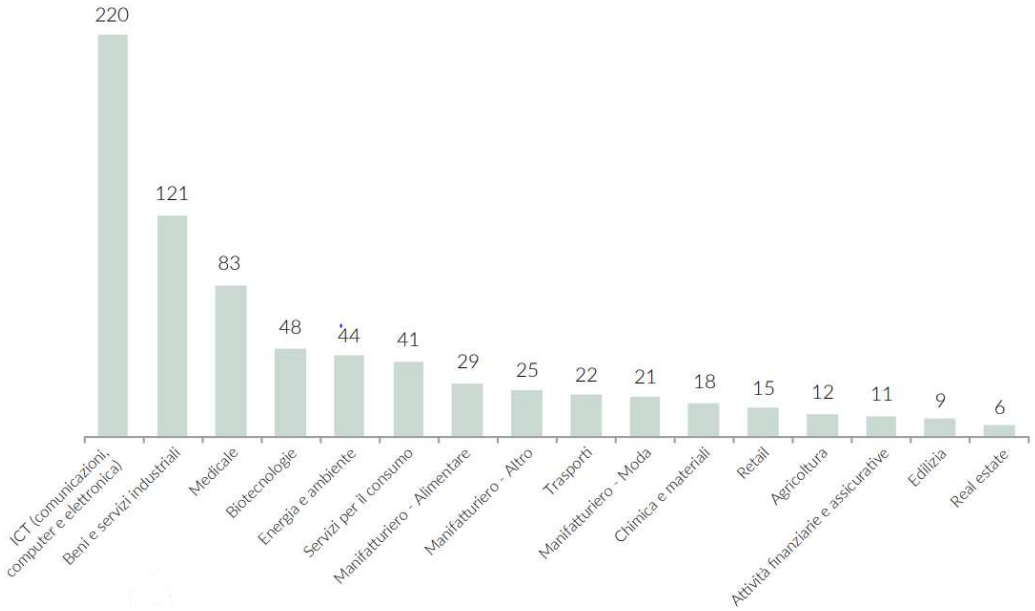
In materia di investimenti, nel 2024 il mercato italiano del private equity, venture capital e delle infrastrutture ha registrato 732 operazioni, ripartite su 497 imprese, per un valore complessivo pari a 14,9 miliardi di euro. Sebbene il numero di operazioni risulti in lieve diminuzione rispetto al 2023 (-2%, quando ne erano state concluse 750), l'ammontare investito è cresciuto significativamente, marcando un incremento dell'83% rispetto agli 8,2 miliardi di euro dell'anno precedente. Questo forte aumento è attribuibile al compimento di operazioni di grande entità, in particolare nei segmenti delle infrastrutture e dei buyout, comparti che nel 2023 avevano registrato una presenza più contenuta di investimenti di ampia scala.

Limitando l'analisi alle operazioni condotte all'interno del territorio nazionale, emerge che nel 2024 il Nord Italia ha continuato a rappresentare il principale polo di attrazione per gli investimenti, concentrando il 76% del numero totale di operazioni, in aumento rispetto al 70% registrato nel 2023. Le regioni del Centro hanno raccolto il 16% delle operazioni (in calo rispetto al 21% dell'anno precedente), mentre Sud e Isole si sono fermati all'8%, con una lieve flessione rispetto al 9% del 2023.

Per quanto riguarda invece i volumi di capitale investito, la leadership del Nord risulta ancora più marcata, con una quota pari all'84% del totale nazionale, in crescita rispetto al 78% dell'anno precedente. Il Centro Italia ha attirato il 10% dei capitali (contro il 18% del 2023), mentre Sud e Isole hanno visto un lieve incremento, raggiungendo il 6% (rispetto al 4% dell'anno passato).

L'analisi dei settori destinatari degli investimenti nel 2024 mostra una netta prevalenza del comparto ICT (Tecnologie dell'Informazione e della Comunicazione), come principale ambito di interesse, assorbendo il 30% del totale delle operazioni (vedi Grafico 3). Al secondo posto si colloca il settore dei beni e servizi industriali, che ha attratto il 17% delle transazioni, mentre il settore medicale si posiziona terzo, con una quota dell'11%.

Grafico 6: Distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati nel 2024.



Fonte: *il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2024, AIFI.

In merito alle dismissioni[45], nel 2024, il valore complessivo (calcolato sul costo originario delle partecipazioni cedute) ha raggiunto 5.727 milioni di euro, un incremento significativo rispetto ai 1.730 milioni dell'anno precedente, con un aumento superiore al triplo. Anche il numero di operazioni di disinvestimento ha registrato una crescita marcata, passando da 99 nel 2023 a 157 nel 2024 (+59%), ripartite su 116 imprese target. Analizzando le modalità attraverso cui sono avvenute le exit, si evidenzia che la cessione a un soggetto industriale (trade sale) è risultata il canale più utilizzato, con un valore pari a 2.513 milioni di euro, corrispondente al 44% del totale disinvestito. A seguire, si colloca la vendita ad altri operatori di private equity, inclusi i continuation fund[46], che ha rappresentato il 35%, per un valore di 1.990 milioni di euro.

Intrecciando i dati relativi al numero complessivo di disinvestimenti con le diverse categorie di investimento iniziale, si osserva che la quota predominante delle exit riguarda operazioni di buyout, che rappresentano il 41% del totale. Seguono le dismissioni relative agli investimenti in early stage, pari al 27%, e quelle riferite a operazioni di expansion, che costituiscono il 22%.

[45] La cessione, totale o parziale, della quota detenuta dall'investitore avviene al termine del ciclo di investimento, una volta che sono stati raggiunti gli obiettivi prefissati in termini di creazione di valore per l'impresa partecipata.

[46] Fondo di investimento, tipicamente utilizzato nel private equity, che viene creato per acquisire uno o più asset da un fondo esistente arrivato alla fine del suo ciclo di vita

Capitolo 3

Le operazioni di private equity

3.1 Tipologie di investimento

Nel ciclo di vita di un'impresa, gli investimenti in capitale di rischio assumono forme diverse a seconda della fase in cui l'azienda si trova[47].
La logica soggiacente a tale segmentazione è che a differenti stadi di sviluppo aziendale coincidono disparate esigenze e che, quindi, anche l'intervento dell'operatore specializzato, per soddisfare queste esigenze, deve avere caratteristiche diverse in termini di capitale investito e know how.
Gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio possono essere raggruppati sulla base di tre principali tipologie: finanziamento dell'avvio, finanziamento dello sviluppo e finanziamento del cambiamento o della trasmissione d'impresa[48]. Le prime due tipologie costituiscono tradizionalmente l'ambito del venture capital[49], in quanto comprendono gli interventi rivolti a imprese appena costituite o già avviate ma in una fase di crescita che richiede nuove risorse finanziarie per consolidarsi ed espandersi. In questi casi, l'operatore apporta capitale di rischio direttamente all'interno della società, sostenendone i progetti di sviluppo. La terza categoria, invece, si riferisce all'attività di buy-out, che riguarda generalmente operazioni finalizzate all'acquisizione di pacchetti azionari di controllo, consentendo così una trasformazione della struttura proprietaria e, spesso, una nuova fase di riorganizzazione strategica e gestionale dell'impresa.

[47] S.E. Pratt, *How to Rise Venture Capital, Charles Scribner's Sons*, New York 1980.
[48] K.T. Liaw, *The Business of Investment Banking*, cit.
[49] A. Dessy, J. Vender, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano 1996.

Tabella 1: Fasi del ciclo di vita e tipologie di operazione.

Fase del ciclo di vita	Tipologia di investimento	Quota acquisita	Leva finanziaria	Rischio	Razionale	Obiettivo
Avvio	Seed	Min/ Mag	No	Molto elevato	Creazione di un nuovo business	Testare la business idea
	Start up				Lancio di una nuova società	Iniziare le vendite
	Later stage				Consolida-mento di una società	Supportare un rapido sviluppo
Sviluppo	Expansion/ Growth	Min	No	Elevato	Sviluppo di un nuovo business	Incremento della capacità produttiva; Attività di M&A; Internazionalizz azione
Maturità	Buy out	Mag	Sì	Moderato	Ricambio generazionale; Volontà degli azionisti di vendere	Soluzioni per far fronte a un piano di successione; Riorganizzazione della struttura aziendale
	Replacement	Min	No	Moderato	Azionista di minoranza non più interessato all'impresa	Mantenimento della compagine azionaria che è allineata allo sviluppo aziendale
Declino	Turnaround	Mag	No	Molto elevato	Situazione di crisi	Far ritornare profittevole il business

Fonte: elaborazione basata su A. Gervasoni, *Come finanziare l'impresa*, Guerini Next. Milano 2014; Ead., *Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice*, Risk Books, London 2014.

Nelle fasi iniziali si collocano le operazioni di *early stage financing*, che comprendono i finanziamenti destinati alla nascita e all'avvio dell'attività. Questa categoria si suddivide a sua volta in *seed financing*, rivolto allo sviluppo dell'idea imprenditoriale e *start-up financing*, volto a sostenere la costituzione e l'avvio operativo dell'impresa. Si sono poi aggiunte anche le operazioni di *later stage*, ossia investimenti in società già operative, che possono aver raggiunto il punto di break-even, e che solitamente sono già state finanziate da venture capitalists.

Le operazioni di growth capital si configurano, invece, come una forma di investimento in capitale di rischio rivolta a imprese già operative e con modelli di business consolidati, ma che necessitano di risorse finanziarie addizionali per sostenere progetti di espansione

e sviluppo. A differenza delle operazioni di buy-out, queste non comportano necessariamente l'acquisizione di una quota di controllo da parte dell'investitore, bensì si caratterizzano per una partecipazione di minoranza, talvolta significativa, con l'obiettivo di accelerare la crescita e massimizzare il valore nel medio-lungo periodo. Il capitale raccolto tramite growth capital è generalmente impiegato per l'ampliamento geografico, il lancio di nuovi prodotti o servizi, l'innovazione tecnologica, o acquisizioni strategiche volte al consolidamento competitivo. Si tratta, pertanto, di operazioni ad elevato potenziale trasformativo, in grado di rafforzare il posizionamento dell'impresa target nei mercati di riferimento.

Un elemento distintivo di questa tipologia di operazioni è il coinvolgimento attivo e strategico degli investitori nella governance aziendale. Oltre all'apporto di capitale, il fondo di investimento contribuisce allo sviluppo dell'impresa mediante il trasferimento di competenze manageriali, il supporto nella definizione dei piani industriali, la strutturazione di sistemi di controllo interni e il rafforzamento delle pratiche di corporate governance.

In numerosi casi, le operazioni di growth gapital rappresentano una fase di transizione verso la quotazione in borsa (*initial public offering*, IPO). L'iniezione di capitale e l'adozione di modelli gestionali più sofisticati contribuiscono a migliorare la struttura economico-finanziaria dell'impresa, aumentando la trasparenza e la capacità di attrarre l'interesse di investitori istituzionali. Ciò consente di porre le basi per un accesso più agevole al mercato dei capitali, incrementando le probabilità di successo di un'eventuale IPO.

Negli ultimi anni, il segmento del growth capital ha mostrato una crescente focalizzazione su settori ad alta innovazione, quali la digital transformation, le energie rinnovabili, la salute e il benessere, riflettendo l'intento degli investitori di intercettare macro-trend di lungo periodo e rispondere proattivamente alle evoluzioni della domanda e delle normative.

Un'ulteriore tipologia è rappresentata dal *replacement capital*, che consiste nell'ingresso di nuovi investitori in sostituzione di soci uscenti. Questa formula consente ai partner ancora coinvolti di proseguire l'attività imprenditoriale senza dover sostenere il costo

diretto per l'acquisto delle quote dei soci che intendono disimpegnarsi, mentre a questi ultimi è data la possibilità di monetizzare la propria uscita[50].

Nel contesto del private equity, le operazioni di buyout rappresentano una delle forme di investimento più consolidate e strategicamente rilevanti. Esse si configurano come acquisizioni di controllo, generalmente tramite il possesso della maggioranza del capitale sociale, di imprese già operative e dotate di una struttura consolidata. L'obiettivo primario di tali operazioni è promuovere la crescita dell'impresa target, migliorandone la governance, ottimizzandone i processi operativi e, in molti casi, riorientandone la strategia industriale o commerciale.

Una delle declinazioni più diffuse di buyout è il leveraged buyout, una struttura finanziaria che prevede il ricorso a un'elevata leva finanziaria per finanziare l'acquisizione[51]. In questo schema, una porzione significativa del capitale impiegato (tipicamente compresa tra il 60% e l'80% del valore complessivo dell'operazione) proviene da fonti di debito (bancarie o mezzanine[52]), mentre la restante parte è costituita da equity investito dal fondo di private equity e/o da altri co-investitori.

L'uso intensivo del debito consente ai soggetti acquirenti di massimizzare il rendimento sul capitale proprio investito, beneficiando dell'effetto leva. Tuttavia, tale struttura presenta anche rischi significativi, in quanto il rimborso del debito è vincolato alla capacità della società acquisita di generare flussi di cassa sufficienti. Per tale motivo, le imprese target di LBO sono tipicamente aziende caratterizzate da una buona visibilità sui ricavi futuri, elevata generazione di cassa, costi operativi relativamente stabili e una limitata necessità di capitale circolante.

Il paradigma del buyout comprende diverse sottocategorie, quali: management buyout (MBO) in cui l'acquisizione è condotta dal team manageriale interno dell'azienda target, che diventa parte attiva nell'operazione attraverso l'investimento diretto nel capitale; buyin (MBI) dove l'acquisizione è invece realizzata da un team manageriale esterno, spesso selezionato dal fondo di private equity per guidare una nuova fase di sviluppo e trasformazione aziendale e secondary buyout la quale operazione consiste nella cessione della società da un fondo di private equity a un altro, generalmente in una fase successiva

[50] Cumming D., *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation,* Wiley, 2016.
[51] Malguzzi A.*, La disciplina del leveraged buy out dopo la riforma del diritto societario, 2005.*
[52] Strumento di finanziamento a cui possono attingere le imprese, così chiamato perché si colloca in una posizione intermedia tra il capitale di debito ed il capitale di rischio.

del ciclo di investimento.
Tali operazioni sono diventate sempre più frequenti nei mercati maturi e riflettono un'evoluzione della gestione attiva del portafoglio da parte degli operatori di private equity.

Gli interventi di turnaround sono, invece, finalizzati alla ristrutturazione di imprese in difficoltà, con l'obiettivo di riportarle su un percorso di redditività.

Infine, il bridge financing rappresenta una forma temporanea di finanziamento pensata per accompagnare l'impresa verso la quotazione in Borsa, fungendo da ponte tra la situazione attuale e il futuro accesso al mercato dei capitali.

3.2 Il ciclo di vita di un fondo d'investimento

Il ciclo di vita di un fondo di investimento nel private capital si sviluppa generalmente attraverso quattro fasi principali: fundraising, investimento, gestione e disinvestimento. Ciascuna di queste fasi è caratterizzata da specifiche dinamiche operative, livelli di rischio differenti e obiettivi strategici distinti.
La fase di fundraising rappresenta il momento iniziale del ciclo ed è finalizzata alla raccolta di capitale presso investitori istituzionali e privati. In questa fase, i general partner definiscono con precisione la strategia di investimento del fondo, redigono un *offering memorandum*, cioè un documento informativo completo che descrive obiettivi, struttura, termini e rischi del fondo e promuovono l'iniziativa attraverso attività di presentazione diretta agli investitori, come i *roadshow*[53].
A livello generale, la prima fase è quella di individuazione dei potenziali investitori, dove è importante evidenziare come il mercato del private equity si contraddistingua per un cospicuo tasso di «fidelizzazione» dell'investitore, a condizione che i risultati degli investimenti precedenti siano stati ottimali[54]. Questa fase risulta cruciale poiché determina la dimensione complessiva del fondo, influenzando direttamente la portata

[53] Processo che prevede la predisposizione di una serie di incontri tra la comunità degli investitori istituzionali e il management di una società che intende realizzare un'operazione di offerta dei propri titoli.
[54] E.Talmor, F. Vasvari, *International Private Equity*, Wiley, New York 2011.

delle operazioni future, la capacità di attrarre target rilevanti e le aspettative di rendimento atteso[55]. Quindi, gli investitori protendono a favorire team che non mutano nel tempo la propria strategia di gestione. Tipicamente, l'attività di private equity, dato l'elevato rischio e il ristretto livello di liquidità, si è per lo più rivolta a investitori istituzionali. Accanto alle tradizionali categorie di investitori istituzionali, negli ultimi anni si è progressivamente affermata, sia in Italia che a livello internazionale, la partecipazione di investitori privati all'interno degli strumenti di private capital. Questo fenomeno interessa in modo particolare i cosiddetti High Net Worth Individuals, ossia soggetti caratterizzati dal possesso di patrimoni di rilevante entità, che scelgono di destinare parte delle proprie risorse a questa asset class.

La seconda fase del processo, solitamente avviata in parallelo alla precedente, prevede la predisposizione del materiale di marketing, comunemente denominato *offering memorandum*. Questo documento, assimilabile a un vero e proprio business plan dell'iniziativa, rappresenta il principale strumento di presentazione dell'operatore agli investitori potenziali. A partire da questo momento, gli investitori progressivamente contattati decidono se approfondire l'opportunità di investimento fino ad avviare una vera e propria due diligence oppure interrompere il processo valutativo. In tale fase, l'attenzione si concentra su una serie di aspetti ritenuti particolarmente rilevanti: la composizione e l'esperienza pregressa del team di gestione, la strategia di investimento e la sua coerenza con la struttura organizzativa, le caratteristiche della corporate e fund governance, la struttura dei costi imputabili al fondo, il grado di integrazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento, la composizione della base investitori e, infine, le modalità previste di reporting nei confronti degli stessi.

Al termine di questa analisi, i gestori possono ricevere una manifestazione di interesse più articolata e vincolante da parte degli investitori, seppur subordinata alla verifica di ulteriori aspetti di natura giuridico-formale. Parallelamente vengono negoziate le condizioni contrattuali con gli investitori principali, le cui eventuali modifiche sono poi comunicate anche agli altri partecipanti. Una volta conclusa questa fase negoziale, si procede alla predisposizione della documentazione legale definitiva, che raccoglie tutti gli atti e i contratti necessari per giungere alla sottoscrizione formale dell'accordo di investimento, ossia il closing.

---

[55] Gompers, Paul, & Lerner, Josh, *Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations,* Journal of Financial Economics, vol. 55, 281–325, 2000.

Il processo di investimento nel settore del private capital si configura come una sequenza strutturata e articolata di attività, il cui esito positivo dipende in larga misura dalla capacità dei gestori di identificare, analizzare e finalizzare opportunità in grado di generare valore sostenibile nel medio-lungo periodo[56].

Tale processo si sviluppa attraverso tre fasi principali: identificazione delle opportunità, due diligence e negoziazione.

La fase iniziale consiste nell'attività di scouting e identificazione delle società target, che avviene tramite un monitoraggio costante del mercato. In questa fase, i gestori del fondo analizzano aziende con potenziale di crescita o trasformazione, facendo leva su un ampio network professionale che comprende intermediari finanziari, banche d'affari, advisor specializzati, fondatori e manager aziendali. Il valore strategico del network relazionale dei GP è spesso determinante, in quanto consente l'accesso a operazioni proprietarie o off-market, riducendo la concorrenza e aumentando le probabilità di successo dell'investimento[57]. Individuata una potenziale società target, si avvia la due diligence, una fase cruciale di analisi approfondita e multidimensionale dell'impresa. Questa attività comprende verifiche approfondite sulla situazione economico-finanziario, legale, fiscale, operativo e, sempre più spesso, ambientale e di sostenibilità. L'obiettivo è duplice, da un lato, valutare con precisione i rischi potenziali connessi all'operazione, dall'altro, validare le ipotesi di creazione di valore contenute nel business plan. Vengono verificati, tra gli altri, la solidità dei flussi di cassa, la struttura del capitale circolante, la posizione competitiva dell'azienda nel proprio mercato di riferimento e le sue prospettive di crescita[58].

Nella fase di negoziazione e strutturazione dell'operazione si definiscono elementi fondamentali quali il prezzo di acquisto, le modalità di pagamento, la struttura del capitale tra equity e debito, le clausole di aggiustamento del prezzo, nonché gli accordi di governance post-acquisizione. Durante la negoziazione, assume un ruolo fondamentale la capacità dei gestori di mediare tra le aspettative delle controparti e i propri obiettivi di

---

[56] H. Bierman Jr, Private Equity, *Transforming Public Stock to Create Value*, John Wiley & Sons, Hoboken (NJ) 2003.

[57] J.W. Bartlett, *Fundamentals of Venture Capital*, Madison Books, New York 1999.

[58] R. Lake, R.A. Lake, *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*, Euromoney Books, London 2000.

rendimento, cercando soluzioni che possano soddisfare le esigenze di tutti gli stakeholder coinvolti[59].

La fase di gestione rappresenta un momento centrale nell'intero ciclo di vita del fondo ed è determinante per il successo dell'investimento. È in questa fase che si concretizza l'efficacia della strategia del fondo, attraverso una gestione attiva e strutturata, la quale si fonda principalmente sull'implementazione di un solido sistema di corporate governance. La governance nelle operazioni di private equity presenta caratteristiche distintive rispetto a quella delle società quotate. Nelle imprese partecipate da fondi, infatti, la proprietà non si limita a un ruolo passivo, ma assume un coinvolgimento diretto, strategico e operativo. Il fondo, attraverso la nomina di propri rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione o in comitati dedicati, esercita un'influenza concreta sulla direzione aziendale, orientando le decisioni del management verso il raggiungimento degli obiettivi prefissati[60].

Gli obiettivi fondamentali della corporate governance in questa fase sono molteplici. In primo luogo, essa si propone di allineare gli interessi tra gli investitori e il management, evitando conflitti e incentivando comportamenti coerenti con la creazione di valore[61]. Inoltre, mira a istituire un sistema di reporting trasparente, puntuale e orientato alla misurazione delle performance aziendali, a migliorare l'efficienza operativa attraverso la razionalizzazione dei processi, a garantire una disciplina finanziaria rigorosa e a preparare la società alle condizioni necessarie per una futura dismissione della partecipazione[62].

Tra le attività prioritarie intraprese dal fondo nella fase immediatamente successiva al closing vi è la definizione del piano industriale. Questo documento, elaborato in sinergia tra fondo e management, rappresenta la guida strategica dell'investimento e racchiude al suo interno gli obiettivi economico-finanziari della società, le principali direttrici strategiche quali piani di espansione, investimenti e disinvestimenti, i principali indicatori di performance, le tempistiche di implementazione e le strategie finalizzate alla mitigazione dei rischi operativi e finanziari.

---

[59] M.H. Long, *Financing the New Venture: A Complete Guide to Raising Capital from Venture Capitalists, Investment Bankers, Private Investors, and Other Sources*, Mams Media Corporation, Holbrook (MA) 2000.
[60] AA. VV., *Manuale di organizzazione*, ISEDI, Milano 1978.
[61] R.G. Ecclcs, S. Klimenko, "The Investor Revolution", *Harvard Business Review*. Financial Markels, May-June 2019.
[62] AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital*. Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999.

La gestione post-investimento si manifesta quindi attraverso un'attività costante di monitoraggio e di supporto strategico-operativo. I fondi di private equity accompagnano le società partecipate lungo un percorso di trasformazione, intervenendo, laddove necessario, sulla struttura dei costi, sull'ottimizzazione della supply chain, sull'organizzazione interna e sul rafforzamento delle capacità manageriali. Essi offrono supporto anche in ambiti più tecnici, come la definizione delle strategie di pricing, la pianificazione degli investimenti, la gestione del budgeting e la strutturazione di operazioni straordinarie quali acquisizioni add-on o processi di ristrutturazione.

Il monitoraggio dell'andamento dell'investimento non si limita all'analisi dei bilanci annuali, ma si fonda su un sistema avanzato di reporting periodico, volto a fornire una visione integrata e tempestiva delle performance aziendali. Tale sistema comprende analisi dettagliate dei ricavi, dei margini e dei flussi di cassa, confronti sistematici con il piano industriale mediante variance analysis, dashboard con indicatori chiave di performance, sia operativi che finanziari, e valutazioni periodiche del profilo di rischio, inclusi gli impatti legati ai criteri ESG.

Uno degli obiettivi fondamentali perseguiti dai fondi di private equity è la creazione di valore per i propri investitori, attraverso un incremento significativo del valore della partecipazione detenuta nel capitale della società target durante il periodo di investimento, che generalmente si estende tra i quattro e i sette anni. Tale valore viene pienamente realizzato solo al momento dell'exit, ovvero della dismissione della partecipazione, mediante operazioni quali la cessione a un altro fondo, la vendita a un soggetto industriale o la quotazione in borsa.

La creazione di valore si articola attraverso l'utilizzo di una combinazione di leve strategiche e operative. Tra queste, riveste particolare importanza la crescita organica, che può essere perseguita tramite l'ingresso in nuovi mercati geografici, l'ampliamento della gamma di prodotti e l'utilizzo di nuovi canali distributivi. Un ulteriore elemento consiste nel miglioramento della marginalità aziendale, che viene ottenuto attraverso l'incremento dell'efficienza operativa. In aggiunta, un impiego mirato della leva finanziaria, ovvero l'utilizzo di debito per finanziare parte dell'operazione, consente di migliorare il ritorno sul capitale proprio investito, a condizione che l'indebitamento rimanga sostenibile e coerente con la generazione di cassa dell'impresa[63].

---

[63] Kaplan, Steven N., Per Stromberg., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives, 23, 121-146, 2009.

Le operazioni straordinarie rappresentano un'ulteriore leva di rilievo per accelerare la crescita dimensionale e competitiva della società partecipata. Tra le strategie più comunemente adottate si possono citare le cosiddette *add-on acquisitions*, ovvero acquisizioni mirate di aziende complementari che consentono di ampliare il portafoglio prodotti, accedere a nuove tecnologie, conquistare ulteriori segmenti di clientela o espandersi geograficamente. Le operazioni di *carve-out*, invece, riguardano l'acquisizione di rami d'azienda o business unit non strategiche dismesse da grandi gruppi industriali. Infine, la strategia di *build-up* prevede l'aggregazione di più imprese simili operanti nello stesso settore, con l'obiettivo di creare un operatore di scala in grado di beneficiare di sinergie operative, maggiore potere contrattuale e una presenza più strutturata sul mercato[64].

Il successo di tali strategie straordinarie dipende dalla capacità del fondo di gestire efficacemente la fase di integrazione post-acquisizione, nota come *Post Merger Integration*[65].

La fase di disinvestimento rappresenta l'ultimo stadio del ciclo di investimento e consiste nella realizzazione del rendimento atteso tramite la cessione, parziale o totale, della partecipazione detenuta.

Tra le modalità più comuni attraverso cui i fondi di private equity realizzano il disinvestimento figurano il trade sale, ovvero la cessione industriale a un altro operatore strategico; il secondary buyout, ossia la vendita a un altro fondo di private equity; la quotazione in borsa tramite un'operazione di initial public offering; il management buyout, che comporta il riacquisto dell'azienda da parte del management team e la ricapitalizzazione, intesa come rifinanziamento accompagnato da una parziale monetizzazione per gli investitori.

La scelta della modalità di exit dipende da un insieme articolato di fattori, tra cui le condizioni di mercato e la ciclicità del settore di riferimento, le dimensioni e l'attrattività dell'impresa, il profilo di rischio degli investitori coinvolti, la tempistica residua del fondo in relazione al proprio ciclo di vita, e, infine, le opportunità strategiche offerte dal contesto competitivo.

Indipendentemente dalla modalità prescelta, è possibile che il fondo opti per l'attivazione di un processo competitivo con l'obiettivo di stimolare l'interesse di più potenziali

[64] C.A .Rubini, *Buy and build strategies in the European Private Equity Market*, July 2019.
[65] E. Dimson, O. Karakas, X. Li., *Active Ownership*, The Review of Financial Studies, vol. 28, Issue 12, 2015.

acquirenti e incrementare così il potere negoziale del venditore.
Il processo di preparazione all'exit può prendere avvio anche 12-18 mesi prima della data effettiva di dismissione della partecipazione, coinvolgendo un ecosistema complesso di attori. In primis, il fondo di private equity in qualità di venditore e il management team della società target, che continua a guidare l'azienda e fornisce supporto sia informativo che operativo. A questi si affiancano i financial advisor, generalmente investment bank o boutique specializzate in M&A, che strutturano il processo, definiscono la strategia di posizionamento e interagiscono con i potenziali acquirenti. Un ruolo altrettanto rilevante è svolto dai consulenti legali, incaricati di redigere la documentazione necessaria e di coordinare le attività legate alla due diligence e alla contrattualistica. Inoltre, vi sono i consulenti fiscali, contabili, industriali ed ESG, che coadiuvano il venditore nella predisposizione della data room virtuale e della vendor due diligence. Il processo coinvolge infine i potenziali acquirenti, che possono essere rappresentati da altri fondi, operatori industriali, family office o soggetti istituzionali.
Il processo competitivo di disinvestimento si articola in più fasi:

1. La prima fase, definita di preparazione, risulta particolarmente critica e può estendersi per diversi mesi. In questo stadio vengono: selezionati gli advisor, predisposta la documentazione informativa, quali il teaser e l'information memorandum, definita l'equity story e la strategia di marketing, redatta la vendor due diligence, organizzata la virtual data room e costruito un business plan aggiornato. Durante questa fase, il fondo valuta anche se procedere con una trattativa privata, una procedura competitiva formale oppure optare per una strategia *dual track*.
2. Segue la fase di contatto con il mercato, durante la quale gli advisor avviano interlocuzioni con una lista selezionata di potenziali acquirenti. Dopo aver ricevuto il teaser, gli investitori interessati sono invitati a sottoscrivere un accordo di riservatezza per ottenere accesso alla documentazione completa. In questa fase si raccolgono le manifestazioni di interesse non vincolanti.
3. I soggetti selezionati accedono quindi alla data room per avviare un'approfondita due diligence. Tale attività comporta la verifica delle informazioni legali, fiscali, contabili, commerciali, HR, ESG e tecnologiche. Il management team della società target partecipa attivamente al processo, contribuendo con sessioni di Q&A e

presentazioni gestionali. Questa fase risulta determinante per il consolidamento o la riformulazione delle offerte iniziali.

4. Successivamente, gli offerenti presentano proposte vincolanti, le *binding offers*, che vengono valutate congiuntamente dal fondo e dai suoi advisor. L'analisi si concentra su diversi aspetti: il valore economico dell'offerta, la struttura dell'operazione, le condizioni legali e contrattuali, il track record dell'investitore, nonché l'impatto potenziale sull'organizzazione e sul team manageriale.
5. Una volta selezionato l'acquirente preferito, il *preferred bidder*, si apre l'ultima fase negoziale, finalizzata alla definizione dell'accordo di compravendita (SPA), delle condizioni di closing e delle garanzie contrattuali. In taluni casi, due potenziali acquirenti vengono mantenuti in gara fino alla sottoscrizione dell'accordo, al fine di massimizzare la competitività.

   La firma dell'SPA sancisce il completamento formale della procedura competitiva. Il closing, ovvero il trasferimento effettivo della partecipazione, può avvenire simultaneamente alla firma (sign & close) oppure in un momento successivo, subordinatamente all'ottenimento di eventuali autorizzazioni o al verificarsi di condizioni sospensive.

Il processo competitivo può generare un incremento significativo nel valore della transazione, ma al contempo comporta una serie di criticità. Tra queste, il sovraccarico gestionale per il team della società target, che è chiamato a supportare la due diligence pur mantenendo la continuità operativa, il rischio di compromissione della riservatezza qualora la short list non sia adeguatamente controllata, la frustrazione degli acquirenti in presenza di processi eccessivamente lunghi o poco trasparenti, le difficoltà di coordinamento tra advisor, in particolare nei contesti cross-border e infine la complessità nel gestire le aspettative dei limited partners, soprattutto quando il processo si protrae oltre le tempistiche inizialmente previste. Un ulteriore elemento delicato è rappresentato dal coinvolgimento del management team. Se non adeguatamente incentivato o informato, esso può percepire il processo come destabilizzante. Per mitigare tale rischio, è prassi consolidata prevedere meccanismi di incentivazione, quali piani di stock option o il reinvestimento del management nella nuova società veicolo (newco)[66].

[66] Gilligan, J., Wright, M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, 2020.

3.3 Le principali metriche di valutazione delle operazioni

La valutazione d'impresa costituisce un tema centrale nell'ambito del private equity, definire il valore economico di un'impresa significa individuare, attraverso modelli teorici e strumenti pratici, una stima attendibile che rifletta la capacità dell'azienda di generare ricchezza per i propri stakeholder, tenendo conto sia degli aspetti quantitativi sia di quelli qualitativi. Secondo Guatri, "*i prezzi sono dati espressi dal mercato; i valori sono grandezze stimate a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi e talora di quantità-stock, legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni*"[67].

II concetto di "valore d'impresa" (inteso in senso teorico e non come "valore di mercato") viene relazionato, dalla teoria classica, a quello di "capitale economico", espresso da una valutazione generale, razionale, dimostrabile e, potendo, stabile. Esso viene definito come *"il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi a eventuali negoziazioni*"[68]. Nelle operazioni di private equity, la valutazione dell'impresa non assume mai una connotazione puramente teorica o astratta, bensì è sempre strettamente collegata a un prezzo concreto, che rappresenta la base effettiva di scambio nella transazione. In questo contesto, più che di una valutazione in senso tradizionale, si può parlare di una vera e propria "prezzatura" dell'azienda, in cui confluiscono non soltanto gli elementi qualitativi tipici di ogni analisi valutativa, ma soprattutto le dinamiche di negoziazione tra le parti e la rispettiva forza contrattuale

La letteratura e la prassi professionale hanno sviluppato diversi approcci di valutazione, che si distinguono per logiche di fondo e finalità applicative.

I metodi reddituali-finanziari si fondano invece sulla capacità prospettica dell'impresa di generare redditi o flussi finanziari, attualizzandoli a un tasso che rifletta il rischio associato. Questi approcci mettono in primo piano la dimensione dinamica della gestione e rappresentano un punto di riferimento nei processi di valutazione orientati alla sostenibilità economica futura.

I metodi di mercato si basano sull'osservazione di valori espressi dal mercato per società comparabili, attraverso l'utilizzo di multipli borsistici o di transazioni comparabili. Essi consentono di ancorare la valutazione a parametri empirici e verificabili, risultando

---

[67] L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, cit.

[68] *Principi e metodi nella valutazione di aziende e partecipazioni societarie*. Egea, Milano 1989.

particolarmente utilizzati in contesti caratterizzati da elevata trasparenza informativa e disponibilità di benchmark affidabili.

I metodi patrimoniali si basano sulla valorizzazione delle attività e delle passività dell'impresa, offrendo una rappresentazione legata al valore contabile o rettificato delle componenti del capitale. Pur garantendo un'immediata semplicità di calcolo, questi metodi risultano poco idonei a cogliere le prospettive future di crescita e redditività.

In una posizione intermedia si collocano i metodi misti, che cercano di combinare la solidità patrimoniale con la prospettiva reddituale, riconoscendo il peso sia delle risorse disponibili sia della capacità di generare utili nel tempo[69].

Tabella 2: Riassunto delle tecniche valutative.

Metodo	Tecniche valutative	Descrizione
Reddittuale - Finanziario	Discounted Cash Flow	Determina il valore economico di una società come somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri e del valore attuale del valore terminale.
	Il metodo reddituale	Determina il valore economico di una società come somma del valore attuale dei redditi attesi futuri e del valore attuale del valore terminale.
Mercato	Metodo dei multipli di borsa	Consente di valutare una società in base ai dati derivanti dalle quotazioni di società comparabili quotate e/o non quotate, tramite il calcolo e l'applicazione di moltiplicatori di mercato agli indicatori della società oggetto di valutazione.

[69] Dallocchio M. e Salvi A., *Finanza d'azienda,* Mc Graw Hill, 2021.

	Metodo delle transazioni comparabili	Consente di stimare il valore di una società confrontandolo con il prezzo di cessione di altre società aventi caratteristiche similari avvenute nello stesso mercato.
Patrimoniale	Patrimoniale semplice	Il metodo giunge alla determinazione del valore economico di una società come somma algebrica del valore delle poste appositamente rettificate/rivalutate che compongono il patrimonio netto.
	Patrimoniale complesso	Il metodo giunge alla determinazione del valore economico di una società come somma tra il valore delle poste rettificate/rivalutate del patrimonio netto più la valorizzazione di intangible assets.
Misto	Il metodo misto	Il metodo giunge alla determinazione del valore economico di una società come somma algebrica del patrimonio netto rettificato e del sovra/sotto reddito atteso, espressione del goodwill/badwill.

Il metodo finanziario di valutazione d'impresa e quello di mercato sono i più utilizzati.
Il DCF si fonda sulla capacità della società di generare flussi di cassa futuri, i cosiddetti *cash flow*. Secondo questa impostazione, il valore dell'impresa viene stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici e del valore residuo del patrimonio non monetario. L'obiettivo principale è esprimere il valore finanziario della società in funzione dei flussi monetari derivanti dalle scelte gestionali, garantendo così la massima coerenza logica tra valutazione e performance del sistema di gestione[70]. Il risultato ottenuto

[70] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York 1994.

dall'applicazione del metodo finanziario dipende essenzialmente da tre fattori: la dimensione dei flussi finanziari attesi, la loro distribuzione temporale e l'attualizzazione di tali flussi attraverso un congruo tasso di attualizzazione, identificabile con il costo del capitale. La previsione dei flussi finanziari futuri rappresenta pertanto il fulcro di questa metodologia e richiede un processo di analisi articolato, che comprende la valutazione del settore e dell'attività della società, lo studio dei rischi, la considerazione di valori non contabilizzati e, infine, la determinazione del valore d'impresa.

In tale contesto, è possibile distinguere diverse tipologie di flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow, DCF*). Tra questi, si ricordano i flussi di cassa disponibili (*levered cash flow*), ossia la quota parte di reddito distribuibile agli azionisti sotto forma di dividendi senza compromettere l'equilibrio economico-finanziario dell'azienda, attualizzati al costo del capitale proprio. A essi si contrappongono i flussi di cassa operativi (*unlevered cash flow*), calcolati al lordo degli oneri finanziari e attualizzati al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*).

Il metodo del DCF rientra tra le tecniche fondate sui flussi prospettici, in particolare sui flussi di cassa operativi futuri. Ampiamente riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi professionale, soprattutto in ambito industriale e dei servizi, esso si basa sull'assunto che il valore economico di un'impresa corrisponda alla somma algebrica tra il valore attuale dei flussi di cassa generati nell'orizzonte temporale di pianificazione, il valore attuale del *Terminal Value* (ossia il valore dell'impresa al termine del periodo analitico di previsione), il valore di eventuali surplus asset non operativi e la posizione finanziaria netta.

La formula generale può essere così espressa:

$$W = \Sigma \left[FCFO_i / (1 + WACC)^i \right] + TV / (1 + WACC)^n$$

Dove:

- W rappresenta il valore dell'impresa (Enterprise Value);
- FCFO indica il flusso di cassa operativo disponibile nel periodo i-esimo;
- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- n è il numero di anni del periodo esplicito di pianificazione;
- TV è il *Terminal Value*.

Quest'ultimo, che esprime il valore attualizzato dei flussi oltre l'orizzonte temporale di pianificazione, si calcola secondo la formula:

$TV = FCFO_{n+1} / (WACC - g)$

Dove:

- $FCFO_{n+1}$ è il flusso di cassa sostenibile atteso a partire dall'anno successivo al periodo di previsione analitica;
- g il tasso di crescita di lungo termine.

La determinazione del tasso di attualizzazione è un passaggio cruciale. Esso riflette le condizioni di rischio tecnico e concorrenziale, il costo dell'indebitamento e il regime fiscale applicabile, e viene calcolato mediante il Weighted Average Cost of Capital (WACC), secondo la seguente formula:

$WACC = (E / (E + D)) * Ke + (D / (E + D)) * Kd * (1 - T)$

Dove:

- E rappresenta il valore corrente del capitale proprio;
- D il valore corrente del debito finanziario netto;
- Ke il costo del capitale proprio;
- Kd il costo del debito finanziario;
- T l'aliquota fiscale.

Il costo del capitale proprio (KE) è determinato secondo l'approccio CAPM; pertanto esso è stimato pari al tasso di rendimento delle attività finanziarie prive di rischio incrementato di un premio che remunera il rischio incrementale dell'investimento azionario in diretta proporzione al coefficiente Beta (B), che misura la volatilità del rendimento delle attività oggetto di analisi rispetto al rendimento medio del mercato:

$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$

Dove:

- Rf è il rendimento privo di rischio;
- Rm−Rf rappresenta il premio per il rischio di mercato;
- β misura il rendimento del portafoglio azionario di mercato.

Il coefficiente β levered viene a sua volta ricavato dall'asset beta delle società comparabili, rettificato in funzione della struttura finanziaria della società oggetto di valutazione,

secondo la relazione:

$\beta L = \beta U * [1 + (D/E) * (1 - T)]$

Dove:

- βU è il beta unlevered;
- D/E il rapporto di indebitamento.

Parallelamente, la stima del costo del debito viene effettuata con riferimento al mercato dei capitali, valutando il rendimento richiesto per strumenti con rischio creditizio equivalente, e successivamente rettificata per l'effetto fiscale secondo la formula:

Kd netto = Kd lordo * (1 – T)

Dove:

- Kd lordo è il costo lordo dell'indebitamento;
- T l'aliquota marginale societaria.

I metodi di mercato affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un punto di vista completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori-flusso e dei valori-stock. Sono metodi che, a differenza di quelli visti in precedenza, non si basano su formule, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi, ad esempio, su prezzi fatti nelle negoziazioni di borsa[71].

Il risultato ottenuto esprime un prezzo probabile negoziabile per una data impresa, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili.

La tecnica maggiormente usata in questo ambito è quella dei multipli di borsa, dove si stima il valore più probabile per un'azienda non quotata prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore e con caratteristiche simili a quelle della società oggetto di valutazione.

La determinazione del valore avviene secondo la seguente modalità: si assume come riferimento un campione di società i cui prezzi sono noti (Pi), si sceglie per tali società una variabile (Xi), indicativa della performance aziendale, si ipotizza che il rapporto Pi/Xi valga anche per la società da valutare, per la quale è nota la variabile di riferimento X.

Possibili indicatori di performance aziendale (variabile Xi) sono:

[71] F. Buttignon, *La strategia aziendale ed il valore economico del capitale*, CEDAM, Padova 1990.

- E (utile netto), da cui il moltiplicatore P/E (Price/Earning);
- EBIT;
- EBITDA / MOL;
- FCF (Free Cash Flow, o semplicemente Cash Flow);
- V (vendite).

Considerazioni analoghe valgono per il metodo dei multipli delle transazioni comparabili, in cui il numeratore del multiplo non deriva dalle negoziazioni di borsa ma dalle transazioni recentemente avvenute per società simili a quella oggetto di valutazione. Questo metodo consiste nella stima del valore economico più probabile per un'azienda non quotata prendendo come riferimento un campione di transazioni aventi come oggetto società target operanti nello stesso settore e con caratteristiche simili a quelle della società oggetto di valutazione. L'applicazione della metodologia prevede inizialmente l'individuazione del campione di transazioni recenti aventi come società target delle aziende con caratteristiche simili alla valutata, principalmente per servizio offerto e mercati serviti; seguendo con la scelta e il calcolo dei moltiplicatori. I moltiplicatori si suddividono in equity side multiple, dove il numeratore è costituito dalla capitalizzazioni di borsa delle società comparabili, e asset side, dove il numeratore è costituito dalla sommatoria tra capitalizzazione di borsa e debito finanziario netto (enterprise value).
Infine si procede con la correzione dei moltiplicatori calcolati per la minore dimensione della target rispetto al paniere individuato e all'applicazione dei moltiplicatori considerati ai parametri finanziari della società valutata.

L'EBITDA, "*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*", rappresenta un ulteriore metrica rilevante nel contesto delle operazioni di private equity, in quanto misura il risultato operativo lordo dell'azienda prima dell'impatto delle scelte finanziarie, fiscali e di ammortamento[72].
L'EBITDA assume un ruolo centrale poiché costituisce la base di riferimento per il calcolo dell'Enterprise Value attraverso il metodo dei multipli di mercato. Il valore così ottenuto viene successivamente confrontato e, se necessario, rettificato sulla base delle performance storiche e prospettiche dell'impresa. La capacità dell'EBITDA di isolare la performance operativa pura, priva delle interferenze derivanti dalla struttura finanziaria, dal carico fiscale o dalle politiche di ammortamento, ne fa uno strumento particolarmente

[72] L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

versatile e comparabile. Proprio per questa ragione esso rappresenta un indicatore imprescindibile nei contesti negoziali, in cui la determinazione del valore d'impresa richiede parametri chiari, omogenei e capaci di esprimere il potenziale generativo di cassa in condizioni di normalità gestionale.

L'EBITDA esprime il risultato operativo dell'impresa prima della sottrazione di interessi passivi, imposte sul reddito, ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali.
A livello contabile, l'EBITDA può essere calcolato in due modi principali: il primo prevede la somma del risultato operativo (EBIT, voce A - B6÷B10), degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali (es. impianti, macchinari, voce B10a), degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali (es. marchi, software, voce B10b) e delle svalutazioni dell'attivo circolante e delle immobilizzazioni (voce B10c).
Il secondo metodo prevede di sottrarre dal valore della produzione i costi operativi correnti, intesi come i costi per materie prime, sussidiarie e merci; i costi per servizi; i costi per godimento beni di terzi (es. leasing operativi) e i costi per il personale.
Tuttavia, nell'impiego dell'EBITDA a fini valutativi è necessario prestare particolare attenzione ad alcuni aspetti che possono influenzarne in maniera significativa la rappresentatività. In primo luogo, va ricordato che le imprese italiane redigono il bilancio in conformità ai principi contabili nazionali (OIC), i quali spesso non forniscono una base immediatamente adeguata per l'elaborazione di indicatori gestionali comparabili a livello internazionale. Ne deriva la necessità di procedere a una riclassificazione del conto economico in chiave gestionale, così da ottenere un EBITDA che risulti realmente utile ai fini valutativi e che rifletta in modo più diretto la performance operativa dell'impresa[73].

Un ulteriore elemento riguarda la prassi delle cosiddette rettifiche o normalizzazioni, volte a eliminare dal risultato operativo gli effetti derivanti da eventi straordinari o non ricorrenti. Si tratta, ad esempio, di costi legali una tantum, di spese per consulenze straordinarie o di differenze legate a una sovra o sottostima delle retribuzioni corrisposte agli amministratori o ai soci. Attraverso tali aggiustamenti si giunge alla definizione dell'"EBITDA normalizzato", concetto di particolare rilievo in ambito valutativo in quanto consente di isolare la reale capacità dell'impresa di generare risultati operativi in

[73]Ippolito R., Etro L., *Private Capital: Principi e pratiche di private equity e private debt*, Egea, 2024.

condizioni di gestione ordinaria.

Le rettifiche all'EBITDA rivestono un ruolo fondamentale nel processo di valutazione, in quanto hanno l'obiettivo di eliminare gli effetti straordinari, non ricorrenti o comunque non rappresentativi della gestione tipica della società. Esse costituiscono una fase delicata e strategica, poiché incidono in maniera diretta sulla determinazione del valore aziendale e sulla percezione del rischio da parte degli investitori. Proprio per questo motivo, le rettifiche sono spesso oggetto di negoziazione tra le parti coinvolte e devono essere sempre supportate da un'adeguata documentazione. Trasparenza, coerenza metodologica e condivisione di criteri oggettivi di normalizzazione rappresentano, dunque, condizioni essenziali per garantire un processo equo ed efficace nel contesto delle operazioni di private capital.

Tra le principali categorie di rettifica vi sono, in primo luogo, i costi straordinari e non ricorrenti, che comprendono spese una tantum come ristrutturazioni, consulenze straordinarie, costi legali per contenziosi, chiusure di stabilimenti o oneri legati a operazioni di fusione e acquisizione. Poiché tali elementi non riflettono la normalità della gestione, devono essere esclusi per ottenere una visione più fedele della capacità operativa dell'impresa. Una seconda categoria riguarda le componenti non monetarie, quali svalutazioni, accantonamenti a fondi rischi o plusvalenze e minusvalenze derivanti dalla cessione di cespiti e partecipazioni: anche in questo caso, trattandosi di voci che non rappresentano il flusso tipico della gestione caratteristica, è opportuno procedere alla loro eliminazione.

Un altro ambito di intervento concerne le retribuzioni anomale degli amministratori o dei soci. Nelle PMI o nelle aziende a conduzione familiare, è frequente che le remunerazioni siano significativamente superiori o inferiori ai valori di mercato. In queste circostanze, la normalizzazione degli stipendi consente di riportare l'EBITDA su livelli coerenti e comparabili. Parallelamente, anche gli effetti derivanti dall'applicazione di diversi principi contabili possono richiedere aggiustamenti. L'introduzione dell'IFRS 16, ad esempio, ha inciso sul trattamento dei leasing operativi, con un impatto diretto sul livello dell'EBITDA. Per garantire omogeneità e comparabilità, tali effetti vanno analizzati e, se necessario, rettificati.

Ulteriori correzioni possono riguardare i ricavi e i costi non operativi, ossia quelle voci che non derivano dalla gestione ordinaria ma da attività accessorie o strategiche, come subaffitti, ricavi da attività secondarie o vendite di asset non core. In alcuni casi, inoltre, si

ricorre ai cosiddetti *pro-forma adjustments*, una categoria particolarmente delicata e talvolta controversa. Essi includono rettifiche di natura prospettica, come le sinergie attese da un'operazione di fusione, la riduzione di costi o i benefici derivanti da nuovi contratti già acquisiti ma non ancora riflessi a bilancio. Questi aggiustamenti, per loro natura, richiedono una giustificazione economica e documentale solida, al fine di non compromettere la credibilità del processo valutativo.
Infine, non si può trascurare l'impatto di eventi eccezionali o imprevedibili, come la pandemia da COVID-19 o calamità naturali. In tali circostanze, diventa necessario valutare se e in quale misura i risultati aziendali siano stati influenzati da fattori straordinari non rappresentativi della gestione in condizioni di normalità, procedendo, se del caso, a ulteriori rettifiche.

Nelle valutazioni viene anche utilizzato l'indicatore PFN, la posizione finanziaria netta.
La posizione finanziaria netta rappresenta la differenza tra le disponibilità liquide e gli indebitamenti finanziari a breve, medio e lungo termine dell'impresa, fornendo un'indicazione puntuale sul livello di leva finanziaria e, più in generale, sulla solidità della struttura finanziaria aziendale. Nel contesto valutativo, la PFN assume un ruolo centrale poiché consente di passare dal valore complessivo dell'impresa (Enterprise Value, EV) al valore del capitale economico attribuibile agli azionisti (Equity Value). La relazione è espressa dalla seguente formula:

Equity Value=Enterprise Value−Posizione Finanziaria Netta.

Un valore positivo della PFN (cassa netta) evidenzia un surplus di liquidità, che incrementa il valore riconoscibile agli azionisti. Viceversa, una PFN negativa (debito netto) segnala che l'azienda presenta un livello di indebitamento superiore rispetto alle proprie disponibilità liquide, riducendo di conseguenza il valore della partecipazione azionaria. Per questa ragione, la valutazione accurata della PFN rappresenta un passaggio cruciale nelle operazioni di M&A, poiché influisce direttamente sul prezzo finale di acquisizione della società target, soprattutto nei casi in cui sia previsto un meccanismo di aggiustamento del prezzo al closing in funzione della posizione finanziaria effettiva.
Oltre a incidere sul calcolo del valore azionario, la PFN costituisce anche un parametro fondamentale nella definizione della struttura finanziaria ottimale successiva all'acquisizione. La sua analisi consente agli investitori e agli acquirenti di valutare la sostenibilità del debito esistente, di pianificare eventuali interventi di rifinanziamento e

di stimare il grado di flessibilità finanziaria dell'impresa, elementi determinanti per supportare strategie di crescita, processi di ristrutturazione o piani di investimento futuri.

Analogamente a quanto avviene per l'EBITDA, anche la Posizione Finanziaria Netta può essere oggetto di rettifiche, volte a rappresentare in maniera più fedele e trasparente la reale esposizione finanziaria dell'impresa al momento della transazione. Tali aggiustamenti, spesso definiti normalizzazioni, risultano essenziali per garantire che il prezzo di acquisizione rifletta correttamente l'effettivo livello di indebitamento netto della società target.

Tra le principali tipologie di rettifica rientra, in primo luogo, l'esclusione delle disponibilità liquide non effettivamente utilizzabili nella gestione operativa, come conti vincolati (*escrow account*), depositi cauzionali per contenziosi o fideiussioni, che, pur figurando contabilmente tra le poste di cassa, non possono essere impiegati liberamente. Occorre includere nella PFN eventuali obbligazioni finanziarie fuori bilancio, come leasing operativi o contratti di noleggio a lungo termine. Con l'introduzione degli IFRS 16 molti di questi impegni sono stati ricondotti nel bilancio, ma nelle transazioni cross-border o in contesti che applicano principi contabili locali, può essere necessaria un'analisi ad hoc.

Un ulteriore elemento riguarda i debiti verso fornitori scaduti o rateizzati, in particolare se connessi ad acquisti di immobilizzazioni: in questi casi, la prassi valutativa suggerisce di considerarli a tutti gli effetti passività finanziarie. Allo stesso modo, i finanziamenti concessi da soci o parti correlate, anche qualora contabilizzati nel patrimonio netto, devono essere inclusi nella PFN se rimborsabili, poiché rappresentano un impegno finanziario che incide sulla struttura di capitale. Analoghe considerazioni si applicano ai debiti contributivi o tributari straordinari, ad esempio quelli oggetto di rateazione con le autorità fiscali o derivanti da accertamenti e contenziosi in corso, i quali, pur non essendo ancora certi, possono gravare in misura rilevante sulla posizione finanziaria post-closing.

Un tema è anche rappresentato dall'uso del factoring pro-soluto: in tali circostanze, il saldo di cassa potrebbe risultare artificiosamente elevato, in quanto alimentato da anticipazioni bancarie derivanti da cessioni di crediti. Per riflettere correttamente la liquidità effettivamente disponibile, tali importi vengono generalmente inclusi tra le passività della PFN. Nello stesso modo, anche i dividendi deliberati ma non ancora pagati devono essere considerati come una passività, poiché riducono la cassa disponibile per l'acquirente dopo il closing.

Ulteriori aggiustamenti possono riguardare i debiti verso il personale, come incentivi

maturati ma non ancora liquidati o fondi TFR, che, pur contabilizzati tra le passività operative, assumono natura assimilabile a quella finanziaria se l'uscita monetaria è rilevante e di breve termine. Inoltre, nelle società che fanno uso di strumenti derivati e contratti finanziari complessi (ad esempio *interest rate swap* o *currency swap*), eventuali valori negativi di fair value costituiscono passività che devono essere incluse nella PFN rettificata.

In alcune circostanze, poi, emergono oneri post-closing a carico dell'acquirente per spese pregresse, anche questi importi devono essere oggetto di identificazione e inclusione tra le passività della PFN, per evitare che incidano in maniera inattesa sulla posizione finanziaria futura. Nelle operazioni che coinvolgono gruppi societari, infine, assumono particolare rilievo i rapporti di *cash pooling* o i crediti/debiti infragruppo, che devono essere normalizzati per restituire un'immagine corretta e autonoma della PFN della società target, al netto delle logiche di gruppo.

Nel contesto delle operazioni di M&A, tali rettifiche sono oggetto di negoziazione tra le parti e vengono generalmente formalizzate in un documento denominato Net Debt Statement, allegato al contratto di compravendita (*Share Purchase Agreement*, SPA). La determinazione effettiva della PFN alla data del closing può avvenire tramite il meccanismo delle closing accounts (o *completion accounts*), che prevede la predisposizione, entro 60-90 giorni dalla chiusura dell'operazione, di una situazione contabile ad hoc. In alternativa, le parti possono adottare il meccanismo del *locked box*, basato sulla definizione preventiva di un importo di PFN target, con conseguente aggiustamento automatico del prezzo in caso di scostamenti[74].

[74] *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines,* 2022.

Capitolo 4

Gli operatori del private equity

4.1 I dati relativi agli operatori

Nel contesto del private equity, il termine "operatori" fa riferimento a quei soggetti, che siano persone giuridiche o veicoli di investimento, che si occupano in maniera professionale della raccolta e della gestione di capitali destinati all'investimento in imprese non quotate, con l'obiettivo di ottenere un ritorno economico attraverso la creazione e successiva realizzazione di valore. Gli operatori possono assumere forme giuridiche e organizzative diverse, ma condividono alcune caratteristiche fondamentali: un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, un approccio attivo alla gestione delle partecipate e un'attenta strategia di disinvestimento.

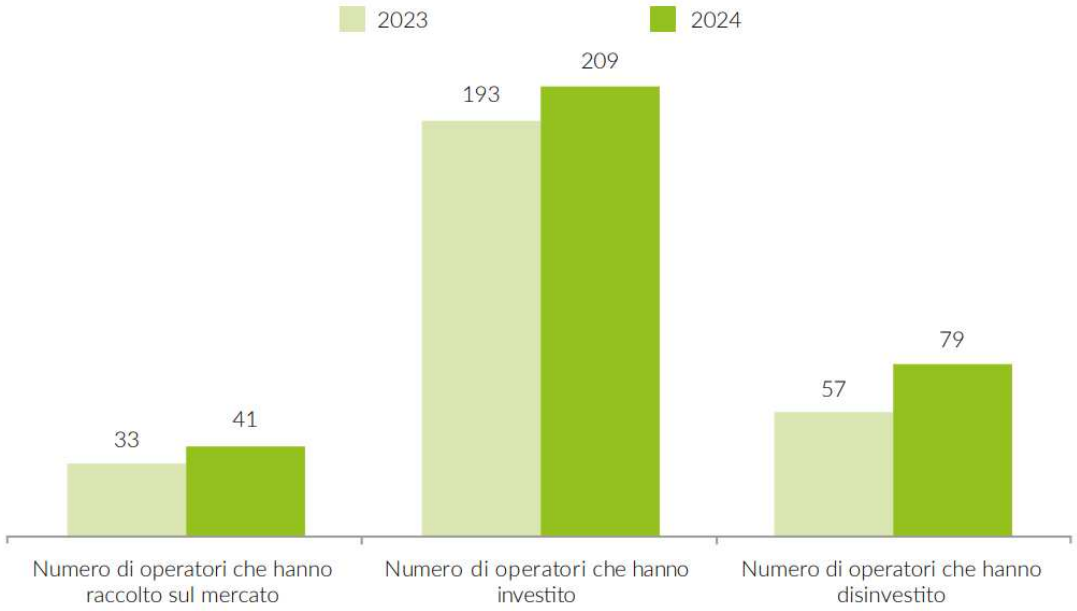
Tra gli operatori più rilevanti si trovano innanzitutto le società di gestione del risparmio (SGR), che costituiscono e amministrano fondi chiusi riservati a investitori professionali, come banche, fondi pensione, compagnie assicurative, fondazioni bancarie e family office. Le SGR operano sotto la vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, e rappresentano il cuore operativo dell'industria del private equity.
Accanto a esse si trovano anche holding industriali, società di investimento (anche non regolamentate), fondi sovrani, fondi di fondi (che investono in altri fondi) e operatori internazionali che, pur non avendo una sede stabile in Italia, effettuano operazioni nel mercato domestico.

Dal punto di vista funzionale, un operatore di private equity svolge diverse attività: raccoglie capitali da investitori istituzionali (fundraising), seleziona imprese in cui investire (sourcing), partecipa attivamente alla gestione strategica e operativa della target (monitoraggio e supporto) e infine cede la partecipazione realizzando un capital gain (disinvestimento).
L'operatore agisce quindi non solo come investitore, ma anche come partner strategico, fornendo competenze manageriali, accesso a network industriali e finanziari, e supporto nei processi di ristrutturazione o internazionalizzazione.

Il database European Data Cooperative (EDC) fornisce un monitoraggio dettagliato di oltre 4.200 operatori attivi nel mercato europeo del private equity, indipendentemente dalla presenza fisica sul territorio continentale.

Nel 2024 sono stati identificati 238 operatori attivi, con un incremento del 14% rispetto ai 209 dell'anno precedente. Per quanto riguarda l'attività di raccolta fondi, sono 41 gli operatori che hanno condotto in modo indipendente operazioni di fundraising, in aumento del 24% rispetto ai 33 del 2023. Parallelamente, 209 soggetti hanno effettuato almeno un investimento (+8% rispetto ai 193 dell'anno precedente), di cui il 55% di origine internazionale (115 operatori). Inoltre, 79 soggetti hanno disinvestito almeno una partecipazione, anche solo parzialmente, registrando una crescita del 39% rispetto ai 57 disinvestitori del 2023.

Grafico 7: Evoluzione del numero di operatori attivi nelle diverse fasi di attività, anni 2023-2024.

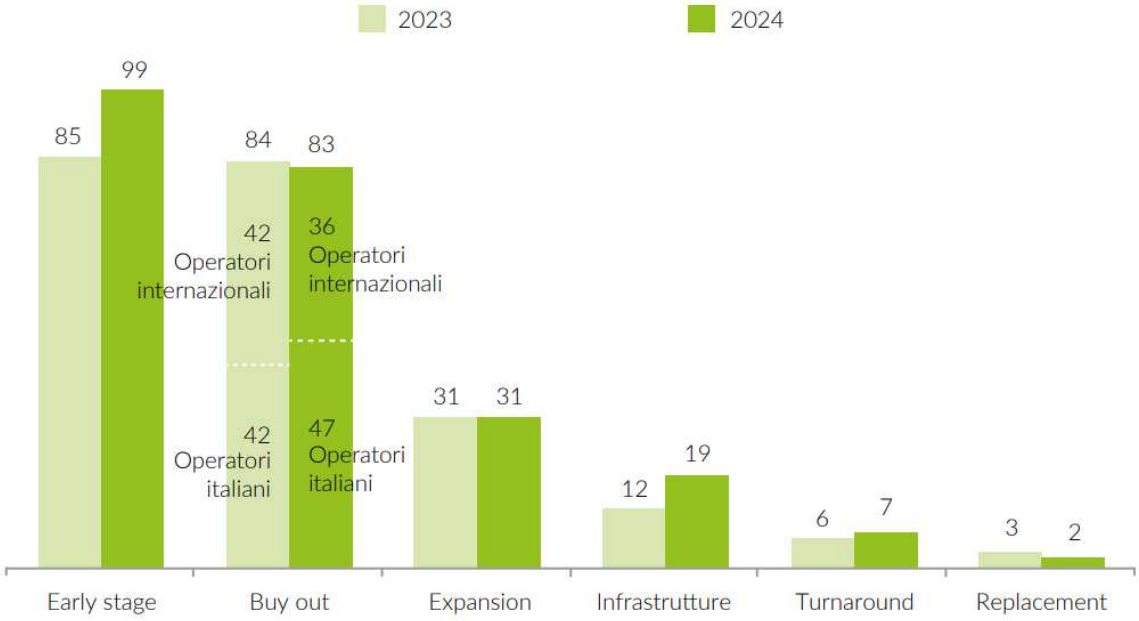


Fonte: AIFI.

Analizzando i dati per segmento di investimento, emerge che il comparto più dinamico è stato quello dell'early stage, con 99 operatori attivi. Seguono le operazioni di buy-out, con

83 soggetti coinvolti, di cui 36 internazionali, mentre 31 operatori hanno effettuato almeno un investimento nella fase di expansion.

Grafico 8: Evoluzione del numero di operatori attivi nei diversi segmenti di mercato, anni 2023-2024.



Fonte: AIFI.

Al 31 dicembre 2024, il portafoglio aggregato delle società partecipate da operatori attivi in Italia risultava composto da circa 2.400 realtà, per un valore complessivo (a costo storico) superiore a 85 miliardi di euro. Di questi, circa 56 miliardi risultano riconducibili a investitori internazionali.

Infine, il capitale ancora disponibile per futuri investimenti (commitment residuo), esclusi gli operatori internazionali e captive, è stato stimato in oltre 16 miliardi di euro.

4.2 Le società di gestione del risparmio

Il servizio di gestione collettiva del risparmio si configura come un'attività esercitata professionalmente, rivolta a una pluralità indistinta di soggetti e svolta in modo organizzato, sistematico e non occasionale. Questa forma di gestione si distingue per la presenza simultanea e interconnessa di tre elementi essenziali:

- la gestione di un patrimonio,
- la gestione dei rischi connessi a tale patrimonio,
- il carattere collettivo dell'attività, rappresentato dalla gestione di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio).

Sotto il primo profilo, l'attività di gestione mira alla valorizzazione del patrimonio attraverso operazioni coordinate di investimento e disinvestimento, condotte con l'obiettivo di generare un rendimento per gli investitori. Il gestore agisce nel rispetto della normativa vigente e delle disposizioni contrattuali, secondo un processo di gestione formalizzato, che definisce le modalità operative interne[75].

Per quanto concerne la gestione dei rischi, è richiesto che il gestore valuti, ex ante e in modo continuativo, la coerenza delle singole operazioni e della composizione complessiva del portafoglio rispetto agli obiettivi di investimento e ai limiti prudenziali stabiliti dalla normativa di riferimento o dal regolamento/statuto dell'OICR. A tal proposito, il quadro normativo impone ai gestori di adottare un sistema di risk management adeguato.

Il terzo elemento distintivo è rappresentato dalla collettività del risparmio gestito. Ai sensi dell'art. 1, lett. k) del TUF, gli OICR sono definiti come organismi il cui patrimonio è raccolto presso una pluralità di investitori attraverso l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse esclusivo degli stessi investitori e in piena autonomia rispetto ad essi. Tale patrimonio può essere investito in strumenti finanziari, crediti (inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR), partecipazioni o altri beni mobili e immobili, secondo una politica di investimento predefinita[76].

---

[75] S. Alvaro, F. Annunziata, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, Consob, 2018.
[76] *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio,* pag. I.2.2. Banca d'Italia, provvedimento del 19 gennaio 2015 come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016.

L'OICR persegue come obiettivo primario la generazione di rendimento per gli investitori, attraverso una gestione professionale del proprio patrimonio e dei relativi rischi. Tale rendimento deriva dalle operazioni di acquisto, detenzione e dismissione delle attività finanziarie in cui il patrimonio viene investito, nonché da tutte quelle strategie volte a ottimizzare o incrementare il valore degli asset detenuti.

L'attività di gestione è esercitata in piena autonomia dal gestore dell'OICR, senza alcuna ingerenza operativa da parte dei partecipanti. Questi ultimi, infatti, non detengono poteri gestionali relativi all'amministrazione quotidiana dell'OICR né sulla composizione del portafoglio, che resta vincolata alla politica di investimento prefissata. Tuttavia, i partecipanti mantengono i diritti riconosciuti dalla normativa qualora l'OICR assuma forma societaria, in qualità di azionisti.
La responsabilità esclusiva della gestione operativa e strategica dell'OICR è quindi in capo al soggetto gestore, il quale è tenuto ad agire nell'interesse collettivo degli investitori e nel rispetto delle regole stabilite dallo statuto o dal regolamento del fondo.

Le SGR devono ottenere un'autorizzazione, tramite domanda presentata alla Banca d'Italia, a firma del legale rappresentante, tramite posta elettronica certificata, per l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio, rispettando particolari requisiti.
Innanzitutto la SGR deve avere come forma giuridica quella di società per azioni, deve avere sede legale e direzione generale situate in Italia e deve disporre di un ammontare di capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, di almeno 1 milione di euro.
Nel processo di esame della domanda di autorizzazione alla costituzione di una SGR, la Banca d'Italia non si limita a verificare la presenza dei requisiti oggettivi stabiliti dal Testo Unico della Finanza (TUF), ma procede a una valutazione sostanziale di una serie di condizioni volte a garantire l'affidabilità e la stabilità dell'intermediario.

In particolare, l'Autorità di Vigilanza valuta che:

- I partecipanti qualificati al capitale siano in grado di assicurare una gestione sana e prudente della società e che non ostacolino l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza;
- La struttura del gruppo cui eventualmente appartiene la SGR non comprometta la trasparenza e la controllabilità dell'attività dell'ente istante;

- Il programma di attività predisposto dalla società sia coerente con gli obiettivi strategici e con l'impianto organizzativo proposto.

La SGR richiedente è tenuta a presentare un programma dettagliato, nel quale vengano illustrati: l'oggetto dell'attività d'impresa, le linee di sviluppo previste, le strategie operative, gli obiettivi di medio-lungo periodo, nonché ogni altro elemento utile a consentire una valutazione approfondita dell'iniziativa. A corredo del programma, deve essere fornita anche una relazione sulla struttura organizzativa, con indicazioni puntuali in merito alle unità operative, alla governance, ai meccanismi di controllo interno e alla gestione del rischio.
La Banca d'Italia esamina tali documenti in un'ottica di sana e prudente gestione, riservandosi la facoltà di richiedere integrazioni o modifiche laddove ritenuto necessario. Un'ulteriore verifica riguarda l'idoneità dei soggetti che detengono partecipazioni rilevanti, valutata non solo in termini di onorabilità, ma anche sulla base della correttezza nei rapporti d'affari, della solidità patrimoniale e dell'assenza di legami potenzialmente influenti, inclusi quelli di natura familiare, associativa o societaria, che potrebbero compromettere l'indipendenza gestionale o la trasparenza dell'operatività della SGR.
Solo in presenza di tutte le condizioni la Banca d'Italia procede al rilascio dell'autorizzazione, ai sensi della disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio.

Le SGR possono essere autorizzate a svolgere, oltre alla gestione collettiva del risparmio, le seguenti attività[77]:

- Prestare il servizio di gestione di portafogli;
- Istituire e gestire fondi pensione;
- Svolgere attività connesse e strumentali alla propria operatività;
- Prestare il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, limitatamente alle quote di OICR di propria istituzione;
- Prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti;
- Commercializzare quote o azioni di OICR gestiti da terzi, nel rispetto delle regole di condotta stabilite dalla Consob, sentita la Banca d'Italia;
- Prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, nel caso in cui siano autorizzate alla gestione di FIA.

[77] Testo Unico della Finanza, art. 33, comma 2.

Dopo aver introdotto il concetto e le caratteristiche generali delle SGR è opportuno procedere con un'analisi più approfondita della struttura operativa dei fondi comuni di investimento, i quali sono la forma organizzativa più diffusa per la raccolta e la gestione dei capitali destinati a investimenti in private equity. Tuttavia, a seconda del contesto giuridico e istituzionale di riferimento, tali fondi possono assumere configurazioni diverse, sia sotto il profilo societario che contrattuale.

Il mercato del private capital si articola attorno a una serie di operatori chiave, che ne determinano le dinamiche operative e la struttura di governance. Il modello organizzativo più diffuso, soprattutto a livello internazionale, è quello del fondo di investimento chiuso costituito nella forma di limited partnership. Questa struttura si caratterizza per una netta separazione tra proprietà e gestione delle risorse finanziarie.

All'interno di tale modello, i limited partners (LP) rivestono il ruolo di investitori finanziari, solitamente soggetti istituzionali o privati qualificati, che sottoscrivono il capitale necessario al funzionamento del fondo. Tra i principali LP si annoverano fondi pensione, compagnie assicurative, family office, fondazioni e fondi sovrani (*sovereign wealth funds*). Il loro ruolo è di tipo passivo, in quanto non partecipano attivamente alle decisioni di investimento, e la loro responsabilità è limitata al solo capitale apportato.

I general partners (GP), al contrario, svolgono la funzione di gestori attivi del fondo. A loro è affidata la responsabilità della definizione delle strategie di investimento, dell'identificazione e selezione delle società target, della negoziazione delle operazioni, della gestione del portafoglio e della successiva fase di disinvestimento. Per la loro attività, i GP percepiscono una commissione di gestione annuale (*management fee*), calcolata in percentuale sul capitale gestito, destinata a coprire i costi operativi; oltre a una percentuale sugli utili (*carried interest*), che rappresenta uno strumento incentivante per allineare gli interessi dei gestori a quelli degli investitori. Generalmente, una volta restituito agli LPs il capitale investito inizialmente, gli utili residui vengono suddivisi secondo lo schema 80/20, con l'80% attribuito agli investitori e il restante 20% al team di gestione[78].

Dal punto di vista finanziario, le operazioni poste in essere da questi fondi prevedono una struttura di capitale altamente levereggiata, nella quale l'apporto di equity da parte degli investitori è accompagnato da una quota preponderante di debito, generalmente in un

[78] Cattero B., *L'ambivalenza asimmetrica del private equity nell'economia finanziarizzata*, Rassegna Italiana di Sociologia, Fascicolo 1, gennaio-marzo 2012.

rapporto di 1 a 4. Tale debito viene reperito attraverso canali bancari o istituzioni specializzate nel finanziamento di acquisizioni complesse.
Questa configurazione della limited partnership consente di garantire una governance efficace, fondata su una chiara ripartizione di ruoli e responsabilità. Inoltre, permette agli investitori di accedere al mercato del private capital con una limitata esposizione al rischio, affidando l'operatività quotidiana a team specializzati con consolidate competenze finanziarie, industriali e strategiche.

Un'ulteriore classificazione ampiamente utilizzata a livello internazionale distingue gli operatori captive da quelli indipendenti. Nonostante manchi una definizione universalmente riconosciuta, con il termine captive si fa solitamente riferimento a quegli operatori che non raccolgono capitali sul mercato, lo fanno solo in misura marginale, e che utilizzano prevalentemente risorse proprie per finanziare le attività di investimento. Si tratta, infatti, di soggetti spesso costituiti come emanazione diretta di istituzioni finanziarie, banche, imprese industriali o enti pubblici, i quali ricevono la maggior parte dei fondi dalla società capogruppo o da realtà affiliate, senza ricorrere in maniera significativa al mercato dei capitali.
Gli operatori indipendenti, al contrario, si caratterizzano per una struttura diametralmente opposta, essi si rivolgono a una pluralità di investitori, proponendo la sottoscrizione di quote di fondi chiusi o veicoli di investimento da loro gestiti. Tra i due estremi si collocano gli operatori semi-captive, che combinano entrambe le fonti di approvvigionamento, raccogliendo risorse sia all'interno del gruppo di appartenenza sia sul mercato dei capitali.
Accanto a questa distinzione, gli operatori di private equity e venture capital possono essere classificati anche in base al perimetro geografico di riferimento. In questo caso si distinguono i soggetti domestici, attivi esclusivamente sul mercato nazionale; i soggetti regionali, focalizzati su imprese appartenenti a un'area territoriale circoscritta; e, infine, gli operatori paneuropei o globali, il cui raggio d'azione si estende oltre i confini nazionali e che, di norma, operano attraverso uffici locali o team distribuiti, investendo in funzione delle opportunità che emergono nei vari mercati, senza un'allocazione predeterminata delle risorse.
Un'ulteriore classificazione riguarda la natura dell'operatore. Oltre agli investitori privati, esistono anche soggetti di emanazione pubblica, istituiti nell'ambito di iniziative istituzionali e partecipati da enti pubblici. All'interno di questa categoria rientrano le

finanziarie regionali, presenti in gran parte del territorio italiano, che pur adottando strategie di investimento differenziate condividono l'obiettivo di promuovere lo sviluppo economico di specifiche aree geografiche, ponendo dunque al centro non soltanto la logica del rendimento finanziario, ma anche finalità di carattere socio-economico.

4.3 Alkemia SGR SPA

Alkemia SGR S.p.A. rappresenta una realtà di spicco nel panorama italiano della gestione del risparmio, specializzata nella valorizzazione sostenibile di imprese di piccole-medie dimensioni ad alto potenziale trasformativo.

Fondata nel 2005, la società ha costruito una solida reputazione grazie a un approccio strategico e selettivo, che coniuga visione industriale, impegno per la sostenibilità e una forte prossimità al tessuto imprenditoriale nazionale. Con oltre un decennio di operatività nel settore del private equity, Alkemia ha saputo distinguersi per la sua capacità di individuare operazioni ad elevato valore aggiunto, promuovendo percorsi di crescita strutturata e duratura in favore di imprese di piccole e medie dimensioni.

Nel corso della propria attività, Alkemia ha gestito due fondi di private equity e un fondo mezzanino, raggiungendo un patrimonio complessivo in gestione (*assets under management*) pari a circa 270 milioni di euro. Il track record dell'SGR annovera 20 operazioni di private equity e 10 investimenti mezzanini.

Un passaggio strategico di rilievo è avvenuto nel dicembre 2017, con la costituzione di un nuovo fondo da 40 milioni di euro attraverso un'operazione di carve-out, preludio al rebranding societario avvenuto nel 2018 con l'assunzione dell'attuale denominazione "Alkemia SGR".

L'evoluzione dell'SGR ha trovato nuovo slancio nel biennio 2023–2024. L'ampliamento delle strategie di investimento ha incluso l'ingresso nel comparto del venture capital, nonché l'avvio di fondi tematici e PIPE (*private investment in public equity*).

Tali iniziative si inseriscono in un processo di progressivo rafforzamento della struttura societaria, che ha visto l'ingresso di nuovi partner azionari e l'adozione di un modello di governance rinnovato, incrementato dalla nomina di consiglieri indipendenti.

La missione di Alkemia si fonda sulla volontà di diventare punto di riferimento nel segmento italiano del lower–mid market, promuovendo uno sviluppo inclusivo e sostenibile delle PMI, attraverso strumenti finanziari alternativi e servizi ad alto valore aggiunto. La società opera secondo un modello operativo integrato che combina una solida competenza settoriale, una robusta radicazione territoriale e un network qualificato di relazioni con imprenditori e stakeholder industriali.

L'accesso privilegiato a un flusso di opportunità , unito a una gestione attiva e partecipata delle aziende in portafoglio, consente ad Alkemia di posizionarsi come partner strategico per il rilancio e la crescita di realtà imprenditoriali italiane. L'intero processo di investimento è guidato da criteri rigorosi di integrità, trasparenza e accountability, con particolare attenzione ai principi ESG, integrati trasversalmente nelle decisioni gestionali e nelle politiche di investimento.

Il team di gestione di Alkemia si compone di figure con comprovata esperienza nei settori della finanza d'impresa, private equity, venture capital e management industriale, garantendo un supporto operativo e strategico alle aziende target, con l'obiettivo di generare valore nel lungo periodo per tutti gli stakeholder coinvolti.
Il Consiglio di Amministrazione è composto da figure professionali di alto profilo, tra cui tre consiglieri indipendenti (il Prof. Avv. Paolo Benazzo, Sara Bertolini e Giorgio Ventura) oltre all'Amministratore Delegato Luca Maurizio Duranti e al Chief Financial Officer Robert Segatto. Tale struttura garantisce un'equilibrata governance, orientata alla trasparenza, all'integrità e all'efficienza decisionale.

Nel corso del tempo, Alkemia ha sviluppato e promosso diversi veicoli d'investimento specializzati, ciascuno con un focus preciso e orientato a specifiche fasi del ciclo di vita aziendale. Tali strumenti comprendono fondi di private equity, fondi di venture capital e fondi PIPE, con orizzonti temporali e settoriali differenziati:

- "Fondo PIPE", lanciato nel novembre 2023 in collaborazione con Amber Capital Italia SGR, è un fondo chiuso riservato, attualmente in fase di raccolta e investimento. Esso si rivolge a società quotate con capitalizzazione compresa tra 50 e 500 milioni di euro, oppure a imprese prossime alla quotazione, operanti in comparti ad alto contenuto tecnologico (telecomunicazioni, media, digital & energy-tech). L'obiettivo del fondo è fornire capitale strategico per sostenere

processi di consolidamento, favorire il miglioramento della governance e incrementare il valore di lungo termine delle partecipate. La dimensione target del fondo ammonta a circa 100 milioni di euro, con un periodo di investimento previsto tra il 2024 e il 2027.

- "Sinergia Venture Fund" è il fondo focalizzato su startup e scale-up in fase di Series A e B, con modelli di business B2B e forte orientamento tecnologico (AI, IoT, Cloud, robotica, blockchain). Il fondo, operativo dal 2021 e con un valore di 65 milioni di euro, mira ad accelerare la crescita delle imprese partecipate attraverso investimenti in equity, supporto operativo e accesso a un solido network di sponsor e advisor. Il periodo di investimento si estende fino al 2025.

- "Fondo Amarone" è il fondo di private equity finalizzato alla valorizzazione dell'impresa italiana Pakelo Motor Oil, attiva nel settore dei lubrificanti industriali. Il fondo, dotato di un capitale pari a 50 milioni di euro, è attualmente in fase di raccolta e investimento, con orizzonte temporale previsto tra il 2023 e il 2025. L'approccio di investimento nel private equity mira ad affiancare attivamente il management, promuovendo operazioni di buy-out, expansion capital e replacement capital, con l'obiettivo di favorire la crescita trasformativa delle imprese target.

- "Alkemia Food Excellence I" è il fondo di private equity che ha promosso la costituzione di Convivio S.p.A., una nuova holding operativa italiana con l'obiettivo di creare un polo di riferimento nel settore della pasta fresca e della gastronomia premium. L'iniziativa nasce con la finalità di consolidare alcune tra le migliori realtà produttive del Made in Italy, così da affrontare in maniera più competitiva i mercati internazionali. L'operazione, realizzata tramite un investimento in equity, si propone di aggregare eccellenze regionali, valorizzare competenze distintive, promuovere innovazione e salvaguardare la tradizione e la qualità della cucina italiana nel mondo.
  In una prima fase, Alkemia ha rilevato il 100% di cinque aziende d'eccellenza territoriale, Valsugana Sapori, Parmachef, Casanova Food, Pastificio Cecchin e Poggiolini che complessivamente esprimono un giro d'affari pari a circa 27 milioni

di euro. La strategia di sviluppo delineata prevede di sostenere Convivio in un percorso di crescita dimensionale che, nell'arco di cinque anni, punta a raggiungere i 100 milioni di euro di fatturato, raddoppiando così la dimensione del gruppo. A garanzia della continuità gestionale e del legame con i territori di origine, le famiglie fondatrici e i manager storici manterranno un ruolo attivo alla guida delle rispettive aziende, favorendo un'integrazione armonica tra tradizione e innovazione.

Attraverso il fondo Sinergia Venture Fund, Alkemia SGR ha progressivamente costruito un portafoglio di partecipazioni altamente rappresentativo dell'ecosistema dell'innovazione italiano ed europeo, con particolare attenzione a startup e scale-up attive nei settori deep tech, digital, SaaS e sostenibilità.
Tra le partecipazioni più rilevanti si annoverano:

- Agricooltur, startup fondata nel 2018 e attiva nel settore dell'agricoltura innovativa. L'azienda si distingue per lo sviluppo di sistemi di coltivazione aeroponica, che eliminano l'uso del suolo e riducono il consumo di acqua fino al 98% rispetto ai metodi tradizionali. Queste soluzioni si inseriscono in un contesto di crescente attenzione alla sostenibilità ambientale, e trovano applicazione anche nella grande distribuzione grazie a partnership con operatori come Carrefour. Nel febbraio 2023, Agricooltur ha concluso un round di investimento Serie A da 5 milioni di euro, con Sinergia Venture Fund nel ruolo di lead investor. Le risorse sono state destinate all'espansione commerciale, al rafforzamento della visibilità sul mercato e alla partecipazione a fiere di settore a livello internazionale.
- Codemotion è un'altra realtà strategica nel portafoglio di Alkemia. Si tratta di una piattaforma digitale che aggrega la più ampia community europea di sviluppatori software, con oltre 250.000 utenti attivi. Codemotion fornisce contenuti formativi, eventi, opportunità di networking e un innovativo servizio di job matching, codemotion talent, basato su algoritmi di machine learning che mettono in relazione le aspirazioni professionali con le esigenze delle imprese. Nel 2023, l'azienda ha chiuso un importante round di finanziamento da 8 milioni di euro, guidato da Sinergia Venture Fund, con la partecipazione di partner nazionali e internazionali, tra cui Azimut Digitech Fund, Endeavor Catalyst, Primo Ventures,

P101 e CDP Venture Capital. Il capitale raccolto ha consentito un potenziamento della piattaforma e l'accelerazione della crescita a livello europeo.

- Contents.com, piattaforma SaaS che sfrutta tecnologie di intelligenza artificiale per la produzione e gestione di contenuti multilingua. Fondata nel 2020, la società ha rapidamente assunto una dimensione internazionale, con clienti attivi in Europa, America, Asia e America Latina. Dopo un primo round Series A da 5 milioni di euro nel 2021, guidato da Sinergia Venture Fund, Contents.com ha raccolto a gennaio 2024 ulteriori 16 milioni di dollari in un round Series B, che ha visto la partecipazione, oltre ad Alkemia, di Thomson Reuters Ventures. Le risorse sono state impiegate per potenziare la componente tecnologica della piattaforma che integra modelli generativi per testo, video, immagini e animazioni e sostenere l'espansione globale dell'azienda.
- Ermes Cyber Security, realtà fondata nel 2018 come spin-off accademico del Politecnico di Torino. Ermes sviluppa soluzioni avanzate per la sicurezza della navigazione web aziendale, utilizzando algoritmi proprietari basati su intelligenza artificiale. L'azienda è stata riconosciuta da Gartner come una delle prime 100 organizzazioni al mondo per l'uso innovativo dell'AI in ambito cybersecurity. Nel 2023, ha completato due tranche di investimento (giugno e dicembre) per un totale di 7,5 milioni di euro, con Sinergia Venture Fund nel ruolo di principale investitore. Il capitale è stato destinato al potenziamento delle attività commerciali e al rafforzamento dei programmi di R&S, in particolare in vista dell'espansione sui mercati internazionali.
- Glickon, realtà fondata nel 2014, che ha sviluppato una piattaforma di data intelligence in grado di ottimizzare i processi HR attraverso l'uso integrato di AI e analytics. Il sistema consente alle imprese di mappare reti organizzative, raccogliere e analizzare dati sul sentiment dei dipendenti e identificare leader informali, contribuendo così a migliorare engagement, employer branding e processi decisionali. La soluzione è compatibile con oltre 100 piattaforme ATS e HCM e viene utilizzata da aziende come Generali Italia, Golden Goose, Deloitte e KPMG. Nel 2022 Glickon ha chiuso un round Series A da 3 milioni di euro con Sinergia Venture Fund come lead investor, destinando i capitali all'espansione nazionale e internazionale. L'anno seguente ha acquisito Teamsight, startup attiva

nel campo della people analytics, rafforzando così la propria posizione nel mercato della talent intelligence.

- Soplaya, startup in ambito foodtech fondata nel 2017 con sede a Udine. Soplaya propone un modello di filiera corta digitale, attraverso una piattaforma B2B che collega direttamente produttori locali con chef e ristoratori, riducendo l'intermediazione e incrementando la trasparenza nella supply chain agroalimentare. Il servizio consente la consegna rapida (entro 12-24 ore) di prodotti freschi e locali, con un risparmio economico per gli operatori fino al 20%. L'impresa si impegna anche nella sostenibilità ambientale, promuovendo la biodiversità e la riduzione delle emissioni di CO_2. Nel novembre 2023 ha concluso un round di finanziamento da 12,5 milioni di euro, di cui 11,5 milioni in equity, con il supporto di Sinergia Venture Fund (in qualità di lead investor), P101, Azimut e CDP Venture Capital. L'investimento è destinato all'espansione geografica e all'integrazione di tecnologie predittive basate su IA nella gestione della domanda.
- 4Gift, società fondata nel 2015 e attiva nello sviluppo di soluzioni per il gifting online. La piattaforma consente agli utenti di inviare regali personalizzati direttamente dai siti e-commerce dei brand partner, permettendo ai destinatari di modificare caratteristiche come taglia, colore e modalità di consegna. Il servizio include anche l'opzione di regali di gruppo e ha riscosso particolare successo nel mercato statunitense del lusso, dove è attivo dal 2020. Tra gli investitori iniziali figura anche eBay, che ha acquisito una partecipazione del 10% nel 2016. Nel 2021, 4Gift ha chiuso un round Series A guidato da Sinergia Venture Fund, destinato a supportare l'espansione del team e lo sviluppo della piattaforma.
- Hlpy, scale-up italiana leader nell'ambito della mobilità digitale e dei servizi di assistenza al veicolo. L'azienda si distingue per l'offerta di soluzioni full digital nel settore della roadside assistance. Nel 2024, hlpy ha portato a termine un'importante operazione di Serie B, l'aumento di capitale ha raggiunto complessivamente 18 milioni di euro, di cui l'80% in equity e il restante 20% sotto forma di finanziamento a lungo termine da parte di primari istituti di credito. Il round è stato condotto in co-leadership da Nextalia SGR (tramite il fondo Nextalia Venture) e Sinergia Venture Fund di Alkemia Capital SGR. Contestualmente al round, hlpy ha annunciato l'acquisizione di HESA Solutions GmbH – MySchleppApp, operatore tedesco di riferimento nei servizi di assistenza stradale

digitali. Tra i partecipanti al round figurano, oltre a Nextalia e Alkemia, anche The Techshop SGR, CDP Venture Capital (tramite il fondo Corporate Partners I), ServiceTech, e Simest.

Alkemia Capital SGR ha recentemente avviato un'attività dedicata al segmento PIPE, focalizzandosi su imprese quotate di piccole e medie dimensioni, caratterizzate da un forte potenziale di crescita e operanti in settori ad alta intensità innovativa.

Tra i principali investimenti realizzati dal fondo PIPE figurano i seguenti casi:

- DHH S.p.A. è un operatore italiano attivo nel settore del cloud computing e dell'hosting, con un posizionamento strategico in Europa meridionale. Fondata nel 2015, la società ha perseguito una crescita per linee esterne, realizzando acquisizioni in Italia, Slovenia, Croazia, Serbia e Svizzera. La gamma di servizi offerta spazia dall'hosting condiviso ai server dedicati, rivolgendosi a un'ampia platea di imprese. Quotata su Euronext Growth Milan, DHH rappresenta uno dei player emergenti nel panorama europeo delle infrastrutture digitali.
  Nel maggio 2024, Alkemia, attraverso il fondo PIPE gestito congiuntamente con Amber Capital Italia SGR, ha acquisito una partecipazione pari al 4,73% del capitale della società.
- Redelfi S.p.A. è un'impresa italiana attiva nella transizione energetica e nella digitalizzazione delle infrastrutture energetiche, con competenze distintive nello sviluppo di Battery Energy Storage Systems (BESS) e comunità energetiche. Con sede a Genova e attività estese in Europa e Stati Uniti, Redelfi si propone come acceleratore dell'innovazione nel settore green energy.
  Nel aprile 2025, il fondo PIPE ha sottoscritto un aumento di capitale riservato e acquisito ulteriori azioni sul mercato secondario, entrando nella compagine societaria in qualità di partner finanziario strategico. Redelfi è attualmente quotata su Euronext Growth Milan con ticker RDL.MI.
- TXT e-solutions S.p.A, fondata nel 1989 e con sede a Milano è un'azienda tecnologica italiana attiva nella realizzazione di soluzioni software verticali per settori ad alta complessità come aerospazio, aviazione, difesa, fintech e industria manifatturiera. L'impresa dispone di una presenza internazionale consolidata, con filiali operative in Francia, Germania, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.
  Nel dicembre 2023, Alkemia, attraverso il fondo PIPE, ha acquisito una

partecipazione nel capitale sociale della società mediante acquisto di azioni proprie e sul mercato secondario. L'ingresso di Alkemia nella compagine azionaria si configura come una leva per sostenere l'espansione internazionale di TXT e l'evoluzione della sua offerta digitale. TXT è quotata su Borsa Italiana con ticker TXT.MI ed è inclusa negli indici FTSE Italia STAR e Small Cap.

- SYS-DAT Group rappresenta un player strategico nel panorama italiano dell'Information and Communication Technology (ICT), specializzato nella progettazione e implementazione di soluzioni informatiche per la gestione di processi aziendali critici. Il gruppo si distingue per la capacità di affiancare le imprese clienti nel presidio dei loro processi mission-critical, fornendo supporto tecnologico avanzato e soluzioni personalizzate. Attualmente, il gruppo è costituito da 12 aziende operative distribuite sull'intero territorio nazionale e impiega oltre 450 professionisti altamente qualificati, che costituiscono il principale asset distintivo dell'organizzazione[79].

[79] https://www.alkemiacapital.com/

Capitolo 5
Caso Pakelo Motor Oil

5.1 Profilo dell'azienda target: Pakelo

Pakelo è una realtà industriale italiana con una lunga tradizione nel settore dei lubrificanti ad alte prestazioni. L'azienda si caratterizza per essere un produttore indipendente che ha scelto di mantenere l'intera catena produttiva in Italia, consolidando così un'identità fortemente legata al "made in Italy". Allo stesso tempo, ha saputo sviluppare una forte proiezione internazionale, espandendo la propria presenza commerciale in oltre quaranta Paesi. La sede legale e lo stabilimento produttivo si trovano a San Bonifacio (Verona), una sede che riunisce funzioni centrali come produzione, ricerca e sviluppo, logistica e attività commerciali. Questo modello organizzativo consente a Pakelo di gestire in modo integrato la qualità del prodotto e i rapporti con i mercati globali[80].

La gamma produttiva di Pakelo comprende più di mille formulazioni di lubrificanti, tra cui oli motore, fluidi per trasmissioni, oli idraulici, grassi e additivi. La diversificazione del portafoglio risponde alle esigenze di molteplici settori: dal comparto automobilistico e motociclistico, fino ai veicoli industriali, agricoli e da costruzione, senza trascurare le applicazioni nell'industria, nella nautica e nell'ambito alimentare. Ogni linea di prodotto è sviluppata in stretta conformità con le normative internazionali e con le specifiche dei costruttori (OEM), garantendo affidabilità, efficienza e durata dei componenti.

La proposta di valore dell'azienda si fonda su due pilastri principali. Da una parte, la forte specializzazione tecnica, che si traduce in un know-how costruito in quasi un secolo di attività e in continui investimenti in ricerca e sviluppo. Dall'altra, un approccio orientato al servizio, che consente a Pakelo di collaborare direttamente con costruttori e utilizzatori industriali nella progettazione di soluzioni personalizzate. In quest'ottica, l'impresa non si limita a fornire prodotti, ma propone anche consulenza tecnica e programmi di formazione rivolti a clienti e distributori, con l'obiettivo di diffondere una cultura della lubrificazione più consapevole.

Un elemento distintivo della produzione è rappresentato dalla filosofia "Polar Balance", che mira a favorire la massima interazione tra molecole di lubrificante e superfici

[80] https://pakelo.com/it/

metalliche, mantenendo un film lubrificante stabile anche in condizioni di utilizzo estreme. A sostegno della qualità, l'azienda dispone di certificazioni rilevanti come la IATF 16949:2016 per il settore automotive, la ISO 9001:2015 per i sistemi di gestione della qualità e la ISO 14001:2015 per la gestione ambientale. Inoltre, Pakelo è riconosciuta come Operatore Economico Autorizzato (AEO) con rating AA, titolo che conferma la sicurezza e la conformità delle operazioni doganali. Sul piano ambientale, l'impresa promuove linee biodegradabili e prodotti certificati con marchio Ecolabel, con l'obiettivo di ridurre consumi ed emissioni.
La qualità dei prodotti di Pakelo traspare anche dai prestigiosi clienti che fornisce: Ferrari, Lamborghini, Antonio Carraro, Mercedes-Benz, Agco e molti altri.
Negli ultimi anni la struttura societaria ha subito importanti trasformazioni. Nel 2023 il fondo di investimento Alkemia è entrato come partner finanziario, apportando nuove risorse per sostenere la crescita. Nel 2024, la società ha assunto la denominazione Pakelo Motor Oil S.p.A. a socio unico, mantenendo la guida di Alberto Polacco, Presidente e CEO dal 2008. Questa combinazione di continuità e rinnovamento ha rafforzato la capacità produttiva e supportato un ulteriore processo di internazionalizzazione.

La storia di Pakelo inizia nel 1930, quando Italo Rino Polacco avviò la vendita di oli e lubrificanti in un piccolo negozio familiare. Quella che era nata come un'attività locale si è progressivamente trasformata in un'impresa di respiro internazionale. Negli anni Sessanta, con l'ingresso della seconda generazione della famiglia Polacco, l'azienda passò da una funzione commerciale a una vera e propria realtà manifatturiera. In questa fase venne registrato il marchio Pakelo e furono avviati i primi cicli di produzione di lubrificanti.
Un passaggio fondamentale avvenne nel 1991, quando fu realizzata una nuova sede che includeva un laboratorio di ricerca e sviluppo, dotato di strumentazioni avanzate per il periodo. Questa scelta confermò il ruolo strategico dell'innovazione all'interno del modello di crescita aziendale. Successivamente, con la terza generazione della famiglia, l'impresa intensificò la propria presenza internazionale, arrivando nel 2013 a raddoppiare la superficie dell'headquarter e a inaugurare un nuovo impianto produttivo.
Il 2020 rappresentò un momento celebrativo: i novant'anni di attività furono accompagnati da iniziative editoriali e comunicative che misero in evidenza il legame tra tradizione e innovazione. Anche l'evoluzione del logo aziendale, rivisitato più volte per adattarsi ai cambiamenti di stile e di mercato, è parte integrante di questo percorso.

Gli sviluppi più recenti, come l'ingresso del fondo Alkemia e la trasformazione in S.p.A. unipersonale, si affiancano a piani di ampliamento industriale di medio periodo.
Parallelamente, il brand ha rafforzato la propria immagine grazie alle esperienze nel motorsport. Negli anni Ottanta e Novanta, la partecipazione a competizioni estreme come la Parigi-Dakar, con i Perlini Dumpers, rappresentò un banco di prova fondamentale per i prodotti. In tempi più recenti, la collaborazione con team impegnati in competizioni automobilistiche, tra cui la Formula 3 FIA, ha contribuito a consolidare la reputazione di affidabilità e performance, trasferendo le conoscenze acquisite anche ai prodotti destinati al mercato.
Nel 2024, Pakelo ha ricevuto il Premio "Industria Felix", assegnato alle aziende che si distinguono per solidità economica e qualità gestionale. Il riconoscimento è stato interpretato come una conferma del percorso di crescita e della capacità di rinnovarsi mantenendo la continuità familiare. Nel 2025 l'azienda ha inaugurato un nuovo laboratorio hi-tech, rafforzando ulteriormente la propria posizione come centro di eccellenza nella ricerca e nella diagnostica applicata ai lubrificanti.

5.1.1 Portafoglio prodotti

Il portafoglio prodotti di Pakelo è ampio e articolato, pensato per soddisfare le esigenze di diversi comparti produttivi e di utilizzo. L'offerta comprende oli motore minerali e sintetici, formulazioni fuel economy, fluidi per trasmissioni manuali e automatiche, oli idraulici e multifunzionali, grassi speciali, liquidi freno, anticongelanti e additivi. L'azienda ha sviluppato linee specifiche per i diversi settori, come la gamma Krypton, pensata per l'automotive sportivo, e la linea Ektron, dedicata alla mobilità elettrica e ibrida.
Dal punto di vista tecnico, le formulazioni rispettano le sequenze ACEA e API, oltre a soddisfare le specifiche dei principali OEM. Particolare attenzione viene rivolta alla sostenibilità, con prodotti conformi a standard ambientali stringenti come Euro 6 e Tier V. Linee specialistiche come NonTox, per l'industria alimentare, rispondono a standard di sicurezza alimentare certificati NSF, mentre la gamma Geolube propone lubrificanti biodegradabili e certificati Ecolabel, per applicazioni in contesti ad alta sensibilità ambientale.

I principali settori serviti e i relativi prodotti riforniti sono:

- Automotive (Car & Racing), con la produzione di oli motore sintetici ad alte prestazioni, fluidi per trasmissioni e liquidi freni, validati anche grazie all'esperienza nelle competizioni.
- Motocicli, rifornendo prodotti 2T e 4T, oli per sospensioni e spray catena, con particolare attenzione alla compatibilità con frizioni a bagno d'olio (standard JASO).
- Heavy Duty/Truck, con i lubrificanti progettati per garantire prestazioni elevate su veicoli pesanti e a lunga percorrenza, rispettando le specifiche OEM.
- Agricoltura e Off-Highway, con la vendita di oli multifunzionali per motori, trasmissioni e impianti idraulici di macchine agricole e movimento terra.
- Industria: lubrificanti per impianti idraulici, turbine, compressori, riduttori e altre applicazioni industriali, con focus sulla continuità operativa.
- Nautica: oli e grassi per motori marini entrobordo e fuoribordo, con additivi specifici per la protezione dei sistemi di alimentazione.
- Industria alimentare: prodotti NonTox certificati food-grade (H1/H2), destinati a macchinari a contatto con alimenti.

Il laboratorio interno, Pakelo Lab, costituisce un elemento centrale nella strategia aziendale. Qui vengono effettuate analisi approfondite, come il monitoraggio dei metalli di usura tramite ICP, la valutazione della viscosità, l'analisi FT-IR e test di resistenza meccanica. Oltre a garantire il controllo qualità dei prodotti, il laboratorio fornisce un servizio di check-up ai clienti, facilitando programmi di manutenzione predittiva. A ciò si aggiunge un'attività formativa finalizzata a diffondere competenze tecniche lungo tutta la filiera.

La governance aziendale integra aspetti di qualità, sicurezza e responsabilità ambientale. Le certificazioni IATF, ISO 9001 e ISO 14001, insieme allo status AEO, confermano un approccio sistematico alla gestione dei processi. Parallelamente, l'impegno verso la sostenibilità si traduce nello sviluppo di linee ecocompatibili, nell'uso di materie prime certificate e nell'adozione di pratiche di riduzione delle emissioni. Il sistema di *whistleblowing* e le policy di sicurezza informatica rafforzano ulteriormente la trasparenza.

Pakelo ha saputo combinare una base produttiva unica in Italia con una rete di distribuzione che copre più di quaranta Paesi. Le relazioni con distributori selezionati assicurano un supporto tecnico e un servizio post-vendita qualificato. Inoltre, le attività di comunicazione, come il magazine aziendale e i contenuti digitali, contribuiscono a rafforzare il posizionamento del brand come interlocutore credibile e innovativo nel settore dei lubrificanti ad alte prestazioni.

5.1.2 Analisi di mercato e della concorrenza

Il mercato globale dei lubrificanti si configura come un comparto maturo, ma al tempo stesso caratterizzato da profonde trasformazioni tecnologiche, regolamentari e competitive. La domanda complessiva, che nel 2025 è stata stimata in oltre 39 miliardi di litri e che dovrebbe superare i 43 miliardi di litri entro il 2030 (Mordor Intelligence, 2024), registra un tasso di crescita moderato, pari a circa il 2,2% annuo. Questa dinamica non è uniforme tra i diversi segmenti: mentre le applicazioni legate ai motori a combustione interna tendono a stabilizzarsi o a ridursi, emergono nuove opportunità derivanti dalla transizione energetica e dall'elettrificazione della mobilità.
Un elemento di cambiamento riguarda la composizione della domanda. I tradizionali oli minerali stanno gradualmente cedendo spazio a prodotti sintetici e semisintetici ad alte prestazioni. Questo processo è incentivato dall'evoluzione normativa in materia di emissioni e sostenibilità ambientale, nonché dalle esigenze dei costruttori di veicoli di migliorare l'efficienza dei motori e ridurre i consumi. La riduzione della viscosità dei lubrificanti, in particolare, costituisce una delle direttrici principali per il contenimento dei consumi di carburante.
Analizzando il mercato di riferimento di Pakelo, si osserva che il settore degli oli lubrificanti in Italia nel 2022 aveva un valore complessivo di circa 834 milioni di euro, di cui circa 506 milioni riconducibili al perimetro di prodotto in cui l'azienda è attiva. Si tratta di un comparto ampio, resiliente e caratterizzato da una domanda strutturalmente solida, in quanto gli oli lubrificanti rappresentano un bene sostanzialmente insostituibile[81]. La crescita dei volumi è sostenuta dalle dinamiche positive dei principali settori di sbocco: autotrazione leggera e pesante, agricoltura, movimento terra, industria

[81] UNEM, Cerved.

e nautica, i quali beneficiano di driver di domanda favorevoli che garantiscono un *edging* naturale per le aziende del settore.

Nel segmento dell'autotrazione leggera, l'evoluzione del parco circolante è influenzata da fattori macroeconomici e demografici, infatti la disponibilità di nuove vetture, l'età media del parco auto e la crescita del PIL nelle diverse aree geografiche incidono direttamente sulla domanda di lubrificanti. A livello globale, il parco autovetture è atteso crescere ad un tasso annuo di circa il 4% nel periodo 2022–2027, con picchi più significativi in Asia (+7%) e in Medio Oriente e Africa (+4%), in linea con il trend storico di lungo periodo[82].
Nel segmento delle trazioni leggere emergono alcuni driver particolarmente rilevanti. Da un lato, l'aumento della quota di veicoli premium, ad alte prestazioni e caratterizzati da una maggiore complessità tecnica, anche in virtù della crescente penetrazione delle auto ibride, contribuisce ad accrescere la domanda di lubrificanti specifici e tecnologicamente avanzati. Dall'altro, la maggiore consapevolezza da parte degli utenti circa la centralità della manutenzione e della salute del veicolo induce comportamenti di consumo più attenti e orientati alla qualità.
Per i produttori di oli lubrificanti premium, queste dinamiche si traducono in implicazioni strategiche: da un lato, si prevede un aumento della domanda di lubrificanti ad altissime prestazioni, capaci di rispondere ai requisiti tecnici dei nuovi veicoli, dall'altro, si osserva una crescente introduzione sul mercato di prodotti ad alto valore aggiunto, che permette di presidiare fasce di mercato più redditizie. Inoltre, un elemento di particolare interesse è rappresentato dall'estensione del consumo di prodotti premium anche alla fascia medio-bassa del mercato, a testimonianza di un progressivo ampliamento della base clienti interessata a soluzioni di qualità superiore.

Per quanto riguarda il settore della trazione pesante, il parco veicoli continua ad espandersi secondo il ritmo storico (+1% in Italia), ampliando progressivamente il bacino di utilizzo dei lubrificanti dedicati[83]. Un ulteriore fattore trainante è l'aumento della popolazione mondiale, che genera una maggiore domanda di prodotti agricoli e spinge gli operatori del settore a incrementare la meccanizzazione dei processi produttivi[84]. In parallelo, il segmento delle macchine per il movimento terra risulta strettamente correlato all'andamento del comparto delle costruzioni, previsto in crescita del +2% tra il

[82] Euromonitor, International Organization of Motor Vehicle Manufacturers.
[83] ANFIA, ACEA, IBIS World.
[84] Frost & Sullivan, CEMA, CECE.

2022 e il 2026, trainato sia da investimenti pubblici, soprattutto in Europa, sia dal trend positivo delle ristrutturazioni residenziali.
Nel comparto della trazione pesante i principali driver di domanda riguardano sia la crescente attenzione delle imprese di trasporto e logistica alla ricerca di efficienza operativa, volta a contenere i costi di manutenzione dei mezzi, ma anche l'importanza crescente delle specifiche tecniche e delle omologazioni rilasciate dalle case costruttrici.
In questo ramo, per i produttori di lubrificanti di fascia alta, le implicazioni sono: si registra un aumento della penetrazione di oli ad alto valore aggiunto, in sostituzione di prodotti meno efficienti e con vita utile inferiore e poi l'aumento della domanda di soluzioni formulate con materie prime di elevata qualità e certificate dalle case madri, requisito ormai imprescindibile per rispondere alle esigenze di affidabilità del settore.

Il settore industriale rappresenta un ulteriore mercato di sbocco rilevante. La domanda di lubrificanti dipende infatti dall'ampiezza del parco macchinari installati, strettamente legato al PIL e ai livelli di produzione industriale. Dopo la pandemia si è assistito a un rafforzamento del fenomeno del *reshoring* delle attività produttive, che ha comportato un aumento del valore aggiunto del comparto manifatturiero. Le catene del valore stanno progressivamente passando da una logica di globalizzazione a un modello più regionale, con ricadute positive sulle produzioni locali e, di conseguenza, sulla domanda di lubrificanti industriali[85].
Nel segmento industriale, i lubrificanti sono considerati veri e propri prodotti mission critical: i player del settore manifatturiero tendono a preferire soluzioni altamente affidabili e, ove possibile, certificate dai produttori dei macchinari, in un'ottica marcatamente risk-adverse. Ciò rende il mercato caratterizzato da una domanda strutturalmente costante e focalizzata su prodotti di alta gamma, in grado di garantire continuità operativa e ridurre al minimo i rischi di fermo impianto.
Per i produttori di oli lubrificanti premium, le implicazioni riguardano la possibilità di consolidare la propria presenza in questo comparto attraverso l'offerta di prodotti certificati e ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, una leva competitiva particolarmente rilevante è rappresentata dalla fornitura di lubrificanti destinati al primo riempimento dei macchinari industriali, che permette di instaurare relazioni di lungo periodo con i clienti e consolidare la fidelizzazione.

[85] IFR, UCIMU.

Analizzando più in generale il mercato dei lubrificanti, è necessario parlare dei biolubrificanti, che rappresentano un'alternativa sostenibile del settore, che Pakelo sta sviluppando. Questa è una realtà consolidata nel settore industriale, sia a livello europeo che nazionale, con prospettive di ulteriore crescita nel prossimo futuro. Per definizione, rientrano in questa categoria tutti quei prodotti a completa o parziale origine naturale, caratterizzati da bassa tossicità per gli organismi viventi e da un'elevata biodegradabilità, il che li rende particolarmente interessanti in ottica di sostenibilità ambientale.

Tra i principali vantaggi di questa tipologia di prodotti vi è la loro versatilità, precisamente a partire dalla medesima miscela di acidi grassi è infatti possibile ottenere una gamma di prodotti estremamente variegata, capaci di soddisfare esigenze differenti. Essi si distinguono inoltre per alcune proprietà tecniche superiori rispetto ai lubrificanti tradizionali, come una migliore viscosità, prestazioni superiori in termini di infiammabilità e un comportamento più efficace nell'adesione alle superfici metalliche. Tuttavia, non mancano le criticità, in particolare legate alla stabilità termica, anche se questa limitazione è stata progressivamente superata grazie all'impiego di additivi innovativi come i neoglicoli.

Dal punto di vista dei settori di applicazione, i biolubrificanti trovano la loro collocazione più promettente nel settore industriale, con particolare riferimento ai lubrorefrigeranti impiegati nelle lavorazioni meccaniche, ambito nel quale le loro caratteristiche di biodegradabilità e ridotta tossicità risultano particolarmente apprezzate. Diverso è invece il caso del comparto automotive, dove lo sviluppo di tali prodotti non è risultato competitivo e, di conseguenza, è stato in gran parte abbandonato.

A livello di mercato, i biolubrificanti hanno già raggiunto dimensioni significative, infatti nel 2016 il giro d'affari globale ha superato i 2 miliardi di dollari e le previsioni indicano una crescita rilevante di oltre 4 miliardi di dollari nei prossimi anni. Tale evoluzione è coerente con l'aumento della sensibilità verso le tematiche ambientali, con la diffusione di normative più stringenti in tema di sostenibilità e con la spinta alla sostituzione dei prodotti tradizionali con alternative a minor impatto ecologico[86].

Nel contesto europeo, i biolubrificanti rappresentano circa il 5% del mercato complessivo dei lubrificanti, con una diffusione particolarmente significativa nei Paesi di lingua tedesca e nel Nord Europa. Le applicazioni prevalenti riguardano l'ambito industriale,

[86] Osservatorio sui Biolubrificanti, "*Biolubrificanti, le caratteristiche, i benefici, le prospettive*", Fondazione Ecosistemi, Ottobre 2021.

dove i biolubrificanti vengono impiegati come alternative sostenibili ai prodotti tradizionali, senza richiedere modifiche rilevanti ai processi produttivi o agli impianti.
Per quanto riguarda il mercato italiano, lo sviluppo di questi prodotti ha avuto una spinta decisiva a partire dal 2008, grazie a una serie di fattori concomitanti, come l'introduzione di un'imposta di consumo sugli oli minerali lubrificanti, la crescente attenzione alle tematiche ambientali e il contestuale raggiungimento di prezzi del petrolio ai massimi storici. Attualmente, nel settore industriale, che risulta il più esposto a rischi di impatto ambientale, il consumo di biolubrificanti si attesta intorno all'8–10%, con picchi che raggiungono il 20% in alcune applicazioni specifiche.
In prospettiva, anche in Italia si evidenzia un trend crescente verso l'utilizzo di oli lubrificanti a base vegetale e di additivi ecocompatibili nelle produzioni industriali.

L'analisi del contesto competitivo nel mercato dei lubrificanti evidenzia la presenza di tre principali cluster di operatori. In primo luogo, i grandi player internazionali, tra cui Shell, Castrol e Petronas, caratterizzati da un'integrazione verticale che consente loro di presidiare l'intera filiera produttiva e commerciale. Questi attori si contraddistinguono per un'offerta prevalentemente standardizzata, orientata alla copertura di ampi volumi di mercato, ma con una minore attenzione alla customizzazione.
Il secondo cluster è rappresentato dagli specialisti di medie dimensioni, come Pakelo, Motul e Fuchs, che operano con una gamma diversificata di prodotti e con un posizionamento competitivo più focalizzato sulla qualità, la flessibilità e l'innovazione. Infine, il terzo cluster è composto da player locali di piccole dimensioni, come Bellini e Syneco, con portafogli di prodotti più ridotti e specializzati. Questi operatori trovano spazio in nicchie di mercato ben definite, ma presentano limitazioni in termini di ampiezza di gamma e capacità di investimento in ricerca e sviluppo.
Nel mercato in analisi, i criteri di acquisto lungo la value chain non si basano esclusivamente sul prezzo, ma includono pilastri fondamentali della value proposition, quali l'ampiezza della gamma, il livello di servizio offerto e l'impegno costante in attività di ricerca e sviluppo. Le barriere all'ingresso tra le diverse fasce di mercato sono: la gestione dei volumi, il grado di customizzazione, l'ampiezza della gamma, la formulazione dei prodotti e la forza del brand, le quali rappresentano un fattore determinante per la sostenibilità competitiva e limitano sia la minaccia dei grandi player, meno inclini a sviluppare soluzioni fortemente personalizzate, sia quella dei piccoli operatori, che soffrono invece di una gamma ristretta e di minori risorse.

In questo contesto, Pakelo può contare su un posizionamento competitivo solido rispetto ai KPC più rilevanti per il mercato, con un riconoscimento diffuso delle proprie capacità tecniche e della propria flessibilità. Rimane tuttavia un margine di miglioramento in termini di notorietà e brand awareness, ambito su cui l'azienda potrebbe investire ulteriormente per consolidare e ampliare la propria quota di mercato.

Al fine di ipotizzare potenziali operazioni di add-M&A in grado di supportare il percorso di crescita di Pakelo, è stata applicata una metodologia di selezione strutturata secondo un approccio a funnel in tre fasi, finalizzata alla definizione di una shortlist di target rilevanti.

Il primo livello di selezione ha riguardato l'analisi del Codice ATECO, restringendo il perimetro alle aziende classificate sotto i codici 1920 e 467100, corrispondenti a produttori e distributori di oli lubrificanti. Successivamente, è stato introdotto un filtro geografico, che ha portato a considerare esclusivamente società localizzate in Lombardia, Piemonte, Toscana, Emilia-Romagna, Veneto, Liguria e Trentino-Alto Adige, ovvero le aree territoriali maggiormente coerenti con le strategie di presidio e di sviluppo della società target.

Ulteriori criteri di scrematura hanno riguardato la dimensione economica e la redditività, individuando come target le imprese con un fatturato compreso tra 4 e 100 milioni di euro e con un EBITDA margin superiore al 7%. Sono state inoltre escluse quelle realtà che non operano direttamente nella produzione e/o commercializzazione di oli lubrificanti e grassi. Infine, per evitare una sovrapposizione diretta con il perimetro competitivo di Pakelo, sono state escluse le aziende che risultano già fortemente specializzate sugli stessi prodotti core, sugli stessi end-market e nelle medesime aree geografiche presidiate.

L'applicazione di questa metodologia ha condotto alla definizione di una shortlist di target. In particolare, ILCO e Bellini sono state individuate come aziende prioritarie, poiché attive nel segmento industriale e specializzate nella produzione di grassi e oli per il metalworking. Queste realtà si configurano come potenziali acceleratori di crescita strategica, in grado di generare sinergie di rilievo.

L'acquisizione di Technolube potrebbe rappresentare un'importante leva di cross-selling e un canale privilegiato di accesso all'end-market industriale.

Infine, l'acquisizione di Uveol rappresenterebbe un'opportunità interessante per Pakelo in quanto consentirebbe di ampliare la gamma prodotti, accedere a nuovi segmenti di mercato, realizzare sinergie industriali e rafforzare il proprio posizionamento

competitivo nel settore dei lubrificanti premium. In quest'ottica, l'operazione si configurerebbe come un acceleratore di crescita capace di generare valore sia sul piano dei ricavi che su quello dei margini operativi.

5.2 Performance economico-finanziarie prima dell'ingresso di Alkemia

Tabella 3: CE riclassificato degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO IN FORMA DI VALORE AGGIUNTO				
	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22
FATTURATO NETTO	**30.661.075**	**32.018.135**	**39.874.349**	**46.324.419**
Incremento (riduzione) magaz. prodotti	27.135	59.687	467.394	-157.915
VALORE DELLA PRODUZIONE	**30.688.210**	**32.077.822**	**40.341.743**	**46.166.504**
- Consumi di materiali per la produzione	564.923	-265.312	546.180	643.272
- Consumi di altri beni non ripartibili	-19.491.501	-19.253.041	-27.787.662	-32.400.957
(Consumi)	**-18.926.578**	**-19.518.353**	**-27.241.482**	**-31.757.685**
- Costi per altri servizi non ripartibili	-4.818.234	-4.233.284	-4.779.100	-5.300.170
(Costi per servizi di terzi)	**-4.818.234**	**-4.233.284**	**-4.779.100**	**-5.300.170**
(Oneri di gestione)	**-359.010**	**-193.162**	**-260.674**	**-360.128**
VALORE AGGIUNTO	**6.584.388**	**8.133.023**	**8.060.487**	**8.748.521**
- Costi del personale non ripartibili e altri costi assimilati	-4.189.557	-4.211.715	-4.824.932	-5.030.761
(Costi del personale)	**-4.189.557**	**-4.211.715**	**-4.824.932**	**-5.030.761**
MARGINE AL LORDO COSTI BENI UTILITA' RIPETUTA	**2.394.831**	**3.921.308**	**3.235.555**	**3.717.760**
- Leasing e Affitti per altri servizi non ripartibili	-266.139	-297.688	-346.996	-374.518
(Leasing e Affitti)	**-266.139**	**-297.688**	**-346.996**	**-374.518**
Proventi / (Oneri) diversi	**239.464**	**428.746**	**366.166**	**437.973**
MARGINE OPERATIVO LORDO	**2.368.156**	**4.052.366**	**3.254.725**	**3.781.215**
(Ammortamenti e sval. imm. materiali)	-555.164	-626.653	-652.774	-653.139
(Ammortamenti e sval. imm. immateriali)	-30.867	-33.714	-23.402	-32.577
(Accantonamenti)	-37.426	-40.576	-51.195	-276.327
(Totale Ammortamenti e Accantonamenti)	**-623.457**	**-700.943**	**-727.371**	**-962.043**
REDDITO OPERATIVO	**1.744.699**	**3.351.423**	**2.527.354**	**2.819.172**
(Oneri finanziari)	-17.042	-35.613	-61.099	-239.301
Proventi finanziari	778	243	210	4.762
(Perdite) / Utili su cambi	-10.221	-254	103	-421
Proventi / (Oneri) Finanziari Netti	**-26.485**	**-35.624**	**-60.786**	**-234.960**
UTILE CORRENTE	**1.718.214**	**3.315.799**	**2.466.568**	**2.584.212**
UTILE ANTE IMPOSTE	**1.718.214**	**3.315.799**	**2.466.568**	**2.584.212**
(Imposte)	**-519.584**	**-892.280**	**-742.179**	**-818.322**
UTILE NETTO	**1.198.630**	**2.423.519**	**1.724.389**	**1.765.890**

Fonte: riclassificazione propria basata sui Bilanci di Pakelo Motor Oil S.r.l.

Il conto economico riclassificato evidenzia le performance economiche dell'impresa nel quadriennio 2019–2022, pre-acquisizione, permettendo una valutazione dettagliata della capacità dell'azienda di generare valore attraverso l'attività operativa.

Nel periodo analizzato, con l'ausilio dei bilanci di esercizio al 31 dicembre degli anni 2019, 2020, 2021, 2022 di Pakelo Motor Oil S.r.l., il fatturato netto ha registrato un crescente andamento positivo, passando da 30,7 milioni di euro nel 2019 a oltre 46,3 milioni di euro nel 2022, con un tasso di crescita complessivo pari a circa il 51%. Tale dinamica suggerisce una significativa espansione dell'attività aziendale, verosimilmente supportata da strategie di penetrazione di mercato o di incremento della capacità produttiva.
Il valore della produzione segue una traiettoria simile, attestandosi a 46,2 milioni di euro nel 2022 rispetto ai 30,7 milioni di euro nel 2019, riflettendo la positiva evoluzione del fatturato e la parziale incidenza delle variazioni di magazzino, generalmente marginali, tranne che nel 2021.
La voce "Consumi", che include prevalentemente consumi di materiali e altri beni non ripartibili, ha mostrato un progressivo incremento in termini assoluti, passando da 18,3 milioni nel 2019 a oltre 31,7 milioni nel 2022, in linea con l'aumento della produzione. Tali valori evidenziano una struttura di costo in parte rigida, che cresce proporzionalmente ai ricavi, indicando un modello operativo ad alto assorbimento di input materiali.
I costi per servizi di terzi (oltre 5,3 milioni nel 2022) rappresentano una componente significativa del valore della produzione, in particolare per attività non industriali, il cui incremento suggerisce una crescente esternalizzazione di servizi o un maggiore ricorso a consulenze e supporto operativo.
Il valore aggiunto, ovvero la ricchezza generata internamente dall'impresa, è passato da 6,6 milioni nel 2019 a 8,7 milioni nel 2022, con una crescita del 32%, inferiore rispetto all'incremento del fatturato. Questo dato segnala una parziale erosione del margine operativo lordo rispetto alla produzione, probabilmente a causa dell'incremento dei costi di input e della rigidità di alcune componenti di spesa.
La voce relativa al personale è costantemente cresciuta, passando da 4,2 milioni nel 2019 a oltre 5 milioni nel 2022, riflettendo un potenziamento della struttura organizzativa. La crescita di questa voce, tuttavia, non ha compromesso la generazione di valore, grazie a un'efficace leva operativa.
Il margine operativo lordo (EBITDA), indicatore chiave della redditività operativa, si è

attestato a 3,7 milioni nel 2022, rispetto ai 2,4 milioni del 2019, con una crescita media annua di circa il 16%. Tuttavia, il picco massimo è stato registrato nel 2020 (oltre 4 milioni), mentre nel 2021 si osserva una temporanea flessione. Tale andamento può essere ricondotto a variazioni nei costi operativi non pienamente assorbite dall'incremento dei ricavi o a dinamiche legate a fattori esogeni (es. pandemia COVID-19). Le spese di leasing e affitti mostrano una leggera tendenza all'aumento nel periodo considerato, con valori sempre superiori ai 260.000 euro, mentre i proventi e oneri diversi (in positivo) rappresentano un contributo accessorio ma costante al margine operativo, con un apporto di circa 400.000 euro nel 2022.

Tabella 4: SP riclassificato degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO				
	31-dic-19	31-dic-20	31-dic-21	31-dic-22
Crediti commerciali netti	7.059.348	7.648.260	9.388.245	11.648.488
Magazzino netto	2.338.317	2.130.297	3.143.871	3.666.396
Attività Operative Caratteristiche	**9.397.665**	**9.778.557**	**12.532.116**	**15.314.884**
(Debiti Commerciali netti)	-5.017.333	-4.446.177	-5.557.481	-8.265.826
(Passività Operative Caratteristiche)	**-5.017.333**	**-4.446.177**	**-5.557.481**	**-8.265.826**
CAPITALE CIRCOLANTE CARATTERISTICO NETTO	**4.380.332**	**5.332.380**	**6.974.635**	**7.049.058**
Altri crediti vari operativi	277.655	277.052	685.878	399.420
Altre Attività Operative	**277.655**	**277.052**	**685.878**	**399.420**
(Altri debiti operativi netti)	-1.601.090	-2.394.365	-2.087.818	-2.427.325
(Altre Passività Operative)	**-1.601.090**	**-2.394.365**	**-2.087.818**	**-2.427.325**
CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	**3.056.897**	**3.215.067**	**5.572.695**	**5.021.153**
Immobilizzazioni materiali nette	5.362.599	8.343.436	8.118.040	7.647.861
Immobilizzazioni immateriali nette	87.048	53.334	29.933	47.493
Attività Fisse Operative	**5.449.647**	**8.396.770**	**8.147.973**	**7.695.354**
(Fondi Rischi ed Oneri di Natura Gestionale)	-240.000	-240.000	-150.000	-485.587
(Fondo Trattamento di Fine Rapporto ed equivalenti)	-888.499	-1.177.543	-1.293.452	-1.413.325
(Passività Fisse Operative)	**-1.128.499**	**-1.417.543**	**-1.443.452**	**-1.898.912**
CAPITALE FISSO OPERATIVO NETTO	**4.321.148**	**6.979.227**	**6.704.521**	**5.796.442**
CAPITALE INVESTITO OPERATIVO NETTO	**7.378.045**	**10.194.294**	**12.277.216**	**10.817.595**
Partecipazioni	227	237	237	237
Altri Crediti di Natura Finanziaria	18.012	17.523	17.132	15.164
Capitale Investito di Tipo Finanziario	**18.239**	**17.760**	**17.369**	**15.401**
Immobilizzazioni in corso e acconti	153.606	146.959	197.871	4.417.281
Capitale Investito non Utilizzato nella Gestione	**153.606**	**146.959**	**197.871**	**4.417.281**
CAPITALE NON OPERATIVO NETTO	**171.845**	**164.719**	**215.240**	**4.432.682**
CAPITALE INVESTITO NETTO	**7.549.890**	**10.359.013**	**12.492.456**	**15.250.277**
Patrimonio Netto	**7.629.806**	**13.036.072**	**13.770.463**	**14.722.992**
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	**79.916**	**2.677.059**	**1.278.007**	**-527.285**

Fonte: riclassificazione propria basata sui Bilanci di Pakelo Motor Oil S.r.l.

Il prospetto riclassificato del capitale investito netto consente di analizzare in modo approfondito l'evoluzione della struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa nel periodo 2019–2022, evidenziando la composizione delle fonti e degli impieghi, nonché l'equilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi.

Il Capitale Circolante Operativo Netto mostra un andamento in crescita fino al 2021, con un picco di 5,57 milioni di euro, per poi registrare una lieve contrazione a 5,02 milioni nel 2022. Questo indicatore riflette l'equilibrio tra le attività operative caratteristiche, comprendendo i crediti commerciali e il magazzino e le passività operative, considerando i debiti commerciali e altri debiti di gestione.

Tale andamento è rappresentativo di una gestione attenta del capitale circolante, seppur con un aumento delle passività operative caratteristiche, che passano da -5 milioni nel 2019 a oltre -8,2 milioni nel 2022, indicando un maggiore ricorso a debiti verso fornitori, probabilmente per sostenere l'espansione operativa senza intaccare la liquidità.

Il Capitale Fisso Operativo Netto, che comprende le immobilizzazioni materiali e immateriali nette al netto delle passività gestionali e del trattamento di fine rapporto, evidenzia un andamento in crescita, da 4,3 milioni nel 2019 a quasi 5,8 milioni nel 2022. L'aumento è rilevante nel 2020 e nel 2021, anni in cui si registra un rafforzamento della struttura patrimoniale attraverso investimenti in asset strategici.

Questa crescita indica una politica di investimento volta al potenziamento delle capacità produttive e operative, coerente con l'espansione del fatturato osservata nello stesso periodo.

Il Capitale Investito Operativo Netto risulta in costante incremento, da 7,4 milioni nel 2019 a oltre 10,8 milioni nel 2022, evidenziando un'espansione del business supportata da un crescente impiego di risorse. Questo dato conferma una strategia aziendale orientata al consolidamento e alla crescita, attraverso un mix di investimenti in immobilizzazioni e in capitale circolante.

La sezione relativa al Capitale Investito Non Operativo (es. partecipazioni, crediti finanziari, immobilizzazioni non utilizzate nella gestione) si mantiene residuale nel corso degli anni, con un valore massimo di circa 0,43 milioni nel 2022. Questo indica che l'azienda è fortemente focalizzata sul core business, senza dispersioni di risorse in attività accessorie.

Il Capitale Investito Netto, che rappresenta il totale degli impieghi operativi e non operativi, è passato da 7,5 milioni nel 2019 a 11,2 milioni nel 2022, mostrando una crescita coerente con lo sviluppo industriale dell'impresa.

Contestualmente, il Patrimonio Netto è cresciuto in modo significativo, passando da 7,6

milioni a oltre 11,7 milioni, segnalando di una politica di autofinanziamento solida, sostenuta dalla redditività positiva e dall'accantonamento di utili.

Tabella 5: Dettaglio PFN degli anni 2019, 2020, 2021, 2022[87].

Dettaglio della posizione finanziaria netta:				
Disponibilità di cassa	5.691	4.775	3.889	2.354
Liquidità bancaria a breve o a vista	2.406.853	9.615.033	7.186.352	11.741.846
(Debiti verso banche a breve o a vista)	-928.197	-2.395.606	-1.601.498	-2.102.874
(Debiti Finanziari netti a breve termine)	**1.484.347**	**7.224.202**	**5.588.743**	**9.641.326**
(Debiti verso banche a medio / lungo termine)	-1.404.431	-4.547.143	-5.510.736	-11.361.977
(Debiti finanziari netti a medio / lungo termine)	**-1.404.431**	**-4.547.143**	**-5.510.736**	**-11.361.977**
Attività Finanziarie iscritte fra il Circolante	0	0	1.200.000	1.193.366
Attività Finanziarie Liquidabili	**0**	**0**	**1.200.000**	**1.193.366**

La Posizione Finanziaria Netta, ovvero l'indebitamento finanziario netto, mostra un'evoluzione interessante: dopo un picco di cassa nel 2020 pari a 2,7 milioni, essa si è progressivamente ridotta fino a registrare una indebitamento di 527 mila euro nel 2022. Un aspetto distintivo della struttura finanziaria di Pakelo riguarda il suo livello di liquità, che si caratterizza superiore rispetto alla media del settore dei lubrificanti. In un comparto fortemente legato all'approvvigionamento di materie prime strategiche, come il petrolio e i suoi derivati, disporre di cassa abbondante rappresenta un elemento cruciale per mantenere solidi rapporti con i fornitori. La capacità di presentarsi come partner finanziariamente affidabile consente infatti all'impresa di garantirsi continuità nelle forniture, anche in contesti di mercato instabili o caratterizzati da elevata volatilità dei prezzi. In questo senso, la disponibilità di liquidità non solo migliora la percezione di solidità aziendale, ma si configura come un vero e proprio strumento competitivo per assicurarsi condizioni favorevoli e priorità negli approvvigionamenti.

Il mantenimento di un'esposizione finanziaria significativa si traduce inevitabilmente in un peso rilevante degli oneri finanziari passivi, che incidono sui risultati economici. Pakelo, per rafforzare la propria posizione contrattuale nei confronti dei fornitori e garantire stabilità operativa, ha quindi accettato di sostenere un costo più elevato in termini di interessi, configurando un trade-off tra solidità finanziaria e redditività netta. Questo equilibrio riflette la specificità del modello gestionale della società, che privilegia

[87] Riclassificazione propria basata sui bilanci ufficiali.

la sicurezza e la reputazione nei rapporti con la filiera rispetto a un'immediata ottimizzazione dei margini economici.

Nel periodo compreso tra il 2019 e il 2022, l'analisi degli indici di bilancio dell'impresa consente di tracciare un quadro dettagliato della performance economico-finanziaria, con particolare riferimento alla redditività, all'efficienza gestionale, alla capacità di sviluppo e alla solidità della gestione monetaria.

Tabella 6: Indici di reddittività degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

Indici di redditività				
ROE	15,71%	23,45%	12,87%	12,40%
ROA	22,76%	37,03%	21,59%	18,63%
ROI	23,65%	38,14%	22,49%	24,41%
ROS	5,69%	10,47%	6,34%	6,09%

Per quanto riguarda gli indici di redditività, il Return on Equity (ROE), il quale misura la redditività del capitale proprio investito, si è mantenuto su livelli positivi lungo l'intero arco temporale, con un picco nel 2020 (23,45%) e una flessione nel biennio successivo, fino a raggiungere il 12,40% nel 2022. Tali valori suggeriscono una buona capacità dell'impresa di remunerare il capitale conferito dai soci, nonostante le naturali oscillazioni dovute alla congiuntura e alle dinamiche operative.
Anche il Return on Assets (ROA), indicatore della redditività complessiva degli attivi, conferma un profilo performante, passando dal 22,76% del 2019 al 29,15% del 2020, per poi assestarsi al 18,63% nel 2022, comunque in linea con gli standard di buona gestione. Il Return on Investment (ROI), che valuta l'efficienza dell'investimento operativo, ha seguito un andamento simile, dopo un massimo del 38,14% nel 2020, l'indice è calato nel 2021, per poi recuperare leggermente nel 2022 (24,41%). Il Return on Sales (ROS), che esprime il margine operativo in rapporto al fatturato, ha mostrato un comportamento più altalenante, infatti dal 5,69% del 2019 si è registrata una crescita nel 2020 (10,47%), seguita da una contrazione nei due anni successivi, tuttavia mantenendosi sopra il 6%.

Tabella 7: Indici di efficienza degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

Indici di efficienza				
TURNOVER	4,16	3,14	3,25	4,28
TURNOVER Immobilizzazioni nette	5,63	3,81	4,89	6,02
TURNOVER Circolante	10,03	9,96	7,16	9,23

Gli indici di efficienza riflettono la capacità dell'impresa di utilizzare al meglio le risorse disponibili per generare ricavi. Il Turnover del capitale investito, indicatore della

rotazione degli impieghi, è passato da 4,16 nel 2019 a 4,28 nel 2022, con un minimo nel 2020 (3,14), segno di una temporanea rigidità nell'impiego del capitale. Un andamento analogo ha caratterizzato il turnover delle immobilizzazioni nette, che misura la capacità degli asset durevoli di generare fatturato, il quale dopo un calo nel 2020 (3,81), ha raggiunto un livello elevato nel 2022 (6,02), evidenziando un utilizzo capace degli investimenti strutturali. Il turnover del capitale circolante ha, invece, manifestato una riduzione più contenuta, passando da 10,06 nel 2019 a 9,23 nel 2022.

Tabella 8: Indici di sviluppo degli anni 2020, 2021, 2022.

Indici di sviluppo				
Variaz. % Fatturato netto	non calc.	4,43%	24,54%	16,18%
Variaz. % Valore della produzione	non calc.	4,53%	25,76%	14,44%
Variaz. % Valore aggiunto	non calc.	23,52%	-0,89%	8,54%
Variaz. % Margine Operativo Lordo	non calc.	71,12%	-19,68%	16,18%

Sul fronte dello sviluppo, gli indicatori di crescita percentuale mostrano una traiettoria positiva nel triennio più recente. Il fatturato netto ha evidenziato incrementi costanti, aumentando del 4,43% nel 2020, del 24,54% nel 2021 e del 16,18% nel 2022. La variazione del valore della produzione ha seguito un evoluzione similare.
Il valore aggiunto ha registrato un importante miglioramento nel 2020 , registrando un +23,52%, seguito da una contrazione nel 2021 (–0,89%) e da una ripresa nel 2022 (+8,54%), sintomatica di un riassestamento fisiologico dopo un periodo di crescita sostenuta. Il margine operativo lordo ha mostrato una dinamica più volatile, con un incremento nel 2020 (+71,12%), un calo nel 2021 (–19,68%) e una successiva ripresa (+16,18%) nel 2022, segnale di una struttura dei costi sensibile alle variazioni nei volumi e nei prezzi.

Tabella 9: Variazioni del ciclo monetario degli anni 2019, 2020, 2021, 2022, in giorni.

Analisi del ciclo monetario (in base a dati puntuali)				
Dilazione media dei Crediti Commerciali	70,03	72,66	71,61	76,48
Durata media di giacenza delle scorte	27,84	24,28	28,78	28,89
Dilazione media dei Debiti Commerciali	-49,77	-42,24	-42,39	-54,27
Durata in giorni del ciclo monetario	48,09	54,70	58,00	51,10

Il ciclo monetario misura i giorni necessari affinché l'azienda trasformi gli esborsi per l'acquisto di fattori produttivi in incassi derivanti dalle vendite. È dato dalla somma della durata media dei crediti e della giacenza delle scorte, al netto della dilazione media dei debiti commerciali. Un valore ridotto segnala efficienza nella gestione del capitale

circolante, mentre un valore elevato implica maggiore fabbisogno di liquidità.
Nel quadriennio analizzato, l'azienda ha mostrato un ciclo monetario variabile, passando dai 48 giorni del 2019 ai 55 giorni nel 2020, giungendo al massimo di 58 giorni nel 2021, per poi diminuire a 51 giorni nel 2022. L'aumento osservato tra 2019 e 2021 è riconducibile a un incremento della dilazione concessa ai clienti, di fatto i crediti commerciali si sono prolungati da 70 a 71,6 giorni e a una lieve crescita delle scorte.
Nel 2022, la maggiore dilazione dei debiti verso fornitori (–54,27 giorni) ha favorito la contrazione del ciclo. Nel complesso, l'impresa presenta valori coesi a una gestione equilibrata del capitale circolante, rilevando, però, sensibilità ai rapporti di credito e debito commerciale.

Tabella 10: Indici finanziari degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

Analisi Finanziaria				
RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	-0,01	-0,21	-0,09	0,04
INDICE DI LIQUIDITA'	1,36	1,90	1,98	1,96
INDICE DI DISPONIBILITA'	1,68	2,13	2,31	2,24
INDICE DI GARANZIA	1,36	1,52	1,64	1,21
COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	1,88	2,22	2,49	2,33

Proseguendo con l'analisi finanziaria, si è calcolato il rapporto di indebitamento, che esprime il grado di leva finanziaria, misurando il peso dei debiti finanziari rispetto al patrimonio netto. Un valore superiore a zero indica prevalenza del capitale di terzi, mentre valori negativi scaturiscono da disponibilità finanziarie nette.
Nel caso in esame, l'indicatore varia vicino allo zero, da –0,01 nel 2019 a –0,21 nel 2020, con un leggero miglioramento nel 2021 (–0,09) e un ritorno in area positiva nel 2022 (0,04). Ciò sottolinea un profilo finanziario solido, caratterizzato da un basso ricorso all'indebitamento e da una posizione in alcuni esercizi addirittura di cassa netta.
L'indice di misura la capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni di breve termine con le attività correnti. Un valore superiore a 1 è segnale di equilibrio finanziario.
Nel quadriennio considerato, l'indicatore mostra valori sempre ampiamente superiori all'unità: 1,36 nel 2019, in crescita fino a 1,98 nel 2021, per poi stabilizzarsi a 1,96 nel 2022. L'aumento studiato riflette una buona gestione delle attività correnti e una progressiva riduzione del rischio di illiquidità.

L'indice di disponibilità depura l'attivo corrente dalle rimanenze, valutando la capacità di copertura dei debiti a breve con i crediti e disponibilità liquide (valori superiori a 1

indicano una condizione di equilibrio).
L'indicatore registra un costante miglioramento, da 1,68 nel 2019 fino a 2,31 nel 2021, con un lieve calo a 2,24 nel 2022. Questo trend indica una capacità di rimborso delle passività correnti senza la necessità di servirsi alla liquidazione delle scorte. La posizione appare dunque solida e riflette un buon grado di efficienza nella gestione della tesoreria.

L'indice di garanzia misura il rapporto tra attività e passività totali, indicando quante volte il patrimonio dell'impresa copre i debiti. Valori superiori a 1 testimoniano solidità patrimoniale.
Nel periodo analizzato, l'indicatore oscilla tra 1,36 nel 2019 e 1,64 nel 2021, per poi ridursi a 1,21 nel 2022. Pur rimanendo al di sopra della soglia critica, l'ultima variazione evidenzia una minore copertura dei debiti attraverso le attività complessive.

L'indice di copertura delle immobilizzazioni confronta le immobilizzazioni con le fonti durevoli (patrimonio netto e passività consolidate). Un valore superiore a 1 indica che le immobilizzazioni sono finanziate da risorse stabili, evitando squilibri finanziari.
L'impresa presenta valori sempre ben al di sopra dell'unità: da 1,88 nel 2019 fino a un massimo di 2,49 nel 2021, per poi ridursi leggermente a 2,33 nel 2022. Ciò sostiene un buon equilibrio strutturale, con immobilizzazioni coperte da capitali permanenti e un margine di sicurezza significativo.

Tabella 11: Indici dell'intensità del capitale degli anni 2019, 2020, 2021, 2022.

Analisi della intensità del capitale (in base a dati puntuali)				
Capitale investito netto / Fatturato	24,62%	32,35%	31,33%	32,92%
Capitale investito non operativo netto / Fatturato	0,56%	0,51%	0,54%	9,57%
Capitale investito operativo netto / Fatturato	24,06%	31,84%	30,79%	23,35%
Capitale circolante operativo netto / Fatturato	9,97%	10,04%	13,98%	10,84%
Capitale circolante caratteristico netto / Fatturato	14,29%	16,65%	17,49%	15,22%
Crediti commerciali netti / Fatturato	23,02%	23,89%	23,54%	25,15%
Magazzino / Fatturato	7,63%	6,65%	7,88%	7,91%
Debiti commerciali netti / Fatturato	-16,36%	-13,89%	-13,94%	-17,84%
Altre attività operative nette / Fatturato	0,91%	0,87%	1,72%	0,86%
Altre passività operative nette / Fatturato	-5,22%	-7,48%	-5,24%	-5,24%
Capitale fisso operativo netto / Fatturato	14,09%	21,80%	16,81%	12,51%
Attività operative fisse / Fatturato	17,77%	26,23%	20,43%	16,61%
Immobilizzazioni materiali nette / Fatturato	17,49%	26,06%	20,36%	16,51%
Immobilizzazioni immateriali nette / Fatturato	0,28%	0,17%	0,08%	0,10%
Passività operative fisse / Fatturato	-3,68%	-4,43%	-3,62%	-4,10%

L'intensità del capitale misura il rapporto tra capitale investito e fatturato, mostrando quante risorse sono necessarie per generare ricavi.

Il capitale investito netto/fatturato passa da 24,62% nel 2019 a 32,92% nel 2022, con un picco nel 2020 (32,35%). Ciò suggerisce una maggiore intensità di capitale, tipica di imprese che investono per sostenere la crescita. La dinamica riflette un aumento sia del capitale fisso operativo (tra il 14% e il 21% del fatturato) sia del capitale circolante caratteristico (tra il 14% e il 17%).
Particolarmente significativo è il peso dei crediti commerciali, che rappresentano oltre il 23% dei ricavi in tutto il periodo, che sottolinea la centralità della gestione dei rapporti con la clientela. Le scorte incidono invece in misura discreta (6–7%). I debiti commerciali, con valori negativi compresi tra –13,8% e –17,8% del fatturato, contribuiscono a finanziare una parte rilevante del capitale circolante.
Il capitale fisso operativo mostra una certa variabilità, crescendo fortemente nel 2020 (21,80%) per poi ridursi progressivamente fino al 12,51% nel 2022.
Le immobilizzazioni materiali nette rappresentano la componente prevalente delle attività fisse (tra il 16% e il 20% del fatturato), mentre le immateriali incidono in misura marginale (meno dello 0,3%).
L'analisi congiunta degli indici evidenzia un'impresa con una struttura patrimoniale solida, caratterizzata da un basso indebitamento, elevati margini di liquidità e una copertura delle immobilizzazioni garantita. Il ciclo monetario rimane entro valori gestibili, sostenuto da una buona capacità di negoziazione con fornitori e clienti.
L'intensità del capitale rammenta un modello operativo che richiede un livello significativo di risorse per generare fatturato, ma che appare equilibrato grazie al supporto di capitale fisso e alla stabilità delle fonti di finanziamento.

Analizzando l'andamento anno per anno, in merito all'anno 2020 i valori di bilancio consuntivi hanno evidenziato un fatturato di 32.018.135 euro, contro i 30.661.075 del 2019, registrando un incremento dei ricavi pari al 4,06% rispetto all'anno precedente. In particolare, l'aumento del fatturato nel mercato domestico è risultato pari allo 0,63%, mentre il mercato estero ha registrato una crescita significativamente più marcata, pari al 19,13%[88].
Con riferimento ai volumi di vendita, il mercato interno ha mantenuto una sostanziale stabilità, mentre a livello globale si è osservata una crescita rilevante, soprattutto nel contesto europeo. Pakelo Motor Oil è riuscita ad accrescere la propria quota di mercato,

[88] Pakelo Motor Oil S.r.l., "*Relazione sulla gestione*", 31 dicembre 2020.

facendo registrare un incremento complessivo dei volumi pari al 2,96% rispetto all'esercizio 2019: tale andamento ha confermato una sostanziale tenuta sul mercato nazionale e un'espansione marcata nei mercati internazionali, con un +18,7% rilevato nel resto del mondo.

L'incremento dei ricavi è risultato superiore rispetto alla crescita dei volumi. Tale fenomeno è riconducibile a due principali fattori: in primo luogo, si è verificata una rilevante modifica del mix di prodotti venduti rispetto all'anno precedente. Nello specifico, sono aumentati i volumi relativi a categorie di prodotto caratterizzate da un prezzo medio superiore rispetto alla media complessiva del portafoglio. Questa dinamica non ha avuto effetti negativi sul margine di contribuzione, ma ha determinato uno scostamento tecnico tra la crescita del fatturato e quella dei volumi. Inoltre, il maggiore frazionamento dell'offerta commerciale ha contribuito a ridurre il rischio derivante da eventuali contrazioni improvvise in specifici comparti di mercato, garantendo maggiore resilienza complessiva.

In secondo luogo, si è osservata una lieve revisione al ribasso dei prezzi medi di vendita tra il 2019 e il 2020, che ha parzialmente controbilanciato l'effetto positivo derivante dal nuovo mix di prodotti. Ciò ha generato un equilibrio tra i due effetti opposti, variazione qualitativa del portafoglio e riduzione dei prezzi medi, con impatti limitati sulla redditività complessiva.

Parallelamente, la Società ha concentrato i propri sforzi strategici sia sul consolidamento dei segmenti di mercato già serviti sia sullo sviluppo di nuove nicchie caratterizzate da una maggiore domanda di prodotti ad elevato contenuto tecnologico. In particolare, si è posta enfasi sulla crescita della linea di prodotti destinati alle trasmissioni, ritenuta strategica per rafforzare la presenza in ambiti applicativi altamente specializzati.

Un ruolo centrale nella crescita tecnologica ed economica di Pakelo Motor Oil è stato ricoperto dagli investimenti in Ricerca e Sviluppo, coerentemente con la visione di lungo periodo e la mission aziendale, orientata alla piena soddisfazione della clientela. Nel corso dell'esercizio 2020, il personale tecnico qualificato della società ha condotto importanti attività di ricerca e innovazione, finalizzate all'individuazione di soluzioni tecnologiche avanzate per sostenere lo sviluppo dei principali core business e per cogliere le opportunità emergenti in nuovi segmenti di mercato, tra cui il settore alimentare. Le attività di R&S si sono concentrate in particolare sullo sviluppo e sull'aggiornamento delle formulazioni relative agli oli per trasmissioni, ai fluidi destinati ai sistemi frenanti, ai

lubrificanti per applicazioni sportive ad alte prestazioni, nonché sull'adeguamento dei prodotti alle più recenti normative e specifiche internazionali, con particolare riferimento agli oli motore. Tali progetti hanno rappresentato un elemento chiave per mantenere elevati standard qualitativi e per presidiare i mercati più esigenti dal punto di vista tecnico.

In parallelo, sono stati approvati e implementati numerosi investimenti produttivi e logistici, coerenti con i principi dell'Industria 4.0. Tra questi si segnalano l'introduzione di manipolatori nei reparti produttivi, l'acquisto di carrelli elevatori dotati di sistemi di interscambio dati, la realizzazione di isole di produzione automatizzate e altre attrezzature innovative. Tali interventi hanno avuto come obiettivo il miglioramento dei processi di lean manufacturing e dell'efficienza logistica interna.

È stato inoltre autorizzato l'acquisto di un sistema software per la gestione del magazzino (*Warehouse Management System*), destinato a ottimizzare l'utilizzo degli spazi disponibili, facilitare l'individuazione dei prodotti in giacenza e migliorare la tracciabilità delle materie prime da impiegare nel ciclo produttivo.

Il MOL-EBITDA ha raggiunto nell'esercizio 2020 il valore di 4.052.366, registrando un incremento significativo rispetto al 2019 e superando anche il risultato del 2018, pari a 1.723.128 euro. Questo miglioramento si è potuto osservare grazie a una gestione efficace del rapporto tra ricavi e costi variabili, che ha consentito di ottimizzare il margine di contribuzione unitario in relazione all'andamento dei costi stessi.

Anche i costi fissi hanno contribuito positivamente al risultato complessivo: la società ha effettuato scelte oculate nelle diverse aree funzionali, posticipando alcuni investimenti a momenti di maggiore stabilità economica. Tale approccio ha generato uno scostamento favorevole, determinando un aumento del margine di contribuzione assoluto rispetto al 2019. L'effetto è stato ottenuto senza perdita di quote di mercato, anzi, Pakelo ha incrementato la propria presenza sui mercati esteri, beneficiando così di un importante effetto leva sul MOL complessivo.

Il risultato positivo del 2020 è stato inoltre sostenuto da fattori di tipo qualitativo, quali un rafforzamento della spinta commerciale verso prodotti ad alto valore aggiunto, un miglioramento dell'organizzazione interna e un'efficace ottimizzazione della capacità produttiva, che hanno permesso di incrementare l'efficienza complessiva.

Per quanto riguarda la componente finanziaria (al netto dell'effetto cambi), si è registrato un aumento dei costi finanziari rispetto all'esercizio precedente. Questo incremento è

dipeso principalmente dall'attivazione di nuovi finanziamenti, volti a garantire un'adeguata copertura finanziaria in previsione delle possibili criticità legate alla pandemia da Covid-19. Alcuni finanziamenti erano inoltre già in essere e destinati a coprire operazioni strategiche, quali l'acquisto di un nuovo terreno, l'esecuzione di opere di demolizione di fabbricati vetusti acquisiti nel 2018 e il reintegro parziale del capitale circolante, in particolare relativo a materie prime e merci in magazzino.
Tuttavia, nel corso del 2020, la società non ha dovuto ricorrere alle linee di credito a breve termine, grazie alla liquidità disponibile derivante dai nuovi finanziamenti, che si è rivelata sufficiente a fronteggiare le esigenze operative. Inoltre, Pakelo ha potuto beneficiare di condizioni economiche favorevoli nei servizi bancari, incluse nella voce B7 del conto economico.

Continuando l'analisi anno per anno, L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2021 ha registrato un fatturato di 39.874.349 euro (+25% circa, rispetto al 2020, dove il fatturato era di 32.018.135 euro) e un risultato positivo pari a 1.724.389 euro. Sul fronte commerciale, i ricavi hanno evidenziato un andamento molto dinamico: il fatturato domestico è cresciuto del 21,66%, mentre quello estero ha mostrato un incremento ancora più significativo, pari al 33,94%[89].
Anche i volumi di vendita hanno seguito un'evoluzione favorevole, con un aumento del 15,17% sul mercato interno e del 16,79% sui mercati internazionali. È interessante notare come la crescita del fatturato sia risultata più sostenuta rispetto all'incremento dei volumi, evidenziando quindi un effetto prezzo e mix particolarmente rilevante. Nel corso del 2021, infatti, l'impresa ha dovuto adeguare i listini per far fronte all'incremento dei costi delle materie prime, registrando un incremento medio dei prezzi di vendita che ha contribuito in maniera decisiva al risultato complessivo.
Contestualmente, si è verificata una modifica del mix prodotti venduti, infatti i volumi di vendita si sono spostati maggiormente verso le linee caratterizzate da un prezzo medio superiore rispetto al livello medio complessivo. Tale evoluzione non ha avuto impatti negativi sulla marginalità, ma ha determinato un differente scostamento tecnico tra la crescita dei ricavi e quella dei volumi. In altre parole, la maggiore incidenza di prodotti a prezzo elevato ha consentito di accrescere il fatturato in misura superiore rispetto ai soli

[89] Pakelo Motor Oil S.r.l., "*Relazione sulla gestione*", 31 dicembre 2021.

volumi venduti.

Un ulteriore elemento positivo riguarda la maggiore diversificazione dell'offerta. L'ampliamento del portafoglio prodotti, orientato a soddisfare segmenti di mercato specifici, ha permesso di ridurre il rischio derivante da eventuali contrazioni improvvise in determinati comparti, garantendo una maggiore stabilità complessiva.

Nel dettaglio, l'effetto mix di prodotto ha inciso sulla variazione del fatturato per circa il 2%, mentre l'aumento dei prezzi di vendita ha contribuito in misura più rilevante, stimabile tra il 7% e l'8%. La strategia commerciale perseguita ha mirato da un lato al consolidamento dei core business già presidiati e dall'altro allo sviluppo di nicchie di mercato caratterizzate da esigenze di elevata personalizzazione e da un più alto contenuto tecnologico, rafforzando così il posizionamento competitivo dell'impresa.

Come già precisato, la società ha adottato una politica di revisione dei prezzi di vendita con l'obiettivo di mitigare l'impatto derivante dal forte incremento dei costi delle materie prime. Attraverso tali adeguamenti, l'impresa è riuscita a compensare circa il 70% degli aumenti subiti. Questo processo di adeguamento si è svolto senza compromettere le quote di mercato già consolidate, segnalando una buona capacità di trasferire a valle i rincari dei costi mantenendo la competitività commerciale.

Sul fronte dell'innovazione, le attività di Ricerca e Sviluppo si sono concentrate sulle nuove esigenze derivanti dall'evoluzione tecnologica e dalla crescente attenzione alle tematiche ambientali. In tale ambito, la società ha sviluppato una gamma completa di lubrificanti "green", attualmente in fase di test presso un primario costruttore multinazionale di macchinari agricoli. Parallelamente, la crescente diffusione dei veicoli elettrificati ha stimolato la progettazione di fluidi per trasmissioni di nuova generazione, finalizzati ad aumentare l'efficienza e a garantire compatibilità con materiali innovativi come rame e polimeri tecnici.

Nel corso del 2021, particolare impegno è stato destinato al potenziamento del segmento industriale, attraverso investimenti specifici in marketing e con l'elaborazione di strategie commerciali mirate a rafforzare la rete nazionale e a migliorarne la capillarità. Queste iniziative si sono affiancate al mantenimento delle risorse destinate ai settori core business dell'azienda, assicurando un equilibrio tra consolidamento delle aree tradizionali e sviluppo di nuovi mercati. Inoltre, il reparto marketing è stato arricchito con strumenti digitali innovativi, volti a incrementare progressivamente la brand awareness e a rafforzare la visibilità del marchio sul mercato.

Durante l'esercizio è stato avviato un progetto di ampliamento del sito produttivo, con l'obiettivo di accrescere la capacità interna e migliorare l'efficienza dei processi. Il nuovo stabilimento sarà dotato di impianti e strumentazioni di ultima generazione, costituendo un passaggio strategico fondamentale per sostenere la crescita futura e consolidare la competitività dell'impresa nei mercati di riferimento.

Il Margine Operativo Lordo, pari a 3.254.725 euro, risulta leggermente inferiore rispetto a quello registrato nell'esercizio 2020 (4.025.366). Occorre tuttavia sottolineare che il dato relativo al 2020 aveva beneficiato in misura significativa di una condizione eccezionale determinata dal forte ribasso dei costi delle materie prime durante la fase di emergenza sanitaria, a fronte di prezzi di vendita rimasti sostanzialmente stabili. Nel 2021, tale divario si è progressivamente ridotto fino a scomparire, invertendo anzi la tendenza: i rincari delle materie prime non sono stati trasferiti integralmente e con la necessaria tempestività sui prezzi di vendita.

A questo fenomeno si è aggiunto l'aumento dei costi fissi, influenzati dall'ondata inflazionistica che ha interessato l'economia reale e che ha inciso anche su diverse voci operative a carattere ricorrente. Nonostante ciò, l'azienda ha perseguito una strategia volta al consolidamento e all'ampliamento delle proprie quote di mercato. Tale scelta, pur comprimendo temporaneamente la marginalità, ha rappresentato un investimento strategico per la stabilità e la sostenibilità futura, offrendo allo stesso tempo un potenziale margine di manovra nelle negoziazioni commerciali a beneficio della redditività negli esercizi successivi.

In prospettiva, l'ampliamento delle reti commerciali, sia a livello nazionale che internazionale, unitamente al rafforzamento della strategia di vendita focalizzata su prodotti ad elevati standard qualitativi, al miglioramento continuo dei processi organizzativi interni e alla riqualificazione della capacità produttiva, costituisce un fattore determinante per la crescita dei futuri margini operativi lordi.

Sul piano finanziario, al netto delle componenti derivanti da utili o perdite su cambi, si è registrato un incremento dei costi rispetto all'esercizio precedente. Tale aumento è riconducibile principalmente all'attivazione di nuovi finanziamenti, inizialmente destinati a fronteggiare un'eventuale crisi di liquidità conseguente alla pandemia. Sebbene tale scenario non si sia concretizzato, la liquidità addizionale è stata comunque impiegata in maniera strategica, da un lato, per rafforzare la capacità negoziale nei confronti dei fornitori attraverso pagamenti più rapidi che hanno consentito di ottenere condizioni

economiche vantaggiose, dall'altro, per incrementare le scorte di materie prime, anticipando gli aumenti dei prezzi che hanno successivamente caratterizzato i mercati internazionali.

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022 ha evidenziato un fatturato pari a 46.324.419 euro, in aumento rispetto ai 39.874.349 euro del 2021, e un utile netto di 1.765.890 euro. I risultati di bilancio a consuntivo mostrano una crescita del 16% dei ricavi rispetto all'anno precedente, con un incremento del 15% sul mercato domestico e del 21% sui mercati esteri[90].

In termini di volumi di vendita, l'andamento complessivo si è mantenuto sostanzialmente stabile rispetto al 2021: il mercato nazionale ha registrato una lieve contrazione (-1,41%), mentre quello estero ha segnato un incremento del 2,25%. La flessione osservata in Italia è stata imputabile quasi esclusivamente a un singolo cliente; sterilizzando questo effetto, infatti, il mercato interno avrebbe riportato un andamento positivo (+1,27%). Al netto di tale eccezione, sia sul fronte domestico che internazionale l'azienda ha rafforzato le proprie quote di mercato, sia nei segmenti già presidiati sia grazie all'acquisizione di nuova clientela.

Analogamente a quanto già osservato negli esercizi precedenti, l'incremento dei ricavi si è rivelato superiore a quello dei volumi. Tale dinamica è stata determinata da due fattori principali. In primo luogo, nel corso del 2022 si sono resi necessari ulteriori aumenti dei prezzi di vendita, in risposta al forte incremento dei costi delle materie prime. In secondo luogo, si è verificata una variazione del mix dei prodotti commercializzati rispetto all'anno precedente, con un incremento della quota di volumi relativi a linee caratterizzate da un prezzo medio superiore rispetto alla media complessiva del portafoglio.

Questa evoluzione del mix non solo non ha inciso negativamente sul margine di contribuzione, ma ha contribuito a rafforzarlo. Inoltre, l'ampiezza e la diversificazione dell'offerta hanno consentito all'impresa di ridurre l'esposizione a rischi connessi a improvvise contrazioni di domanda in singoli comparti settoriali. In termini quantitativi, la variazione del mix ha inciso sulla crescita del fatturato per circa il 2%, mentre gli incrementi dei prezzi di vendita hanno determinato un impatto stimato tra il 15% e il 16%.

La società ha continuato a consolidare la propria presenza nei settori di mercato già

[90] Pakelo Motor Oil S.r.l., "*Relazione sulla gestione*", 31 dicembre 2022.

presidiati, rafforzando i core business storici e, parallelamente, ha intrapreso un percorso di sviluppo in nicchie ad elevato contenuto tecnologico, dove la personalizzazione del prodotto rappresenta un elemento distintivo di competitività. Al 31 dicembre 2022 l'azienda è riuscita a recuperare integralmente, attraverso l'aumento dei prezzi di vendita, gli incrementi dei costi delle materie prime, senza tuttavia subire contrazioni nelle proprie quote di mercato. Ciò testimonia un solido posizionamento competitivo e la capacità di trasferire a valle parte delle pressioni inflazionistiche, preservando al contempo la propria base clienti.

Sul fronte dell'innovazione, l'attività di Ricerca e Sviluppo si è concentrata sulla formulazione di nuovi fluidi biodegradabili, destinati a comparti strategici come l'agricoltura, il movimento terra e l'industria. Tali prodotti sono concepiti non solo per equipaggiare macchinari di nuova generazione sviluppati in ottica "green", ma anche per favorire la conversione di impianti già esistenti, contribuendo così a un graduale miglioramento dell'offerta in termini tecnico-prestazionali e di sostenibilità ambientale e sociale.

Similmente, la società ha investito nella creazione di lubrificanti ad altissime prestazioni e resistenza meccanica, con l'obiettivo di estendere gli intervalli di sostituzione e ridurre i consumi, in particolare negli impieghi su trasmissioni automatiche e sistemi *retarder*. Contestualmente, sono state avviate analisi e progetti dedicati alla riduzione della *carbon footprint*, attraverso lo sviluppo di prodotti mirati a supportare la transizione ecologica.

Accanto a queste innovazioni, l'impresa ha mantenuto una forte attenzione al miglioramento continuo dei prodotti core, che hanno confermato riscontri positivi sia in termini di performance tecnica sia di accoglienza da parte del mercato. Un'ulteriore area di interesse è rappresentata dal comparto industriale e, in particolare, dai lubrificanti destinati ai macchinari per l'industria alimentare. Le recenti normative più stringenti in tema di sicurezza alimentare hanno infatti portato all'ampliamento della gamma con nuove formulazioni specifiche, progettate per ridurre il rischio di contaminazione dei prodotti finiti e garantire standard di sicurezza sempre più elevati.

Il MOL ha raggiunto nel 2022 un valore pari a 3.781.215 euro, in crescita rispetto ai 3.254.725 registrati nell'esercizio 2021. Questo miglioramento è stato reso possibile dal completo recupero degli incrementi nei costi delle materie prime, che avevano inciso pesantemente sui risultati dell'anno precedente. Parallelamente, l'azienda è riuscita a contenere l'impatto dell'aumento dei costi fissi, riportando la redditività operativa su

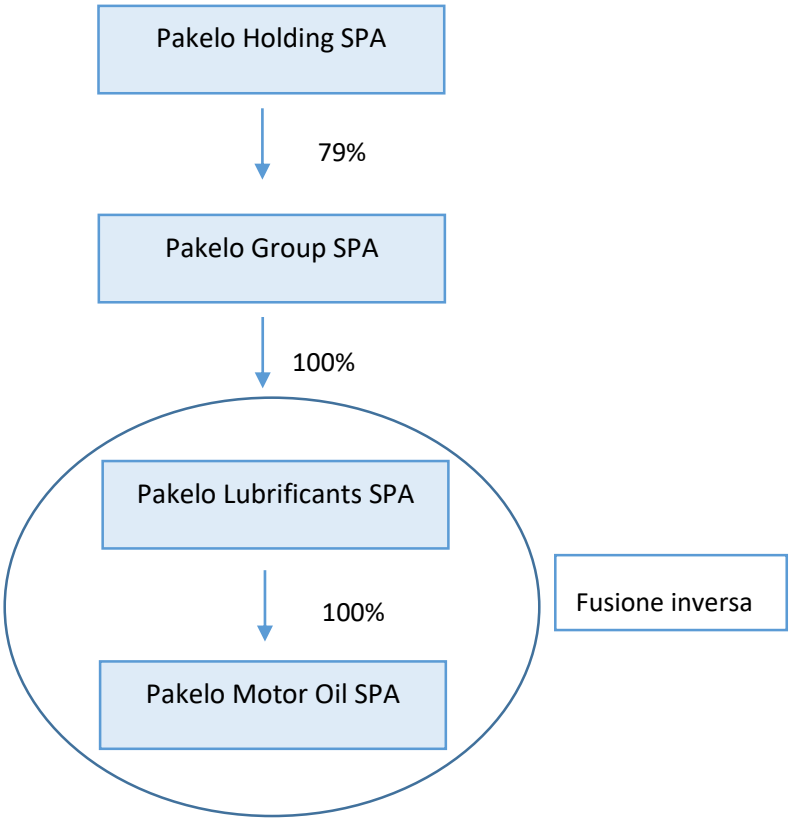
livelli prossimi a quelli registrati nel 2019, nonostante il contesto fortemente condizionato dalle dinamiche inflazionistiche.

Occorre tuttavia sottolineare che proprio la crescita dei costi operativi di natura fissa, dovuta in larga parte alla pressione inflazionistica, ha impedito di raggiungere i livelli di redditività obiettivati. Nonostante queste criticità, il 2022 ha rappresentato un anno strategico per il rafforzamento delle quote di mercato nei segmenti più rilevanti, elemento che ha contribuito a garantire maggiore stabilità prospettica e sicurezza nel medio-lungo termine. In prospettiva, la società si è posta come obiettivi il consolidamento e l'ampliamento delle proprie reti commerciali, sia a livello nazionale che internazionale, il rafforzamento del posizionamento nei mercati premium, il costante miglioramento dell'organizzazione interna e la riqualificazione della capacità produttiva attraverso investimenti mirati. Questi fattori costituiscono driver essenziali per la crescita futura dell'EBITDA e, più in generale, della redditività aziendale.

Per quanto riguarda la componente finanziaria, al netto delle poste legate a utili o perdite su cambi, si è registrato un incremento dei costi rispetto all'anno precedente. Tale aumento è principalmente riconducibile all'accensione di nuovi finanziamenti destinati a sostenere l'investimento nel nuovo sito produttivo, volto a potenziare la capacità interna e a rendere più efficiente il ciclo produttivo. A questi si sono aggiunti ulteriori finanziamenti a medio termine, attivati in anni precedenti, che hanno contribuito a garantire un'elevata disponibilità di liquidità. Quest'ultima è stata impiegata in maniera strategica sia per migliorare le condizioni di acquisto, ottenendo scontistiche vantaggiose tramite pagamenti più rapidi, sia per incrementare gli approvvigionamenti di materie prime, anticipando i successivi aumenti dei costi.

5.3 Il deal

Grafico 9: Struttura del gruppo.



In data 29 giugno 2023 sono state costituite Pakelo Holding S.p.A., Pakelo Group S.p.A. e Pakelo Lubricants S.p.A. con l'obiettivo di creare la catena societaria necessaria a sostenere l'acquisizione del 100% di Pakelo Motor Oil S.p.A., avvenuta in data 24 luglio 2023 e di divenire un punto di riferimento nel segmento dei lubrificanti premium.

Pakelo Holding S.p.A. detiene una partecipazione del 79,0% in Pakelo Group che detiene l'intero capitale sociale di Pakelo Lubricants S.p.A., veicolo finanziario che ha acquisito il senior financing finalizzato al pagamento del prezzo dell'acquisizione che, a sua volta, detiene il 100% di Pakelo Motor Pil S.p.A.

Grazie alle informazioni contenute nel Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023 di Pakelo Group S.p.A., si può risalire al prezzo pagato per l'acquisizione del 100% di Pakelo Motor Oil. Infatti, nell'attivo dello Stato Patrimoniale, sotto la voce Immobilizzazioni finanziarie è stato dichiarato un valore di Euro 22.250.200. La Nota Integrativa specifica che la voce

partecipazioni in imprese controllate comprende unicamente la partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale della Pakelo Lubrificants (la quale detiene il 100% di Pakelo Motor Oil).
Il fondo di private equity promosso da Alkemia per l'investimento e la valorizzazione di Pakelo Motor Oil è "Amarone", del valore di 50 milioni di euro.

5.3.1 La struttura del gruppo e la fusione

Pakelo Holding S.p.A. è una società per azioni costituita il 29 giugno 2023 e iscritta al Registro delle Imprese di Verona il 4 luglio dello stesso anno[91].
La sede legale è situata a San Bonifacio (VR), in Viale delle Fontanelle 54. La società opera come holding di partecipazioni (Codice ATECO 64.2), con l'obiettivo di assumere, gestire e coordinare partecipazioni in società ed enti già costituiti o costituendi. L'attività principale, quindi, non è industriale o commerciale diretta, ma riguarda il ruolo di capogruppo strategica finalizzata a garantire indirizzo, coordinamento e continuità gestionale delle controllate.
La società adotta un sistema di amministrazione tradizionale, con Amministratore Unico e Collegio Sindacale. L'Amministratore Unico è Luca Maurizio Duranti, nominato alla costituzione e in carica per tre esercizi.
Il Collegio Sindacale è composto da cinque membri, tre effettivi e due supplenti, con presidente Angelo Bugané e la revisione legale è affidata a PKF Italia S.p.A., società di revisione iscritta al registro nazionale.
Dal punto di vista patrimoniale, il capitale sociale sottoscritto e interamente versato ammonta a € 3.606.061, suddiviso in altrettante azioni.
La compagine sociale risulta concentrata su tre soggetti:

- Alkemia SGR S.p.A. (per conto del fondo Amarone), titolare di 3.000.000 di azioni, che rappresentano la quota maggioritaria;
- Banca IFIS S.p.A., con 600.000 azioni;
- LRW S.r.l., con una partecipazione residuale di 6.061 azioni.

[91] Visura ordinaria società di capitale - PAKELO HOLDING S.P.A., documento n. A C217B45XNL3DB003CC47, estratto dal Registro Imprese in data 17/02/2025.

L'oggetto sociale definito nello statuto conferma la natura di holding, con ampi poteri di indirizzo e coordinamento sulle società partecipate, incluse attività di carattere amministrativo, finanziario, tecnico e organizzativo. Sono inoltre previste funzioni di promozione e incentivazione degli interessi comuni tra la capogruppo e le controllate. L'amministratore unico dispone di pieni poteri di gestione ordinaria e straordinaria, con esclusione solo delle materie riservate per legge all'assemblea dei soci.
La distribuzione degli utili segue le regole ordinarie, quanto il 5% degli utili netti è destinato a riserva legale fino al raggiungimento del quinto del capitale sociale, mentre il residuo è distribuito secondo quanto deliberato dall'assemblea.

Pakelo Group S.p.A. è una società per azioni costituita il 29 giugno 2023 e iscritta al Registro delle Imprese di Verona il 4 luglio 2023[92].
La sede legale si trova a San Bonifacio (VR), Viale delle Fontanelle 54. La società risulta attiva, con codice fiscale e partita IVA 04985360231, ed è iscritta al REA di Verona con numero VR – 461336.
L'oggetto sociale prevede lo svolgimento delle attività tipiche di una holding di partecipazioni (Codice ATECO 64.2), con funzioni di indirizzo strategico, coordinamento e gestione delle società controllate. In particolare, lo statuto attribuisce a Pakelo Group il compito di assicurare continuità gestionale, coordinare le attività delle controllate in ambito organizzativo, amministrativo, tecnico e finanziario, promuovere gli interessi comuni e incentivare iniziative funzionali al conseguimento degli obiettivi condivisi. È inoltre prevista la possibilità di compiere operazioni strumentali e accessorie, incluse attività mobiliari, immobiliari, commerciali e finanziarie non riservate per legge.
La società adotta un sistema di amministrazione tradizionale basato su un Consiglio di Amministrazione e un Collegio Sindacale, con revisione legale affidata alla società di revisione PKF Italia S.p.A..
Il capitale sociale sottoscritto e interamente versato ammonta a € 4.500.000, suddiviso in 4.500.000 azioni.
La composizione della compagine sociale è la seguente:

- Pakelo Holding S.p.A. titolare di 3.555.000 azioni;
- Polacco Aldo con 225.000 azioni;

[92] Visura ordinaria società di capitale - PAKELO GROUP S.P.A., documento n. A C217B4BG574D570446F0, estratto dal Registro Imprese in data 17/02/2025.

- Polacco Italo Rino con 225.000 azioni;
- Polacco Alberto con 486.000 azioni;
- Dal Cero Luca con 9.000 azioni.

La distribuzione degli utili avviene secondo le regole statutarie: il 5% degli utili netti è destinato a riserva legale fino al raggiungimento del quinto del capitale sociale, mentre il residuo viene distribuito secondo delibera assembleare.
Il Consiglio di Amministrazione è composto da cinque membri, con mandato triennale, nel quale Lamberto Lambertini è il Presidente del CdA e rappresentante legale della società; Aldo Polacco, Consigliere; Alberto Polacco, Consigliere; Walter Gaiani, Consigliere; Luca Maurizio Duranti, Consigliere.
Il Consiglio di Amministrazione detiene tutti i poteri di gestione ordinaria e straordinaria, con facoltà di delegare ad amministratori delegati o procuratori determinati compiti. Alcune materie, tuttavia, sono riservate al CdA e non delegabili, come le modifiche significative del business, le operazioni straordinarie sopra i 5 milioni di euro, le nuove assunzioni di debito rilevante, le operazioni con parti correlate o decisioni di natura concorsuale.
La revisione legale è affidata a PKF Italia S.p.A., con sede a Milano in Viale Tunisia 50, iscritta al Registro dei Revisori Legali.
La durata della società è fissata fino al 31 dicembre 2050, con esercizi sociali chiusi al 31 dicembre di ciascun anno.

Pakelo Motor Oil S.p.A., è l'unità operativa con sede legale a San Bonifacio (VR) in Viale delle Fontanelle 54, è iscritta al Registro delle Imprese di Verona dal 1986, anno della sua costituzione. La società ha assunto l'attuale forma giuridica di S.p.A. nel 2024, a seguito di una trasformazione societaria deliberata il 22 dicembre 2023, con effetto dal 1° marzo 2024[93].
L'attività prevalente è la produzione e confezionamento di oli minerali e grassi (codice ATECO 19.20.2), cui si affiancano la commercializzazione di carburanti, antigeli, prodotti chimici e lubrorefrigeranti, nonché la possibilità di assumere contratti di agenzia, rappresentanza e partecipazioni societarie in Italia e all'estero.

[93] Visura ordinaria società di capitale - PAKELO MOTOR OIL S.P.A., documento n. A C215D0TWL94D570491ED, estratto dal Registro Imprese in data 28/01/2025.

Il capitale sociale ammonta a 2,5 milioni di euro, suddiviso in 2.500.000 azioni ordinarie dal valore nominale di 1 euro ciascuna, interamente sottoscritte e versate. La proprietà, fino a dicembre 2024, risultava in capo a Pakelo Lubricants S.p.A. (poi cancellata dal Registro Imprese), con un pegno sulle azioni costituito in favore di Banco BPM S.p.A.. Questo elemento è particolarmente significativo, poiché segnala l'eventuale utilizzo della leva finanziaria tipica delle operazioni di LBO, con i flussi di cassa della società operativa destinati a sostenere l'indebitamento contratto per l'acquisizione.
L'amministrazione della società è affidata a un Consiglio di Amministrazione composto da tre membri, con Alberto Polacco mantenuto in qualità di Presidente e Amministratore Delegato. Il sistema di governance adottato è quello tradizionale, con organo di controllo affidato al collegio sindacale, 3 sindaci effettivi e 2 supplenti e revisione legale a una società di revisione esterna. Le deleghe attribuite all'Amministratore Delegato risultano molto ampie e articolate: spaziano dalla gestione della sicurezza sul lavoro e tutela ambientale, alle operazioni bancarie e finanziarie, fino alla contrattualistica, al personale, alla proprietà intellettuale e ai rapporti con la pubblica amministrazione.
Alla data del 30 settembre 2024, Pakelo Motor Oil impiegava 76 addetti.

Pakelo Lubricants S.p.A. è stata costituita il 29 giugno 2023 e iscritta al Registro delle Imprese di Verona il 4 luglio 2023, con sede legale a San Bonifacio (VR), in Viale delle Fontanelle 54[94].
La società nasce come holding di partecipazioni (Codice ATECO 64.2), con la finalità di assumere, gestire e coordinare partecipazioni in società collegate o controllate, svolgendo funzioni di indirizzo strategico e di coordinamento organizzativo, amministrativo, tecnico e finanziario.
Il capitale sociale iniziale era fissato a 2.250.000 euro, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in 2.250.000 azioni. Socio unico della società risultava Pakelo Group S.p.A., a conferma della funzione strumentale della società nella riorganizzazione societaria del gruppo.
La governance era affidata a un Consiglio di Amministrazione composto da cinque membri, con Presidente Lamberto Lambertini e con la partecipazione di esponenti della famiglia Polacco (Aldo e Alberto Polacco), oltre a Walter Gaiani e Luca Maurizio Duranti.

[94] Visura ordinaria società di capitale - PAKELO LUBRICANTS S.P.A., documento n. A C215D11GV83DB0033B66, estratto dal Registro Imprese in data 28/01/2025.

Il controllo legale era affidato a PKF Italia S.p.A., mentre il Collegio Sindacale era guidato dal presidente Riccardo Ferrari e composto da ulteriori sindaci effettivi e supplenti.
Un aspetto cruciale riguarda la breve durata della società, infatti, Pakelo Lubricants è stata cancellata dal Registro delle Imprese il 19 dicembre 2024, a seguito di una fusione mediante incorporazione in Pakelo Motor Oil S.p.A.

Analizzando l'atto di fusione, in data 4 luglio 2023, Pakelo Lubricants S.p.A. ha acquistato l'intero capitale sociale di Pakelo Motor Oil S.p.A e di conseguenza, controllava di diritto la stessa.
Al fine di far fronte alle spese ed ai costi connessi all'acquisizione, Lubricants ha contratto in data 24 luglio 2023 un finanziamento per un importo di euro 13.500.000, garantito da pegno sulle azioni di Lubricants e sulle azioni di Pakelo, sottoscritto integralmente da parte di Banco BPM. Il finanziamento è articolato in una linea di euro 12.500.000,00 destinata a supportare il pagamento di parte delle spese e dei costi connessi all'acquisizione e in una linea di euro 1.000.000,00 destinata a finanziare il pagamento di eventuali earn-out[95].
In data 16 maggio 2024, i Consigli di Amministrazione di Pakelo e di Lubricants hanno deliberato di approvare il progetto di Fusione di Lubricants in Pakelo Motor Oil.
Gli amministratori hanno scelto di procedere con la fusione inversa per cui la controllata Pakelo Motor Oil S.p.A. incorpora la controllante Pakelo Lubricants S.p.A. in modo di mantenere in essere la società operativa Pakelo Motor Oil S.p.A. che ha mantenuto il proprio codice fiscale e partita iva in modo da ridurre al minimo i problemi ed i disagi amministrativi, burocratici derivanti da una operazione di fusione.
Il Progetto di fusione prevedeva che il capitale della controllante Pakelo Lubricants S.p.A. venisse annullato. Per cui, a seguito della fusione inversa la società controllata Pakelo Motor Oil S.p.A. aveva, nel proprio patrimonio, delle azioni proprie che sono state annullate e convertite in azioni poi assegnate all'unico socio dell'incorporante, ossia la Pakelo Group S.p.A. senza alcun conguaglio in denaro.
La fusione inversa tra Pakelo Lubricants S.p.A., costituita come veicolo societario in occasione dell'acquisizione, e Pakelo Motor Oil S.p.A., storica società operativa del gruppo, risponde a un'esigenza espressa dai finanziatori bancari che preferiscono finanziare il

[95] Clausola contrattuale, specialmente nelle acquisizioni aziendali, dove il pagamento del prezzo di vendita è diviso in una parte iniziale e una parte differita legata al raggiungimento di obiettivi futuri di performance.

soggetto che produce i flussi di cassa piuttosto che prevedere un meccanismo di rimborso mediante un'adeguata politica di dividendo. È così stata effettuata un'operazione di Leveraged Buy-Out. Nel significato più ampio, viene definita leveraged buy out una qualsivoglia acquisizione di impresa che lasci l'azienda acquisita con un rapporto di indebitamento più ingente di quanto non fosse prima dell'operazione di acquisto[96]. In tali operazioni, infatti, l'acquisizione viene realizzata tramite una holding dedicata che si indebita per finanziare l'acquisto della società target. Questa struttura, tuttavia, presenta un limite evidente: la holding non genera ricavi diretti e, di conseguenza, non dispone dei flussi necessari a garantire il servizio del debito contratto.

Per questa ragione, una volta completata l'operazione, si procede frequentemente a una fusione inversa tra il veicolo di acquisizione e la società target, così da trasferire il debito a livello della società operativa. In questo modo, i flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica della target possono essere utilizzati per il rimborso del debito contratto per la sua acquisizione, assicurando la sostenibilità finanziaria dell'operazione.

Nel caso specifico di Pakelo, la fusione inversa di Lubricants in Motor Oil ha permesso di allineare debito e capacità di rimborso, razionalizzando al contempo la struttura societaria e riducendo i costi amministrativi legati al mantenimento di veicoli non più necessari. La concentrazione del debito sulla società operativa ha inoltre reso la struttura più trasparente e facilmente leggibile per gli stakeholder finanziari, facilitando eventuali rifinanziamenti futuri e aumentando la credibilità del progetto industriale e finanziario alla base dell'investimento.

5.3.2 Il Piano Economico e Finanziario

Il Piano Economico e Finanziario 2024-2029 di Pakelo è disponibile in allegato alla Relazione dell'organo amministrativo pubblicata a supporto del progetto di fusione per incorporazione di Pakelo Lubrificants S.p.A..

Esso prevede una crescita significativa dei ricavi, sostenuta da un incremento dei volumi in pressoché tutti i segmenti di prodotto. In particolare, gli oli industriali, inclusi quelli per lavorazioni metalliche, sono attesi in aumento con un tasso annuo compreso tra il 10% e il 15%, mentre gli oli per trasmissioni automatiche dovrebbero registrare una crescita tra

[96] S.C. Diamond, *Leveraged Buy-outs*, Dow Jones-Irwin, Homewood (IL) 1985.

il 9% e il 13% l'anno. Rilevante appare l'espansione nel comparto dei grassi lubrificanti, prevista tra il 15% e il 20% annuo, e quella degli oli multifunzionali, soprattutto destinati al settore agricolo, con un incremento stimato tra il 6% e l'8% annuo. Una crescita costante è attesa anche per i prodotti "premium" della categoria oli motore, stimata tra l'8% e il 10% annuo, trainata principalmente dallo sviluppo del mercato estero, ancora in una fase iniziale di maturazione. Gli oli idraulici, inclusi quelli biodegradabili, dovrebbero crescere a un ritmo più contenuto, tra il 4% e il 5% annuo, mentre per i prodotti destinati al settore alimentare si stima un incremento del 14-15% l'anno.

Alla base di tali previsioni si collocano una serie di assunzioni strategiche che sostengono la crescita attesa. Un primo fattore riguarda il potenziamento della rete commerciale, con l'inserimento di nuove figure professionali in aree geografiche poco presidiate o caratterizzate da un'eccessiva concentrazione del fatturato su un unico agente. In questo modo sarà possibile ridistribuire le zone di competenza, massimizzando i ricavi e valorizzando il potenziale inespresso.

Un ulteriore driver di sviluppo sarà l'espansione sui mercati esteri, perseguita sia attraverso l'individuazione di nuovi clienti e rivenditori, sia tramite il rafforzamento delle relazioni con gli attuali distributori internazionali. In questa prospettiva, l'azienda intende avvalersi anche della collaborazione di nuovi procacciatori d'affari. Le aree prioritarie di espansione comprendono Stati Uniti, Indocina, India, Nord Africa, Argentina, Cina, Medio Oriente, Germania, Polonia e più in generale il Sud America. Parallelamente, si prevede di accrescere la presenza presso grandi clienti direzionali, con particolare riferimento agli oli motore e agli oli per trasmissione.

La strategia include ancora lo sviluppo degli attuali clienti del comparto industriale tramite operazioni di cross selling, con particolare focus sui prodotti idraulici e il potenziamento della gamma di grassi lubrificanti nei settori industriale, agricolo e del movimento terra, dove esiste ancora un margine di penetrazione stimato tra il 35% e il 40% presso la clientela già acquisita. Sul mercato domestico, l'azienda intende proseguire nel percorso di rafforzamento dei core business, con particolare attenzione alla trazione pesante, all'agricoltura, al movimento terra e all'automotive premium, concentrandosi in particolare sullo sviluppo di nuovi clienti nel canale diretto.

Un asse strategico fondamentale riguarda l'innovazione di prodotto. È previsto che il portafoglio sarà arricchito con nuove linee di oli hydrocarbon-free, fluidi per trasmissioni e motori elettrici, formulazioni biodegradabili con particolare attenzione al comparto

agricolo, prodotti long-for-life e soluzioni ad alta efficienza mirate alla riduzione delle emissioni. In questo modo, il piano si propone non solo di sostenere la crescita economica, ma anche di rispondere alle nuove sfide legate alla transizione ecologica e all'evoluzione tecnologica del settore.

Per quanto concerne i costi variabili, l'obiettivo del piano è alzare il differenziale prezzo/costo acquisti a 1,89 €/kg nel 2029 (l'obiettivo iniziale del 2023 di 1,69 €/kg è stato superato ottenendo un livello di 1,75 €/kg). II delta 2029/2023 è di 0,14 €/kg in 6 anni e rappresenta una crescita media annua di circa 0,02 €/kg / 0,03 €/kg abbondantemente in linea con il dato storico (nel periodo 2023/2020 la variazione è stata di circa 0,35 €/kg con una media di circa 0,08 €/kg / 0,09 €/kg annuo, ma con una incidenza di 0,26 €/kg tra il 2022 e il 2023). È prevista minimo una volta all'anno, una revisione dei prezzi e dei listini, in modo da garantire sempre il gap necessario, individuato nel piano, tra prezzi di vendita e costi variabili.

La crescita attesa dei volumi e del margine di contribuzione verrà sostenuta e migliorata dalla messa in funzione del nuovo impianto di miscelazione, che genererà un importante effetto leva operativa (miglioramento di efficienza e qualità produttiva). Il nuovo impianto di miscelazione triplicherà la capacità produttiva, garantirà marginalità nel medio termine e migliorerà il livello di servizio (lead time e flessibilità) per effetto anche di un insourcing parziale.

Il piano industriale 2024-2029 di Pakelo prevede un progressivo miglioramento dei margini, principalmente determinato dall'aumento di efficienza reso possibile dall'entrata in funzione del nuovo stabilimento produttivo. La struttura dei costi e la composizione della produzione sono attese in sostanziale continuità con gli esercizi precedenti, pur con alcune significative ottimizzazioni.

In primo luogo, l'incidenza dei prodotti finiti destinati alla rivendita resterà stabile attorno al 2% dei ricavi, così come il costo degli imballaggi a perdere, che si manterrà tra il 4% e il 5%. I costi delle materie prime e dei prodotti finiti continueranno a rappresentare la componente principale, con un'incidenza prevista tra il 45% e il 48% del valore dei ricavi. È tuttavia da sottolineare che la scelta strategica di orientarsi verso prodotti più performanti e a maggiore contenuto tecnologico comporterà l'acquisto di materie prime di qualità superiore, con un conseguente incremento dei costi unitari.

Sul piano dell'efficienza gestionale, il nuovo stabilimento consentirà di ridurre in maniera significativa il ricorso a lavorazioni esterne: l'incidenza di tali costi passerà infatti

dall'1,39% del fatturato del 2023 allo 0,81% stimato nel 2029. Analogamente, il costo del lavoro relativo alla produzione diretta diminuirà dal 2,14% all'1,86% del valore dei ricavi, grazie alle economie di scala garantite dai nuovi impianti di produzione e confezionamento. I costi generali di produzione diretta, pur aumentando in valore assoluto, cresceranno in misura meno che proporzionale rispetto all'andamento del fatturato, riducendo il loro peso dall'1,24% del 2024 allo 0,88% nel 2029.

Sul versante commerciale, il piano prevede una nuova politica provigionale mirata al contenimento dei costi. L'incidenza delle provvigioni rimarrà al di sotto del 2% dei ricavi, anche grazie al progressivo inserimento di nuove figure commerciali junior, caratterizzate da un livello provigionale inferiore rispetto ai venditori senior.

Infine, sono previste modifiche significative nell'organizzazione della logistica esterna. L'azienda si orienterà verso una maggiore terziarizzazione delle consegne, con un minor utilizzo dei mezzi propri, al fine di garantire maggiore flessibilità e rapidità nelle consegne ai clienti, rispondendo così in maniera più efficiente alle esigenze del mercato.

L'incremento dei costi legati al lavoro indiretto è principalmente finalizzato al potenziamento della funzione commerciale e delle altre aree aziendali diverse dalla produzione. Tali costi si prevede cresceranno progressivamente, fino a raggiungere circa 700 mila euro nel 2029, in conseguenza di due nuove assunzioni, tra cui un manutentore interno già inserito a fine 2023, oltre al riconoscimento di piani di crescita retributiva per figure con responsabilità.

Anche l'area del laboratorio e dell'ufficio tecnico registrerà un incremento complessivo pari a circa 180 mila euro nel periodo di piano, legato a due nuove assunzioni, una per reparto. Per l'area commerciale, sia diretta che indiretta è previsto un incremento complessivo di circa 450 mila euro, dovuto all'inserimento di sette nuove risorse. L'area amministrativa e le funzioni trasversali vedranno invece un aumento dei costi pari a circa 420 mila euro nell'arco del piano, sostenuto da quattro nuove assunzioni e dal riconoscimento di percorsi di crescita retributiva a figure chiave.

Tra gli altri costi fissi, è previsto un incremento correlato alla maggiore presenza commerciale: le spese generali amministrative resteranno sostanzialmente stabili nel periodo, mentre le spese generali commerciali aumenteranno di circa 175 mila euro al 2029 rispetto al 2023, per effetto di maggiori investimenti in fiere, eventi, attività promozionali, pubblicità e spese di rappresentanza. I costi di produzione indiretti, invece, avranno natura semi-fissa e resteranno sostanzialmente invariati lungo l'orizzonte del

piano.

Un impatto particolarmente rilevante deriverà infine dagli ammortamenti, che cresceranno sensibilmente a partire dal 2024, per poi raggiungere la piena espressione dal 2025, in conseguenza dell'ultimazione dei lavori di ampliamento e degli investimenti effettuati.

Il piano industriale prevede che il delta Capex 2024, relativo all'ampliamento dello stabilimento e al netto degli acconti già sostenuti negli anni passati, ammonta a circa 800 mila euro. L'investimento complessivo previsto per l'intervento si attesta intorno ai 10 milioni di euro. Risulta confermato l'acquisto del marchio Pakelo, cui si aggiunge l'investimento in una nuova linea di riempimento automatica per imballi di piccola capacità (da 1 a 5 litri), finalizzata a incrementare efficienza e flessibilità produttiva.

Per il 2025, invece, si sono previsti interventi, quali l'adeguamento sismico dello stabilimento esistente e l'ampliamento della superficie coperta tramite tettoie esterne, oltre all'acquisizione di un nuovo software gestionale già programmato.

Nel 2026 il piano considera la dismissione dei serbatoi interrati e la realizzazione di un nuovo sistema di stoccaggio per i prodotti finiti sfusi destinati alla linea di riempimento, con installazione di serbatoi fuori terra, opere edili annesse e interventi di impermeabilizzazione. Quest'ultima operazione si è resa necessaria in seguito agli esiti della due diligence ambientale. Resatano programmati investimenti ordinari sulle immobilizzazioni per un valore medio annuo compreso tra 600 e 800 mila euro.

Sul fronte finanziario, è prevista l'erogazione della linea di credito dedicata al pagamento dell'Earn Out, concessa dal Banco BPM, con un valore massimo di 1 milione di euro, piano di ammortamento a quote crescenti e scadenza fissata per il 2028. Il piano incorpora inoltre l'evoluzione della linea di credito aggiuntiva e i relativi oneri finanziari.

Ad aprile 2024 la società ha sottoscritto due ulteriori linee di credito per un importo complessivo di 4,3 milioni di euro, destinate a supportare l'acquisto del marchio e i nuovi investimenti. I piani di rimborso sono articolati su cinque esercizi: la prima linea prevede un periodo di preammortamento di sei mesi con rimborso mensile a quote costanti, mentre la seconda stabilisce un rimborso trimestrale a quote crescenti. Entrambe giungeranno a scadenza nell'aprile 2029. Anche in questo caso, il piano incorpora l'evoluzione dei finanziamenti e i relativi costi finanziari.

Non sono previsti ulteriori nuovi finanziamenti nel periodo 2025–2029. A partire dal

2025, invece, è programmata una distribuzione di dividendi annuali pari a circa 250 mila euro.

Tabella 12: CE Prospettico degli anni 2024-2029, dati in €/000[97].

Conto Economico Prospettico	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ricavi totali	55.196	60.201	66.362	73.100	78.678	84.594
YoY	7,90%	9,10%	10,20%	10,20%	7,60%	7,50%
Costo del Venduto	-39.894	-44.227	-48.714	-53.875	-58.292	-63.254
% Costo del Venduto	-72,30%	-73,50%	-73,40%	-73,70%	-74,10%	-74,80%
Margine Industriale	15.303	15.974	17.648	19.225	20.386	21.340
% Industrial Margin	27,70%	26,50%	26,60%	26,30%	25,90%	25,20%
Totale Costi Commerciali	-4.621	-4.636	-4.915	-5.339	-5.691	-5.907
Totale Costi Amministrativi	-2.155	-2.281	-2.360	-2.608	-2.610	-2.743
Accantonamento/Perdite Crediti	-65	-71	-78	-86	-92	-93
Ebitda	8.462	8.987	10.295	11.192	11.993	12.580
Ebitda margin %	15,30%	14,90%	15,50%	15,40%	15,20%	14,90%
Ammortamenti	-1.397	-2.011	-2.157	-1.821	-1.878	-1.910
Ebit	7.065	6.976	8.138	9.451	10.115	10.680
Ebit margin %	12,80%	11,60%	12,30%	12,90%	12,90%	12,60%
Proventi ed oneri finanziari	-1.437	-1.290	-1.045	-801	-554	-293
Proventi ed oneri straordinari	134	220	215	209	204	199
Imposte	-1.823	-1.908	-2.355	-2.849	-3.028	-3.279
Risultato d'esercizio	3.940	3.998	4.953	6.010	6.737	7.306

L'analisi del Conto Economico prospettico indica una traiettoria di crescita sostenuta dei ricavi, che passano dai 55,2 milioni di euro stimati per il 2024 agli oltre 84,6 milioni previsti per il 2029. Tale evoluzione riflette le ipotesi di sviluppo formulate dal management, le quali presuppongono un incremento costante delle vendite, con tassi di crescita annuali compresi tra il 7% e il 10%. L'espansione prospettata risulta coesa all'obiettivo di rafforzamento della presenza sul mercato e con le strategie di estensione della capacità produttiva e commerciale.

Dal punto di vista reddituale, il margine industriale si mantiene su livelli elevati (tra il 25% e il 28%), a conferma della solidità del modello di business.

L'EBITDA, in linea con l'andamento del margine industriale, cresce da 8,5 milioni nel 2024 a 12,6 milioni nel 2029, con un margine che varia tra il 14,9% e il 15,5%.

Sul piano operativo, l'Ebit registra un progressivo incremento, passando da 7,1 milioni nel 2024 a circa 10,7 milioni nel 2029, con una marginalità stabile al di sopra del 12%. Gli oneri finanziari si riducono nel quinquennio, in conseguenza di un consolidamento della

[97] *Relazione dell'organo amministrativo,* pubblicata a supporto del progetto di fusione per incorporazione di Pakelo Lubrificants S.p.A.

struttura patrimoniale e di una minore incidenza dell'indebitamento. Questo effetto, unitamente alla crescita dell'EBIT, determina un aumento significativo del risultato ante imposte, EBT, che giunge i 10,6 milioni nel 2029.

Il risultato netto, di conseguenza, quasi raddoppia nel periodo considerato, passando da 3,9 milioni a oltre 7,3 milioni. Tale progressione rispecchia le ipotesi formulate dal piano industriale, il quale prospetta una crescita equilibrata e sostenibile, caratterizzata da un aumento durevole dei ricavi associato a una redditività operativa stabile.

Tabella 13: SP Prospettico degli anni 2024-2029, dati in €/000[98].

Stato Patrimoniale Prospettico	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Immobilizzazioni immateriali	18.854	19.122	18.958	18.799	18.633	18.462
di cui Disavanzo di Fusione	14.625	14.625	14.625	14.625	14.625	14.625
di cui Marchio	4.205	4.119	4.033	3.947	3.862	3.776
Immobilizzazioni finanziarie	180	165	149	134	118	102
Immobilizzazioni materiali	17.705	17.214	16.996	16.181	15.294	14.351
Totale immobilizzazioni	36.740	36.500	36.103	35.113	34.046	32.915
Rimanenze	4.787	5.181	5.676	6.177	6.620	7.073
Debiti v/fornitori	-7.716	-8.531	-9.388	-10.387	-11.287	-12.283
Crediti v/clienti	13.101	14.220	15.647	17.234	18.537	19.951
Capitale Circolante Operativo	10.171	10.870	11.934	13.024	13.870	14.742
Altri debiti	-2.594	-2.465	-2.689	-2.626	-2.201	-2.155
Altri crediti	1.211	705	238	261	276	298
Totale Capitale Circolante Netto	8.788	9.110	9.482	10.659	11.946	12.885
Fondo rischi e oneri	-299	-257	237	-248	-260	-273
Fondo TFR	-1.268	-1.326	-1.371	-1.395	-1.432	-1.492
Totale fondi	-1.566	-1.593	-1.608	-1.643	-1.692	-1.765
Capitale Investito Netto	43.962	44.017	43.978	44.128	44.300	44.035
Patrimonio Netto	22.995	26.732	31.423	37.172	43.649	50.694
Cassa	2.644	1.403	1.337	2.959	5.396	10.142
Debiti bancari Pakelo	-23.611	-18.689	-13.892	-9.915	-6.048	-3.484
Posizione Finanziaria Netta	-20.967	-17.286	-12.555	-6.956	-652	6.658

L'analisi dello stato patrimoniale prospettico disegna lo sviluppo della struttura finanziaria e patrimoniale della società lungo gli anni considerati. Le immobilizzazioni totali rivelano una progressiva riduzione, passando da 36,7 milioni di euro nel 2024 a 32,9 milioni nel 2029. Questo andamento deriva dall'ammortamento delle attività immateriali e materiali.

Il capitale circolante operativo cresce in maniera costante, passando da 10,2 milioni a 14,7

[98] *Relazione dell'organo amministrativo*, pubblicata a supporto del progetto di fusione per incorporazione di Pakelo Lubrificants S.p.A.

milioni, riflettendo l'aumento strutturale dei crediti verso clienti e delle rimanenze, connesso al previsto incremento dei volumi di attività. Tale andamento è parzialmente bilanciato dalla crescita dei debiti verso fornitori, con la conseguenza che il capitale circolante netto rimane discreto e oscilla attorno a valori adiacenti alla neutralità, tra -299 mila e -273 mila euro nel periodo.

Il capitale investito netto si mantiene in crescita, aumentando da circa 44 milioni nel 2024 a oltre 50 milioni nel 2029, mostrando un rafforzamento della dimensione patrimoniale. Il patrimonio netto registra una crescita, passando da 23 milioni a oltre 50 milioni nello stesso arco temporale.

La dinamica prospettica della Posizione Finanziaria Netta evidenzia un deterioramento della cassa aziendale. Nel 2024 la società prevede una posizione finanziaria negativa pari a 20,9 milioni di euro di debito. Tuttavia, nel corso del piano industriale si osserva una costante erosione di tale debito, in quanto l'indebitamento si riduce anno dopo anno, transitando a 17,3 milioni nel 2025, 12,6 milioni nel 2026 e 7 milioni nel 2027, fino quasi ad azzerarsi nel 2028 (+652 mila euro). Nel 2029 la situazione si inverte, con il ritorno ad una posizione di cassa pari a 6,7 milioni di euro.

5.4 Performance economico-finanziarie dopo l'ingresso di Alkemia

Tabella 14: CE riclassificato degli anni 2023 e 2024.

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO IN FORMA DI VALORE AGGIUNTO		
	31-dic-23	31-dic-24
FATTURATO NETTO	**50.791.325**	**52.084.292**
Incremento (riduzione) magaz. prodotti	386.277	349.185
VALORE DELLA PRODUZIONE	**51.177.602**	**52.433.477**
- Consumi di materiali per la produzione	289.379	-232.024
- Consumi di altri beni non ripartibili	-33.274.198	-32.177.394
(Consumi)	**-32.984.819**	**-32.409.418**
- Costi per altri servizi non ripartibili	-5.399.009	-4.938.908
(Costi per servizi di terzi)	**-5.399.009**	**-4.938.908**
(Oneri di gestione)	**-432.372**	**-398.414**
VALORE AGGIUNTO	**12.361.402**	**14.686.737**
- Costi del personale non ripartibili e altri costi assimilati	-5.539.417	-5.778.008
(Costi del personale)	**-5.539.417**	**-5.778.008**
MARGINE AL LORDO COSTI BENI UTILITA' RIPETUTA	**6.821.985**	**8.908.729**
- Leasing e Affitti per altri servizi non ripartibili	-387.736	-403.902
(Leasing e Affitti)	**-387.736**	**-403.902**
Proventi / (Oneri) diversi	**508.269**	**498.983**
MARGINE OPERATIVO LORDO	**6.942.518**	**9.003.810**
(Ammortamenti e sval. imm. materiali)	-701.935	-1.251.898
(Ammortamenti e sval. imm. immateriali)	-15.255	-1.936.988
(Accantonamenti)	-60.132	-57.273
(Totale Ammortamenti e Accantonamenti)	**-777.322**	**-3.246.159**
REDDITO OPERATIVO	**6.165.196**	**5.757.651**
(Oneri finanziari)	-332.707	-1.381.221
Proventi finanziari	75.662	114.773
(Perdite) / Utili su cambi	1.457	232
Proventi / (Oneri) Finanziari Netti	**-255.588**	**-1.266.216**
UTILE CORRENTE	**5.909.608**	**4.491.435**
(Imposte)	**-1.691.026**	**-1.759.166**
UTILE NETTO	**4.218.582**	**2.732.269**

Il conto economico riclassificato mostra le prestazioni economiche dell'impresa nel biennio 2023–2024, post-acquisizione, consentendo una valutazione della capacità dell'azienda di generare valore attraverso l'attività operativa.

L'analisi del conto economico riclassificato mette in luce un potenziamento significativo delle performance economiche di Pakelo nel biennio successivo all'ingresso di Alkemia.
Il fatturato netto è cresciuto da 50,8 milioni di euro nel 2023 a 52,1 milioni di euro nel 2024, segnando un incremento del 2,5%. A tale risultato ha contribuito anche la gestione delle rimanenze, che ha determinato un aumento del valore della produzione da 51,2 milioni a 52,4 milioni di euro. L'evoluzione manifesta sia la tenuta della domanda interna che il consolidamento nei mercati esteri, coerentemente con la strategia di rafforzamento della presenza internazionale seguita sotto Alkemia.
Sul fronte dei costi, i consumi di materiali hanno registrato una riduzione nel 2024, -32,4 milioni contro i -33,3 milioni del 2023. Anche i costi per servizi di terzi emergono in diminuzione, da -5,4 a -4,9 milioni, a dimostrazione del processo di ottimizzazione dei costi operativi.
Il valore aggiunto fa risaltare un incremento, dai 12,4 milioni del 2023 ai 14,7 milioni nel 2024 (+18,8%).
I costi per il personale crescono meno proporzionalmente rispetto all'aumento del valore aggiunto. Ne deriva un incremento del margine al lordo dei costi di utilità ripetuta, che passa da 6,8 milioni a 8,9 milioni di euro, con un progresso del 30,6%.
Il MOL sale da 6,9 milioni nel 2023 a 9 milioni nel 2024 (+29,7%), confermandosi come indicatore dell'efficienza operativa dell'impresa. Questo miglioramento compare come il risultato sia delle azioni manageriali introdotte da Alkemia, volte alla razionalizzazione dei costi e all'ampliamento dei volumi in segmenti a maggiore marginalità, sia della capacità di Pakelo di trasferire parzialmente gli aumenti dei costi a valle tramite un riposizionamento dei prezzi.
Il dato sugli ammortamenti e accantonamenti cresce in modo rilevante (da -0,78 milioni a -3,25 milioni), a causa degli investimenti fatti sul nuovo sito produttivo e sull'adeguamento tecnologico degli impianti. Ne risulta una contrazione del reddito operativo, che passa da 6,2 milioni nel 2023 a 5,8 milioni nel 2024 (-6,6%).
La gestione finanziaria mostra un peggioramento, con oneri netti in crescita da -0,26 milioni a -1,27 milioni, dovuto principalmente all'aumento dell'indebitamento connesso

ai nuovi finanziamenti contratti per sostenere il piano di crescita industriale.

L'utile netto si attesta a 2,7 milioni di euro nel 2024, in calo rispetto ai 4,2 milioni del 2023, -35,2%. La riduzione è una conseguenza dell'aumento degli ammortamenti e degli oneri finanziari, più che di una contrazione della redditività caratteristica. In effetti, il miglioramento del MOL testimonia la solidità della gestione operativa, mentre l'impatto delle componenti straordinarie e finanziarie appare temporaneo e legato al ciclo di investimento.

Tabella 15: SP riclassificato degli anni 2023 e 2024[99].

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO IN FORMA GESTIONALE		
	31-dic-23	31-dic-24
Crediti commerciali netti	11.238.703	10.689.558
Magazzino netto	4.346.164	4.571.411
Attività Operative Caratteristiche	**15.584.867**	**15.260.969**
(Debiti Commerciali netti)	-7.916.938	-7.187.374
(Passività Operative Caratteristiche)	**-7.916.938**	**-7.187.374**
CAPITALE CIRCOLANTE CARATTERISTICO NETTO	**7.667.929**	**8.073.595**
Altri crediti vari operativi	454.453	1.483.707
Altre Attività Operative	**454.453**	**1.483.707**
(Altri debiti operativi netti)	-3.114.286	-3.434.568
(Altre Passività Operative)	**-3.114.286**	**-3.434.568**
CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	**5.008.096**	**6.122.734**
Immobilizzazioni materiali nette	12.748.550	17.656.293
Immobilizzazioni immateriali nette	33.334	18.710.845
Attività Fisse Operative	**12.781.884**	**36.367.138**
(Fondi Rischi ed Oneri di Natura Gestionale)	-324.692	-206.368
(Fondo Trattamento di Fine Rapporto ed equivalenti)	-1.420.720	-1.407.562
(Passività Fisse Operative)	**-1.745.412**	**-1.613.930**
CAPITALE FISSO OPERATIVO NETTO	**11.036.472**	**34.753.208**
CAPITALE INVESTITO OPERATIVO NETTO	**16.044.568**	**40.875.942**
Partecipazioni	237	237
Altri Crediti di Natura Finanziaria	8.522	590
Capitale Investito di Tipo Finanziario	**8.759**	**827**
Immobilizzazioni in corso e acconti	3.787.760	4.000
Capitale Investito non Utilizzato nella Gestione	**3.787.760**	**4.000**
CAPITALE NON OPERATIVO NETTO	**3.796.519**	**4.827**
CAPITALE INVESTITO NETTO	**19.841.087**	**40.880.769**
Patrimonio Netto	**19.019.142**	**22.927.777**
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	**-821.945**	**-17.952.992**

[99] Riclassificazione personale basata sui bilanci ufficiali.

Il prospetto riclassificato del capitale investito netto permette di studiare l'evoluzione della struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa nel periodo 2023–2024, rilevando la composizione delle fonti e degli impieghi, nonché l'equilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi.

Il capitale circolante operativo netto, che rappresenta la differenza tra attività e passività operative di breve termine, registra una crescita da 5,0 milioni di euro nel 2023 a 6,1 milioni nel 2024. Questo aumento rinvia ad un aumento delle attività operative caratteristiche, in particolare del magazzino netto (da 4,3 a 4,6 milioni), bilanciato da una riduzione dei crediti commerciali netti, da 11,2 a 10,7 milioni. Dal lato delle passività, i debiti commerciali sono stabili a 7,9 milioni circa. L'andamento suggerisce una gestione equilibrata del circolante.

La componente di capitale fisso operativo netto muta da 11,0 milioni nel 2023 a 34,8 milioni nel 2024. Tale evoluzione deriva dall'aumento delle immobilizzazioni materiali nette, da 12,7 a 17,7 milioni e delle immobilizzazioni immateriali nette, che crescono esponenzialmente, da 33 mila euro a 18,7 milioni. Quest'ultimo dato riflette il valore del marchio.

Nel complesso, il capitale investito operativo netto passa da 16,0 milioni di euro nel 2023 a 40,9 milioni nel 2024, raddoppiando. Si testimonia, così, la fase di crescita e di ristrutturazione industriale, con investimenti adibiti a al sostegno dello sviluppo futuro dell'impresa, in linea con i piani industriali del fondo Alkemia.

La componente di capitale non operativo netto, costituita da poste di natura finanziaria e immobilizzazioni non legate alla gestione caratteristica, passa da 3,8 milioni nel 2023 a soli 4,8 mila euro nel 2024. La variazione comunica un maggiore focus sulle attività strettamente operative, avviso di un orientamento verso l'efficienza gestionale.

Il patrimonio netto cresce da 19,0 milioni di euro nel 2023 a 22,9 milioni nel 2024, grazie alla generazione di utili e alla politica di rafforzamento della base patrimoniale.

Tabella 16: Dettaglio PFN degli anni 2023 e 2024.

Dettaglio della posizione finanziaria netta:		
Disponibilità di cassa	5.348	5.169
Liquidità bancaria a breve o a vista	10.700.555	8.877.873
(Debiti verso banche a breve o a vista)	-2.138.061	-5.445.441
(Debiti Finanziari netti a breve termine)	**8.567.842**	**3.437.601**
(Debiti verso banche a medio / lungo termine)	-9.389.787	-21.390.593
(Debiti finanziari netti a medio / lungo termine)	**-9.389.787**	**-21.390.593**

La posizione finanziaria netta muta da -0,8 milioni nel 2023 a -18 milioni nel 2024, individuando un forte indebitamento. La liquidità rimane a un livello elevato. Come già precisato questa posizione riflette una particolare logica aziendale. Né si evince che Alkemia non è riuscita nell'intento di portare un concetto finanziario più equilibrato all'amministratore e a ridurre la liquidità.

Tabella 17: Indici di reattività degli anni 2023 e 2024.

Indici di redditività		
ROE	22,18%	13,03%
ROA	29,78%	14,79%
ROI	38,43%	20,23%
ROS	12,14%	11,05%

Gli indici di redditività mostrano un ridimensionamento della performance nel 2024 rispetto al 2023. Il ROE diminuisce dal 22,18% al 13,03%, segnalando una contrazione della capacità dell'impresa di generare ritorni sul capitale proprio. La riduzione, pur mantenendosi su valori positivi, indica un rallentamento della crescita della redditività per gli azionisti.

Il ROA segue un trend simile, diminuendo dal 29,78% al 14,79%, con un dimezzamento della redditività complessiva degli asset impiegati. Ciò evidenzia un utilizzo meno efficiente delle risorse, legato all'aumento degli investimenti in immobilizzazioni e alla conseguente maggiore incidenza dei costi ammortizzati.

Il ROI scende dal 38,43% al 20,23%. Nonostante il calo, si tratta ancora di valori elevati, segnale che gli investimenti operativi continuano a garantire redditività, seppur inferiore rispetto all'anno precedente.

Il ROS, che misura la redditività operativa sulle vendite, cala leggermente (dal 12,14%

all'11,05%), indicando che la marginalità caratteristica rimane stabile, anche se pressioni inflazionistiche e maggiori costi operativi hanno ridotto l'efficienza complessiva.

Tabella 18: Indici di efficienza degli anni 2023 e 2024.

Indici di efficienza		
TURNOVER	3,17	1,27
TURNOVER Immobilizzazioni nette	3,97	1,43
TURNOVER Circolante	10,14	8,51
Utilizzo capacità produttiva	4,01	2,97

Gli indici di efficienza riflettono un peggioramento tra i due esercizi. Il turnover complessivo diminuisce da 3,17 a 1,27, mostrando una riduzione della capacità di generare ricavi rispetto al capitale investito. Simile dinamica si studia per il turnover delle immobilizzazioni nette, che cala da 3,97 a 1,43, avvisando un impiego meno produttivo degli investimenti fissi, dovuto alla forte crescita delle immobilizzazioni immateriali e materiali introdotte nel 2024.

Il turnover del capitale circolante diminuisce marginalmente (da 10,14 a 8,51), mantenendosi su livelli buoni, a conferma della capacità di rotazione delle risorse correnti. Anche l'utilizzo della capacità produttiva cala da 4,01 a 2,97, per l'impatto di investimenti strutturali non ancora pienamente sfruttati in termini di volumi produttivi.

Tabella 19: Variazione del ciclo monetario degli anni 2023 e 2024, in giorni.

Analisi del ciclo monetario (in base a dati puntuali)		
Dilazione media dei Crediti Commerciali	67,30	62,43
Durata media di giacenza delle scorte	31,23	32,04
Dilazione media dei Debiti Commerciali	-47,41	-41,97
Durata in giorni del ciclo monetario	51,13	52,49

Il ciclo monetario, calcolato sia con dati medi che puntuali, è stabile. Nel 2023 la durata è di circa 51 giorni, mentre nel 2024 di 52 giorni, con una riduzione dei tempi di incasso dai clienti, da 67 a 62 giorni e un peggioramento della dilazione dei debiti verso i fornitori, da -47 a -42 giorni. Le scorte rimangono ferme intorno ai 31 giorni.

Tabella 20: Indici finanziari degli anni 2023 e 2024.

Analisi Finanziaria		
RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	0,04	0,78
INDICE DI LIQUIDITA'	1,69	1,28
INDICE DI DISPONIBILITA'	2,01	1,56
INDICE DI GARANZIA	1,14	0,62
COPERTURA IMMOBILIZZAZIONI	1,81	1,25

La struttura finanziaria registra variazioni significative. Il rapporto di indebitamento aumenta da 0,04 a 0,78, mostrando il ricorso a capitale di terzi per finanziare la crescita, coerente con i nuovi finanziamenti accesi per sostenere il piano industriale e il nuovo sito produttivo.

Gli indici di liquidità si riducono: l'indice di liquidità corrente passa da 1,69 a 1,28 e l'indice di disponibilità da 2,01 a 1,56. L'indice di garanzia cala da 1,14 a 0,62, indicando una minore capacità del patrimonio netto di coprire il totale delle passività. Anche la copertura delle immobilizzazioni diminuisce da 1,81 a 1,25, ciò implica che le immobilizzazioni sono finanziate in misura crescente da capitale di terzi, riducendo la rigidità, ma aumentando il rischio di indebitamento.

Tabella 21: Indici dell'intensità del capitale degli anni 2023 e 2024.

Analisi della intensità del capitale (in base a dati puntuali)		
Capitale investito netto / Fatturato	39,06%	78,49%
Capitale investito non operativo netto / Fatturato	7,47%	0,01%
Capitale investito operativo netto / Fatturato	31,59%	78,48%
Capitale circolante operativo netto / Fatturato	9,86%	11,76%
Capitale circolante caratteristico netto / Fatturato	15,10%	15,50%
Crediti commerciali netti / Fatturato	22,13%	20,52%
Magazzino / Fatturato	8,56%	8,78%
Debiti commerciali netti / Fatturato	-15,59%	-13,80%
Altre attività operative nette / Fatturato	0,89%	2,85%
Altre passività operative nette / Fatturato	-6,13%	-6,59%
Capitale fisso operativo netto / Fatturato	21,73%	66,72%
Attività operative fisse / Fatturato	25,17%	69,82%
Immobilizzazioni materiali nette / Fatturato	25,10%	33,90%
Immobilizzazioni immateriali nette / Fatturato	0,07%	35,92%
Passività operative fisse / Fatturato	-3,44%	-3,10%

Il rapporto tra capitale investito netto e fatturato cresce, dal 39,06% nel 2023 al 78,49% nel 2024. L'aumento è spinto dal capitale investito operativo netto, che quasi raddoppia

in rapporto al fatturato (dal 31,59% al 78,48%). Tale dinamica deriva dal capitale fisso operativo netto, che passa dal 21,73% al 66,72%, con un peso rilevante delle immobilizzazioni immateriali (35,92% del fatturato nel 2024 contro appena lo 0,07% nel 2023). Questo dato riflette il maggior valore dei marchi.
In materia di capitale circolante, gli indici restano stabili:, il capitale circolante operativo netto/fatturato cresce moderatamente dal 9,86% all'11,76%, i crediti commerciali scendono leggermente in rapporto ai ricavi, dal 22,13% al 20,52%, mentre il magazzino rimane fermo. I debiti commerciali netti diminuiscono leggermente in rapporto al fatturato, segnalando una riduzione della leva di fornitura.

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2023 rappresenta il primo anno di esercizio di Pakelo Holding S.p.A. Oil. a seguito dell'acquisizione, effettuata tramite le controllate dirette e indirette Pakelo Group S.p.A. e Pakelo Lubricants S.p.A., del 100% del capitale sociale di Pakelo Motor Oil S.p.A..
Pakelo Holding S.p.A. detiene una partecipazione del 79,0% in Pakelo Group che detiene l'intero capitale sociale di Pakelo Lubricants S.p.A., veicolo finanziario che ha acquisito il "senior financing" finalizzato al pagamento del prezzo dell'acquisizione che, a sua volta, detiene il 100,0% di Pakelo Motor Oil S.p.A.. Pakelo Holding S.p.A. e Pakelo Group S.p.A. sono holding che detengono esclusivamente la partecipazione nella società direttamente controllata ed esprimono, a conto economico, esclusivamente i costi minimali per la costituzione della società e per la sua gestione ordinaria. Si precisa che al fine di questa analisi si sono considerati i risultati della Pakelo Motor Oil, nonché l'unità operativa del gruppo, comparabile con gli esercizi precedenti, in quanto le altre unità esprimono solo i costi minimali per la costituzione delle società e per la loro gestione.
L'esercizio ha evidenziato un fatturato pari a 50.791.075 euro, in aumento rispetto ai 46.324.419 euro del 2021 e un utile netto di 4.218.582 euro. L'analisi dei valori di bilancio a consuntivo evidenzia una crescita del fatturato pari al 9,6% rispetto all'esercizio precedente. Nel dettaglio, l'aumento dei ricavi è stato trainato dal mercato italiano, che ha registrato un incremento del 7,3% e dal mercato estero, cresciuto in misura più significativa, pari al 16,3%[100].
Sul piano dei volumi, si rileva un'espansione complessiva pari al +3,1%, con una dinamica positiva sia sul mercato nazionale (+3,3%) sia su quello internazionale (+2,4%). Tale

[100] Pakelo Holding S.p.A., "*Relazione sulla gestione*", 31 dicembre 2023.

andamento ha consentito alla società di rafforzare la propria posizione competitiva, acquisendo nuove quote di mercato non solo presso la clientela consolidata, ma anche attraverso l'ingresso di nuovi clienti.

L'incremento dei ricavi si è tuttavia rivelato più consistente rispetto a quello dei volumi, in quanto sostenuto da due fattori principali. In primo luogo, nel corso dell'esercizio si è completato il ciclo di adeguamento dei prezzi medi di vendita, avviato tra il 2021 e il 2022 per compensare il forte incremento dei costi delle materie prime. In secondo luogo, si è verificata una parziale modifica del mix di prodotto, con una maggiore incidenza delle vendite di articoli a più elevato contenuto tecnologico e, conseguentemente, a prezzo medio superiore.

Complessivamente, la variazione del mix di prodotto ha inciso per circa lo 0,5% sull'incremento del fatturato, mentre l'effetto derivante dagli aumenti di prezzo si è attestato intorno al 6%.

Un contributo determinante alla crescita tecnologica ed economica dell'impresa deve essere attribuito al costante impegno negli investimenti in Ricerca e Sviluppo, che rappresentano un pilastro strategico della vision di lungo periodo e della mission aziendale, orientata alla piena soddisfazione della clientela e alla capacità di anticipare le evoluzioni del mercato. Anche nel 2023, il team di personale altamente qualificato ha condotto attività di ricerca rilevanti, focalizzate su aree di forte innovazione e di crescente rilevanza competitiva.

Una prima direttrice di sviluppo ha riguardato la progettazione di nuovi fluidi dedicati all'elettrificazione, destinati a essere impiegati nelle trasmissioni, nei motori elettrici e nei sistemi di scambio termico, con caratteristiche di conducibilità elettrica ottimale. Sempre con riferimento a tale ambito, l'azienda ha inoltre avviato lo sviluppo di un fluido innovativo per riduttori di velocità, specificamente pensato per i trattori agricoli elettrici. È stata intrapresa la formulazione di fluidi freni per biciclette elettriche, concepiti con caratteristiche adatte ai carichi peculiari di questa tipologia di applicazioni.

Ulteriori investimenti sono stati orientati al miglioramento delle soluzioni biodegradabili, particolarmente richieste da settori come agricoltura, movimento terra e industria, in linea con la crescente attenzione verso macchinari concepiti integralmente in ottica "green" o, in alternativa, convertiti a ridotto impatto ambientale. Contestualmente, la società ha sviluppato fluidi a bassa viscosità volti a ridurre gli assorbimenti di potenza negli assali delle macchine movimento terra, nonché oli ATF di tipo ULV (*Ultra Low*

Viscosity) per applicazioni di trazione leggera. È stato inoltre portato avanti lo studio di fluidi ad altissime prestazioni e resistenza meccanica, finalizzati a estendere gli intervalli di sostituzione e ridurre il consumo complessivo nei sistemi di trasmissione automatica e retarder.

In aggiunta, la società ha avviato un percorso volto a individuare soluzioni mirate alla riduzione del *Carbon Footprint*, introducendo prodotti dedicati che possano contribuire in modo concreto alla transizione ecologica. A supporto di questa traiettoria, è stato implementato l'impiego di materie prime di origine vegetale e biodegradabili e sono in fase di studio basi vegetali non biodegradabili, ma con un'impronta di carbonio prossima allo zero.

Contemporaneamente agli sforzi in ambito tecnico, nel 2023 l'azienda ha destinato ingenti risorse allo sviluppo dei comparti industria, trazione pesante e agricoltura, definendo strategie mirate, sia dirette sia indirette, per rafforzare la rete commerciale a livello nazionale e internazionale. A tal fine sono state condotte analisi di cross-selling sulle diverse tipologie di prodotti e segmenti di clientela, così da ampliare le opportunità di vendita sui clienti già acquisiti e individuare nuovi sbocchi di mercato con caratteristiche analoghe.

Nel corso del 2023 è giunto a conclusione il progetto di ampliamento del nuovo sito produttivo, la cui entrata a regime, prevista per il secondo semestre 2024, consentirà all'impresa di beneficiare di processi produttivi più moderni ed efficienti, sia nel reparto di miscelazione sia in quello di confezionamento. Il nuovo impianto sarà improntato a logiche industriali avanzate e ispirato ai principi dell'innovazione tecnologica 4.0, garantendo un ulteriore salto di qualità nella capacità produttiva complessiva.

Il MOL ha raggiunto nel 2023 il valore di 6.942.518 euro, segnando un miglioramento rispetto all'esercizio precedente (3.781.215 euro). Tale risultato è stato reso possibile grazie alla capacità dell'impresa di trasferire integralmente sui prezzi di vendita l'aumento dei costi delle materie prime, che aveva iniziato a manifestarsi già a partire dal 2021, e di mantenere sotto controllo gli incrementi dei costi fissi. L'azienda ha quindi dimostrato di saper gestire in modo efficace sia le dinamiche inflazionistiche che i rischi legati alla volatilità del mercato delle forniture.

In prospettiva, il rafforzamento delle reti commerciali, sia a livello nazionale che internazionale, rappresenta un fattore strategico per ampliare ulteriormente le quote di mercato nei settori più rilevanti, garantendo così maggiore stabilità e solidità prospettica.

A ciò si aggiungono la costante valorizzazione della qualità dei prodotti, il miglioramento dell'organizzazione interna e il piano di riqualificazione della capacità produttiva, che consentiranno di consolidare e incrementare la redditività operativa nei prossimi esercizi.
Sul piano finanziario, al netto dell'effetto delle differenze cambio, si registra un aumento degli oneri rispetto al 2022. Tale incremento è legato principalmente all'attivazione di nuovi finanziamenti, destinati a sostenere l'investimento per il nuovo sito produttivo e l'operazione di acquisizione della società, quest'ultima parzialmente coperta tramite una linea di acquisition financing a medio-lungo termine per un ammontare pari a 12,5 milioni di euro. Accanto a questi strumenti, la società dispone di ulteriori finanziamenti di durata intermedia, che hanno garantito la liquidità necessaria a rafforzare il potere negoziale con i fornitori, ottenendo sconti grazie a pagamenti più tempestivi e a gestire in modo flessibile le scorte di magazzino, sia attraverso acquisti opportunistici, sia anticipando possibili rialzi dei prezzi delle materie prime.

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 ha evidenziato un fatturato pari a 52.084.292 euro, in aumento rispetto ai 50.791.325 euro del 2023 e un utile netto di 2.732.269 euro.
L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2024 rappresenta il primo anno contabile completo di gestione del gruppo Pakelo Holding S.p.A. a seguito dell'acquisizione, effettuata tramite le controllate dirette e indirette Pakelo Group S.p.A. e Pakelo Lubricants S.p.A., del 100% del capitale sociale di Pakelo Motor Oil S.p.A.. Si evidenzia, inoltre, che la società Pakelo Lubricants S.p.A., già inclusa nel perimetro di consolidamento dell'esercizio precedente, è stata incorporata in Pakelo Motor Oil S.p.A. con atto del 19 dicembre 2024, della quale deteneva l'intera partecipazione[101].
Nel corso dell'anno, in data 13 settembre 2024, è stato corrisposto agli ex soci di Pakelo Motor Oil l'Earn Out previsto dal contratto di acquisizione. Tale pagamento ha comportato la rideterminazione del valore dell'avviamento da consolidamento, iscritto nell'esercizio 2024. L'operazione si inserisce nella strategia di Alkemia finalizzata alla creazione di un polo di riferimento nel settore dei lubrificanti, dei grassi e dei prodotti chimici premium, anche attraverso opportunità di crescita per linee esterne. Attualmente, Pakelo Holding S.p.A. detiene il 79% del capitale di Pakelo Group S.p.A., la quale controlla integralmente Pakelo Motor Oil S.p.A.

[101] Pakelo Holding S.p.A., "*Relazione sulla gestione*", 31 dicembre 2024.

Si precisa che al fine di questa analisi si sono considerati i risultati della Pakelo Motor Oil, nonché l'unità operativa del gruppo, comparabile con gli esercizi precedenti, in quanto le altre unità esprimono solo i costi minimali per la costituzione delle società e per la loro gestione.

Sul piano economico, i valori consuntivi evidenziano un incremento del 2,5% dei ricavi rispetto all'anno precedente. Analizzando il dettaglio geografico, il mercato italiano ha registrato una contrazione dell'1,6%, mentre il comparto estero ha mostrato un significativo progresso del 13,3%. Anche i volumi di vendita complessivi si sono mantenuti in linea con il 2023: a livello domestico si osserva un leggero calo (-3,2%), mentre la domanda internazionale ha evidenziato una crescita rilevante (+11,2%). L'ampliamento delle quote di mercato sui mercati esteri ha quindi compensato le difficoltà incontrate nel contesto nazionale, penalizzato dal rallentamento dell'economia industriale.

L'aumento dei ricavi si è rivelato più accentuato rispetto alla variazione dei volumi, grazie a due fattori principali. In primo luogo, nel 2024 si è completato il processo di revisione dei prezzi medi di vendita, avviato nell'esercizio precedente in risposta al progressivo incremento dei costi di approvvigionamento. Ciò ha consentito di raggiungere un margine di contribuzione unitario soddisfacente, coerente con gli obiettivi prefissati, senza compromettere la competitività commerciale. In secondo luogo, si è registrata una variazione positiva del mix di prodotti venduti, con un incremento delle linee a maggiore complessità tecnologica e a più elevato margine. Tale diversificazione ha ridotto il rischio derivante da eventuali contrazioni improvvise di specifici segmenti di mercato, rafforzando la resilienza complessiva del portafoglio.

Nel complesso, la variazione del mix prodotti ha contribuito alla crescita del fatturato per circa l'1,7%, mentre l'effetto degli adeguamenti dei prezzi di vendita ha inciso per un ulteriore 0,6%.

Un contributo determinante alla crescita tecnologica ed economica del Gruppo è da ricondurre ai costanti investimenti in Ricerca e Sviluppo, i quali rappresentano un pilastro della vision di lungo periodo e sono pienamente coerenti con la mission aziendale orientata alla soddisfazione del cliente e all'anticipazione delle tendenze di mercato. Anche nel corso del 2024, il team di personale altamente qualificato ha condotto attività di ricerca e sviluppo di rilievo, proseguendo sulle direttrici già avviate nell'esercizio precedente e focalizzandosi su prodotti innovativi in linea con le nuove esigenze

tecnologiche e ambientali.

Nel 2024 è stato completato l'ampliamento del nuovo sito produttivo, che ha reso operativo un moderno impianto di miscelazione degli oli, progettato secondo i più avanzati standard industriali e concepito in un'ottica di innovazione tecnologica 4.0. A ciò si è aggiunto l'acquisto di due macchinari industriali dedicati al riempimento automatico di imballaggi di piccola capacità, anch'essi sviluppati con logiche digitali avanzate e funzionali al potenziamento della produttività e della qualità del processo.

La produzione ha beneficiato di un significativo processo di riorganizzazione. L'introduzione di turni di lavoro strutturati nei reparti, la creazione di isole dedicate al riempimento manuale e l'applicazione delle logiche di *Material Requirements Planning* alle attività di riempimento automatico hanno permesso di ottimizzare i tempi di produzione e di ridurre sensibilmente le tempistiche di consegna ai clienti. Inoltre, la gestione delle scorte di magazzino e della logistica interna è stata oggetto di un processo di digitalizzazione e automazione, reso possibile dall'adozione di un sistema WMS.

Il margine operativo lordo ha raggiunto nell'esercizio un valore pari a euro 9.003.810, risultato superiore rispetto a quello conseguito nel 2023 (6.942.518 euro). Tale performance è stata determinata principalmente dall'adeguamento dei prezzi di vendita, dal mantenimento sotto controllo dei costi fissi, rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente, e dall'acquisizione del marchio, che ha permesso di ridurre in modo significativo l'onere annuo legato al pagamento delle royalties per il suo utilizzo. In prospettiva, la crescita del margine operativo lordo potrà beneficiare ulteriormente di alcuni fattori chiave: l'espansione delle reti commerciali a livello nazionale e internazionale, la costante spinta verso la vendita di prodotti ad elevata qualità, il miglioramento continuo dei processi organizzativi interni e la recente riqualificazione della capacità produttiva. Tali elementi, nel loro insieme, costituiscono una leva fondamentale per rafforzare la presenza sui mercati strategici e assicurare stabilità e prospettive di crescita future.

La componente finanziaria, al netto delle differenze cambio, essa ha registrato un incremento rispetto all'esercizio precedente. L'aumento è riconducibile all'attivazione di nuovi finanziamenti destinati sia all'acquisto del marchio, sia all'implementazione delle nuove linee di riempimento automatico. A tali strumenti si aggiunge il finanziamento "senior" originariamente contratto da Pakelo Lubricants, poi incorporata in Pakelo Motor Oil a dicembre 2024, che aveva reso possibile l'operazione di leveraged buy-out avviata

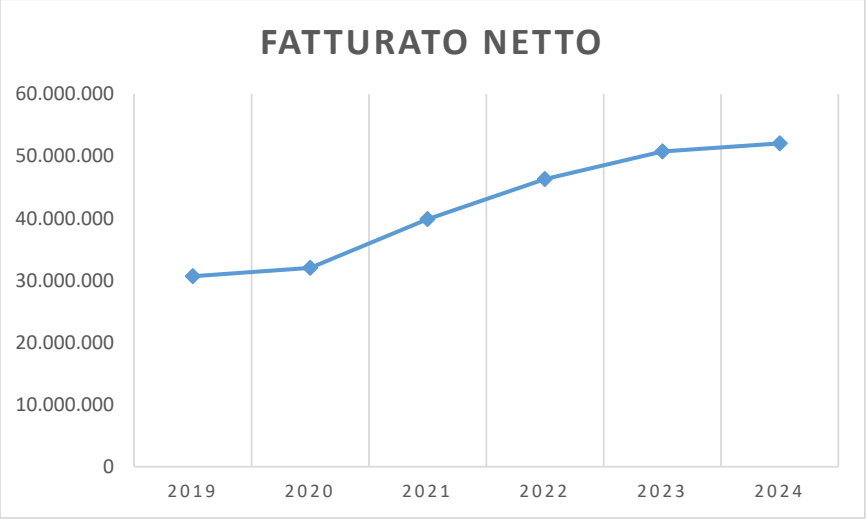
nel 2023 e che ora risulta consolidato nello stato patrimoniale della società.
In merito alla liquidità aziendale, la disponibilità in conto corrente ha di ottenere sconti finanziari grazie a pagamenti anticipati ai fornitori, generando un risultato positivo complessivo pari a 115.143 euro. In questo senso, per Pakelo mantenere un adeguato buffer di liquidità si rivela strategico, poiché da un lato garantisce condizioni di acquisto più favorevoli, dall'altro consente di gestire lo stock di magazzino in maniera opportunistica, anticipando eventuali evoluzioni sfavorevoli dei prezzi delle materie prime.
Si è, inoltre, perfezionato l'acquisto del marchio "Pakelo" nel mese di aprile 2024 (prezzo di circa 4,3 milioni di euro) a cui conseguono, a fronte di un accordo di pagamento dilazionato, interessi passivi per circa 65 mila euro. Pakelo Motor Oil ha maturato ricavi nei confronti delle proprie controllanti per 2.003 euro.
A fine 2024 si è anche conclusa l'operazione di fusione inversa con la società Pakelo Lubricants Spa, un'operazione straordinaria già programmata nel 2023. Il valore di avviamento da fusione iscritto a stato patrimoniale al 31/12/2024 di Pakelo Motor Oil, verrà ammortizzato in 10 quote annuali e risulta sostenibile alla luce degli obiettivi e dei risultati attesi derivanti al Piano Industriale di Pakelo.
In prospettiva futura, l'analisi dei rischi assume un ruolo centrale per comprendere le sfide che attendono Pakelo in un contesto competitivo fortemente concentrato. Il mercato globale dei lubrificanti è infatti caratterizzato da un elevato grado di concentrazione, le prime quattro multinazionali del settore detengono complessivamente tra il 40% e il 45% delle quote, operando di fatto in regime di oligopolio e attuando strategie di prezzo particolarmente aggressive. Tale scenario comporta per gli operatori indipendenti la necessità di individuare percorsi differenzianti in grado di assicurare sostenibilità economica e fidelizzazione della clientela.
Per rispondere a questa sfida, negli anni Pakelo ha orientato la propria offerta verso prodotti di nuova generazione e ad alto contenuto tecnologico, spesso personalizzati su misura per i clienti. Questa strategia consente di creare valore non solo in termini di performance tecniche, ma anche economiche, grazie a una maggiore durata utile dei lubrificanti e a una conseguente riduzione dei costi di sostituzione e manutenzione. Alla componente di prodotto, l'azienda ha affiancato un rafforzamento del servizio, sviluppando un approccio che integra attività di consulenza pre e post-vendita.
Ulteriori strumenti adottati per contrastare le pressioni concorrenziali e consolidare la

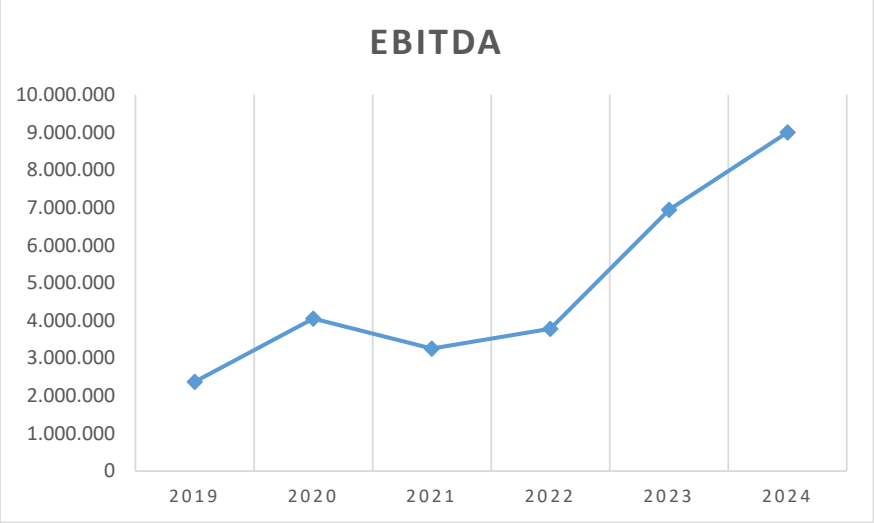
fedeltà dei clienti includono: la stipula di accordi formali con costruttori e reti di distribuzione, che garantiscono la programmazione delle forniture e rafforzano la supply chain; la possibilità di sviluppare soluzioni altamente personalizzate per singoli impianti, con l'obiettivo di preservare l'efficienza produttiva dei clienti; l'offerta di prodotti in grado di generare risparmi nell'utilizzo (ad esempio lubrificanti a lunga durata, capaci di ridurre costi di rabbocco e sostituzione); e lo sviluppo di linee ecocompatibili, come oli sintetici e di origine vegetale, in linea con le attuali tendenze di sostenibilità.
La gestione del rischio connesso all'indebitamento è stata affrontata attraverso strumenti di copertura. Il mutuo contratto per finanziare l'ampliamento del sito produttivo, seppur a tasso variabile, è stato infatti affiancato da un derivato di copertura che ne ha stabilizzato il costo effettivo, trasformandolo di fatto in un tasso fisso. Analogamente, il nuovo finanziamento a medio termine da 2,5 milioni di euro sottoscritto nel 2024 è stato protetto mediante un contratto derivato di tipo *collar*, volto a mantenere il tasso di interesse entro un intervallo predefinito. Diverso l'approccio adottato per il senior financing acceso da Pakelo Lubricants per finanziare l'acquisizione del 100% di Pakelo Motor Oil: trattandosi di un prestito a tasso variabile, e considerato il contesto di attese di riduzione dei tassi di interesse, la società ha preferito rinviare al 2025 la stipula di strumenti derivati di copertura, adottando quindi un atteggiamento più attendista.

5.5 Analisi della creazione di valore post acquisizione

L'analisi valuta l'andamento di Pakelo e il valore creato post acquisizione, e le differenze emerse tra il piano industriale prospettico e i risultati reali del 2024.
L'andamento economico-finanziario tra la fase pre e post acquisizione, evidenzia l'efficacia delle strategie introdotte da Alkemia.

Grafici 10 e 11: Andamento fatturato ed EBITDA negli anni.



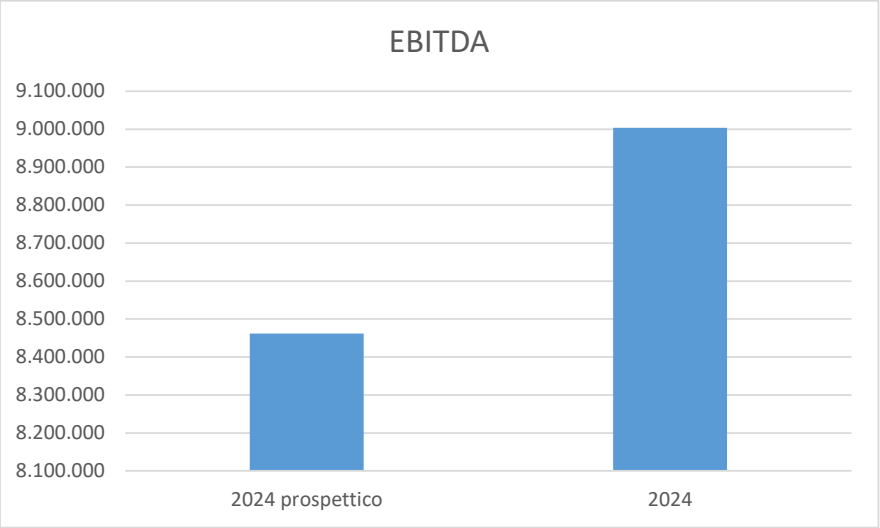


Nel periodo 2019–2022 i ricavi netti sono cresciuti in maniera costante, aumentando da circa 30,7 milioni nel 2019 a 46,3 milioni nel 2022, con un CAGR del 14%. Tuttavia, tale crescita non si è tradotta in un proporzionale miglioramento della redditività, invero l'EBITDA oscillava tra i 2,3 e i 4 milioni, con margini tra l'8% e il 9% e una stabilità del risultato netto, attestato attorno a 1,7–2,4 milioni di euro.

La fase post acquisizione (2023–2024) segna un cambiamento. Nel 2023 i ricavi hanno superato i 50 milioni di euro e nel 2024 hanno raggiunto i 52 milioni, mostrando una crescita associata ad un aumento più che proporzionale della redditività operativa, precisamente l'EBITDA cresce da 3,8 milioni del 2022 a oltre 9 milioni nel 2024, con un margine del 17%, quasi raddoppiato rispetto al periodo pre-acquisizione. Questo miglioramento è riconducibile a una più attenta gestione dei costi industriali e di struttura, che ha portato il valore aggiunto da 8,7 milioni (2022) a 14,7 milioni (2024). In

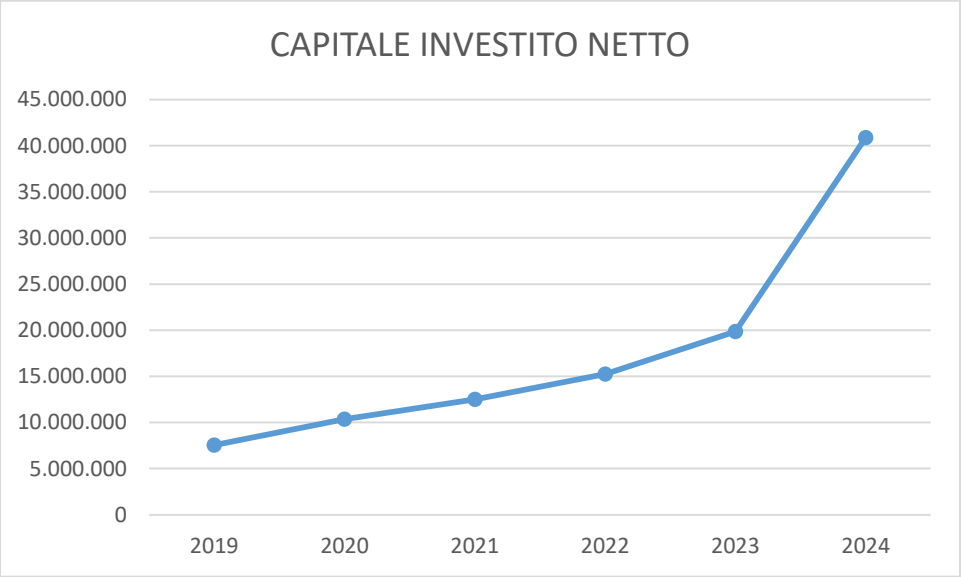
termini di utile netto, la società ha registrato un risultato pari a 2,7 milioni nel 2024, in calo rispetto ai 4,2 milioni del 2023, ma pur sempre superiore alla media pre-acquisizione. La contrazione del 2024 è legata soprattutto all'incremento degli ammortamenti (3,2 milioni contro 0,9 milioni del 2022), conseguenti ai nuovi investimenti e alla riallocazione contabile post-acquisizione, nonché al forte aumento degli oneri finanziari di oltre 1,3 milioni, proprio effetto leva delle operazioni di LBO.

Grafico 12: Differenza tra valori attesi e risultati ottenuti nell'anno 2024.



Il confronto con il piano industriale dell'anno 2024 determina delle differenze, tra cui una riguardante i ricavi, i quali erano previsti dal budget per 55,2 milioni, leggermente superiori ai 52 milioni realizzati. Un'altra discrepanza che è emersa è in materia di redditività, in quanto l'EBITDA prospettico era stimato a circa 8,5 milioni (15,3% dei ricavi), mentre quello effettivo è stato di 9 milioni (17,3%), comunicando una migliore capacità di contenere i costi e ottimizzare i margini. Ciò nonostante, a livello di EBIT e di utile netto i risultati si sono rivelati inferiori alle attese, l'EBIT atteso era pari a 7,1 milioni, ma quello consuntivo si è arrestato a 5,8 milioni, mentre l'utile netto ha raggiunto i 2,7 milioni rispetto ai 3,9 milioni stimati. La differenza è dimostrabile con la maggiore incidenza degli ammortamenti e oneri finanziari, i quali erano attesi in misura inferiore dal piano.

Grafico 13: Andamento CIN negli anni.



Con l'ingresso di Alkemia e la conseguente riorganizzazione societaria, la struttura patrimoniale di Pakelo subisce un salto dimensionale. A partire dal 2023 il CIN raggiunge quasi 20 milioni, mentre nel 2024 supera i 40 milioni. L'aumento è riconducibile all'aumento delle immobilizzazioni immateriali (18,7 milioni), legato alla valorizzazione del marchio, e delle immobilizzazioni materiali (17,7 milioni), a testimonianza di un rafforzamento della base produttiva e degli asset tangibili. Analogamente, il Patrimonio Netto cresce fino a 22,9 milioni nel 2024, affermando il consolidamento della struttura patrimoniale.
L'elemento di maggiore discontinuità è la PFN, che muta da un leggero indebitamento di 0,8 milioni nel 2023 a un'esposizione di quasi 18 milioni nel 2024. Si tratta di una dinamica delle operazioni di Leveraged Buy-Out, in cui il debito viene trasferito sulla società operativa per utilizzare i flussi di cassa nella prospettiva di rimborso.

Il piano industriale del 2024 stimava un Capitale Investito Netto di circa 44 milioni, in linea con i 40,9 milioni consuntivi, a conferma della coerenza della strategia attuata.
Comparando alcune voci:

- Le immobilizzazioni immateriali: erano previste a 18,9 milioni e risultano sostanzialmente centrate dal valore effettivo di 18,7 milioni.
- Le immobilizzazioni materiali: i dati reali (17,7 milioni) coincidono con le previsioni, convalidando gli investimenti produttivi.

- Capitale circolante netto: il piano stimava 8,8 milioni, mentre i consuntivi mostrano 6,1 milioni, segnalando una gestione più efficiente del circolante (soprattutto nella dinamica crediti/debiti commerciali). Questo rappresenta un elemento positivo, poiché libera risorse finanziarie e riduce il fabbisogno di capitale operativo.
- Patrimonio Netto: sostanzialmente allineato, 22,9 milioni consuntivi contro i 23 milioni previsti.
- PFN: il piano stimava un indebitamento di 21 milioni, mentre i dati effettivi si fermano a 18 milioni. L'indebitamento risulta quindi inferiore alle attese, migliorando la sostenibilità finanziaria rispetto a quanto ipotizzato.

5.6 Intervista al CEO di Alkemia

Al fine di approfondire ulteriormente le dinamiche strategiche e operative di Alkemia SGR, è stata realizzata un'intervista con l'Amministratore Delegato della società, Luca Maurizio Duranti. L'incontro ha permesso di raccogliere insight diretti sul modello di business, sulle modalità di creazione di valore nelle operazioni di private equity e sulle prospettive di sviluppo futuro. I contenuti emersi sono stati utilizzati per integrare l'analisi teorica e documentale, offrendo una prospettiva empirica.
Un aspetto centrale dell'intervista ha riguardato le motivazioni che hanno spinto Alkemia a individuare in Pakelo un target di interesse per un'operazione di private equity. Il CEO ha fornito un contributo diretto particolarmente significativo, dichiarando:
"La prima caratteristica che abbiamo valutato riguarda la qualità degli imprenditori e del management.
La seconda è la solidità delle performance economico-finanziarie, che si riflette tanto nel conto economico quanto nello stato patrimoniale. Pakelo è un'azienda solida che genera utili, produce cassa, non presenta indebitamento ed è sostenuta da una lunga storia, giunta ormai alla terza generazione. Analizzando la serie storica dei bilanci, si osserva una dinamica tendenzialmente positiva, al netto del 2022, anno in cui si è registrato uno shock

legato all'andamento delle materie prime.
Dalla vendor due diligence è emersa chiaramente la capacità dell'azienda di riprezzare i propri prodotti in modo efficace, capacità che si è ulteriormente rafforzata sotto la gestione di Alberto Polacco, presidente e amministratore delegato della società. In passato coesistevano due visioni strategiche differenti: una più orientata ai volumi, l'altra al margine. La linea che abbiamo condiviso è stata quella improntata al margine, quindi vendere, sì, ma al giusto prezzo. La conduzione di Alberto ha portato maggiore determinazione e decisione nella politica di pricing, con risultati tangibili. L'azienda è cresciuta non solo in termini di volumi, ma soprattutto in termini di marginalità, in quanto sono stati progressivamente esclusi i clienti a basso margine ed è stata ampliata la base di clientela ad alta redditività.
Questo significa che, a parità di volumi, il mix di clientela è oggi profondamente diverso. Sono stati eliminati i clienti meno profittevoli a favore di quelli ad alto valore aggiunto. Le analisi di bilancio confermano come, negli anni, Pakelo sia riuscita a consolidare progressivamente i margini, evidenziando un miglioramento costante già a partire dal 2023, proseguito nel 2024 e ulteriormente confermato nel 2025.
Un terzo elemento che reputiamo rilevante riguarda la struttura del mercato. Attraverso l'analisi di mercato svolta durante la due diligence, abbiamo riscontrato un settore frammentato. Da questo è emerso un aspetto positivo, cioè che il modello di business di Pakelo è in grado di funzionare e distinguersi anche in un contesto caratterizzato dalla presenza di grandi multinazionali come Shell o Agip. La forza competitiva di Pakelo risiede infatti nel posizionamento distintivo e nella qualità del servizio: la possibilità di offrire lubrificanti personalizzati, la rapidità e la flessibilità nella consegna rappresentano fattori critici di successo. In questo modo l'azienda riesce a ad avere un buon posizionamento rispetto ai grandi player generalisti, che tendono a proporre un'offerta standardizzata e meno adattabile alle esigenze specifiche dei clienti.
Ciò che abbiamo particolarmente apprezzato è la capacità dell'azienda di customizzare i propri prodotti, sviluppando per ciascun cliente il lubrificante più adatto alle sue necessità. Questo approccio è stato inizialmente raccontato dal management, ma ha trovato conferma anche nella business due diligence. Infatti, attraverso interviste "blind" condotte dai nostri consulenti, abbiamo riscontrato che le dichiarazioni di Alberto e Luca corrispondevano effettivamente alla percezione esterna della clientela e degli operatori

di settore, rafforzando la coerenza tra l'identità aziendale comunicata e quella riconosciuta dal mercato".

Un ulteriore punto di approfondimento ha riguardato la visione strategica di lungo periodo che Alkemia intende perseguire attraverso l'operazione. In particolare, è stato chiesto se l'obiettivo principale sia quello di accompagnare Pakelo in un percorso di crescita autonoma e sostenibile, valorizzandone le competenze distintive e il posizionamento nei segmenti premium, oppure se la società di gestione stia valutando la possibilità di dare vita a un più ampio progetto di consolidamento settoriale, attraverso operazioni di integrazione con altre realtà industriali.
"Entrambe le risposte, cioè inizialmente noi abbiamo valutato l'ingresso in Pakelo per sostenere il suo piano di crescita endogeno, successivamente dalla business due diligence, abbiamo visto che c'era e c'è la possibilità di aggregare attorno a Pakelo altre realtà che completino la gamma di prodotto. Non tanto perché Pakelo non sa fare il prodotto per l'uso industriale, ma quanto per accelerare il go to market, in altre parole se io compro l'azienda X che è forte negli oli per la meccanica, riesco a fare meglio cross selling e quindi ottenere una crescita più rapida, perché altrimenti dovrei fare concorrenza a X e quindi trovare clienti in maniera più aggressiva.
La sintesi è che il progetto nasce come investimento per la crescita organica, però poi durante l'analisi abbiamo visto che c'era una opportunità e anche l'imprenditore ha potuto ragionare insieme a noi su delle opportunità che in effetti ora si sono concretizzate nell'acquisizione di un'altra società che consentirà di accelerare lo sviluppo.
Perché più il tuo posizionamento è buono in diverse categorie o industrie, migliore è la valutazione, perché il valore industriale è più alto".

Un altro tema centrale dell'intervista ha riguardato le strategie e le competenze distintive che Alkemia intende mettere a disposizione per supportare la crescita e lo sviluppo di Pakelo. La questione risulta particolarmente significativa poiché consente di comprendere in che modo il fondo possa contribuire, oltre al capitale, con strumenti manageriali, know-how operativo e network relazionali, rafforzando così il percorso di espansione dell'azienda e accrescendone la competitività a livello nazionale e internazionale.
"Una sensibilità a tutte le operazioni straordinarie, una maggiore esperienza sulla parte di ingegneria finanziaria, quindi accesso al mercato dei capitali e anche del debito e

l'opportunità di migliorare o rendere più forte la parte di visione e ragionamento strategico. Negli ultimi anni abbiamo trasferito a Pakelo una parte rilevante delle nostre relazioni strategiche, soprattutto in termini di opportunità direzionali. Alcuni dei nostri investitori, imprenditori e consulenti hanno contatti consolidati con grandi aziende e questo ci ha permesso di aprire canali interessanti con potenziali clienti di rilievo.
Analogamente, abbiamo supportato la società nella strutturazione della funzione finanziaria, mettendo a disposizione i migliori strumenti e competenze, in particolare per quanto riguarda le operazioni di M&A di cui siamo stati i principali attori. La logica è semplice: consentire al management di rimanere concentrato al 100% sulla gestione ordinaria dell'impresa. Infatti, quando un imprenditore dedica tempo ed energie alle operazioni straordinarie, rischia inevitabilmente di sottrarle al business quotidiano, con conseguenze negative sulla performance complessiva. Al contrario, se esiste un soggetto che si fa carico della complessità delle operazioni straordinarie, il management può continuare a focalizzarsi su ciò che davvero fa crescere l'azienda: vendere, produrre, incassare, gestire le persone.

Un rischio tipico, che abbiamo osservato anche in altri casi, è quello dell'imprenditore che si lascia attrarre dalle dinamiche straordinarie, trovandole stimolanti e coinvolgenti, ma finendo così per perdere la necessaria concentrazione sull'operatività quotidiana. Ed è proprio quest'ultima, fatta di continuità e rigore esecutivo, a rappresentare il cuore della creazione di valore. Senza questa costanza, anche la migliore strategia rischia di rimanere sulla carta".
Questa dichiarazione riguarda una delle caratteristiche principali del private equity, nel quale i fondi non apportano solo capitale, ma stimolano la crescita e la creazione di valore grazie all'apporto di know-how o di canali distributivi.

Un ulteriore spunto di riflessione affrontato nel corso dell'intervista ha riguardato le linee guida che hanno orientato la definizione del piano industriale successivo all'acquisizione e i principali obiettivi strategici che Alkemia intende perseguire attraverso l'operazione. Questo tema è particolarmente rilevante in quanto consente di comprendere la visione di medio-lungo periodo del fondo.
"Le linee guida del piano industriale si basano innanzitutto sullo sviluppo dei prodotti storici e sull'ampliamento della rete commerciale, con l'obiettivo di presidiare meglio i mercati di riferimento. Questo significa avere più venditori preparati, capaci di coprire le

varie aree geografiche e di proporre direttamente i nostri prodotti ai clienti. Poi c'è lo sviluppo della generazione di prodotti nuovi, tra cui i bio, gli oli senza lubrificanti, i non minerali, in generale c'è tutta una famiglia di nuovi prodotti che consentono di entrare i nuovi settori, come il marino piuttosto che il food.
Quindi sostanzialmente si prevede un modello commerciale, il potenziamento della rete, lo sviluppo dei nuovi prodotti, la penetrazione dei mercati esteri e conseguentemente un piano degli investimenti. Infatti, siamo entrati in Pakelo mentre il nuovo impianto era quasi terminato, il quale, ora in utilizzo, ci permette di supportare la crescita e di incrementare economie di scala, la flessibilità e maggior produzione, perché l'impianto precedente era quasi saturo. Essendo un business di produzione, se si ha un impianto saturo che non riesce a produrre quanto ordinato, non si cresce adeguatamente e si manda in stress la struttura, andando incontro a rischi operativi".

Inoltre, l'intervista ha toccato un aspetto cruciale tipico delle operazioni di private equity, ovvero l'orizzonte temporale dell'investimento e le possibili modalità di exit.

La gestione post-investimento è un processo altamente attivo, che richiede capacità gestionali, competenze industriali e visione strategica. L'efficacia di questa fase determina non solo il successo dell'operazione, ma anche la credibilità del fondo sul mercato e la sua capacità di attrarre capitali per veicoli futuri.
Il momento dell'exit rappresenta l'epilogo strategico e finanziario di un'operazione di private equity. È la fase in cui il fondo monetizza l'investimento realizzato anni prima, raccogliendo il frutto del lavoro di creazione di valore sviluppato durante la gestione della partecipata. In questo contesto, il processo competitivo di exit ha l'obiettivo di massimizzare il prezzo di vendita, selezionare il miglior acquirente possibile e garantire condizioni favorevoli sia sul piano economico sia contrattuale.

Le modalità di disinvestimento più comuni includono:

- Trade sale: vendita industriale a un altro operatore strategico;
- Secondary buy-out: vendita a un altro fondo di private equity;
- Initial Public Offering (IPO): quotazione in borsa;
- Management buy-out (MBO): riacquisto da parte del management;
- Ricapitalizzazione: rifinanziamento con parziale monetizzazione per gli investitori.

Questo punto permette di cogliere come Alkemia strutturi la propria strategia di uscita, valutando scenari differenti in funzione sia delle performance di Pakelo sia delle condizioni di mercato, e di comprendere quale sia la visione prospettica di creazione e realizzazione del valore legata a questa operazione.

"L'orizzonte temporale è un exit entro i cinque anni, noi siamo entrati nel 2023, quindi, idealmente, usciremo alla fine del 2027.
La scelta della modalità di exit dipende da molteplici fattori, come le condizioni di mercato e la ciclicità settoriale; le dimensioni e l'attrattività della società; oppure le opportunità offerte dal contesto strategico. Nel nostro caso le possibilità di exit sono la cessione a un operatore di private equity, oppure ad un operatore industriale, non vediamo la quotazione perché è un business con dinamiche che, secondo noi, il mercato non apprezzerebbe più di tanto.
Perché l'industriale e perché il private equity? L'industriale perché il nostro marchio è molto ben connotato, il posizionamento è alto e la capacità distributiva e il modello distributivo capillari, quindi un player potrebbe essere interessato a possedere il nostro brand. Per esempio, dei grandi player nel nostro mondo che fanno additivi o prodotti semilavorati potrebbero voler integrarsi orizzontalmente, inserendo un brand di alta gamma come Pakelo a catalogo. Oppure altri a monte potrebbero voler sviluppare un'integrazione verticale, internalizzando la catena del valore.
D'altra parte ci potrebbe essere un operatore di private equity che vuole comprare un business alto marginante, generatore di cassa e con possibilità di ulteriore aggregazione. In questo caso dovremmo essere noi intelligenti a dare a Pakelo una prospettiva di ulteriore crescita".

Un ulteriore tema affrontato riguarda la governance post-acquisizione, con particolare attenzione alla scelta di Alkemia, di mantenere all'interno del nuovo assetto gestionale almeno uno degli amministratori preesistenti.
"Il motivo per cui noi manteniamo di norma almeno uno degli amministratori è perché valorizziamo il capitale umano che c'è. Non necessariamente inseriamo il nostro uomo di fiducia, poi se è importante e serve all'operazione, perché mancano delle competenze, allora si procede a inserire una figura nuova. Nel caso di Pakelo il CFO l'abbiamo testato, è molto bravo, capace e molto appassionato all'azienda. Solitamente non abbiamo paura di fidarci delle persone che troviamo in azienda.

Quando si entra in aziende familiari, come quelle che usualmente noi frequentiamo, difficilmente si può prescindere da chi l'azienda l'ha costruita, per questo costruiamo operazioni insieme a chi l'azienda l'ha costruita, che vuol dire che di norma manteniamo le persone coinvolte e l'eccezione è quella che le sostituiamo".

Duranti ha anche esplicato quali possano essere le caratteristiche distintive del modello di investimento di Alchemia:
"In Alkemia, anche nelle operazioni di maggioranza, valorizziamo il più possibile il capitale umano che troviamo nella società, che indipendentemente da maggioranza o minoranza, per noi gli imprenditori sono i pilastri del nostro progetto e dell'operatività. Abbiamo fatto sia maggioranze che minoranze e abbiamo riscontrato che non è per forza la maggioranza che risolve i problemi, infatti la minoranza non è di per sé un rischio, quindi noi siamo molto orientati al progetto, infatti è il progetto che crea valore, non il tipo di operazione. Un altro elemento distintivo è che guardiamo operazioni nella fascia più piccola del mercato, ci posizioniamo nel mid-lower corporate, una parte medio-bassa".

In merito alla filosofia di Alkemia nel supporto alle PMI italiane e a come si bilancia l'apporto finanziario con quello manageriale e strategico, il CEO ha affermato
"ll private equity crea valore accelerando la crescita e quindi perché un'azienda dopo il private equity può valere di più? Perché c'è una spinta di tipo finanziario alla crescita.
Più grande è il business industriale più si sfrutta la leva operativa, i costi variabili, i costi fissi, aumentando la marginalità e l'efficienza, soprattutto l'efficienza del capitale, questo perché si aiuta a strutturare le aziende in maniera efficiente. Il tema dell'Italia è che è da sempre sottocapitalizzata, così il private equity crea valore, favorisce la crescita, crea efficienza, managerializza le imprese, fa crescere l'imprenditore. Ma ovviamente ci vuole anche il capitale umano, un manager va in un'azienda medio-piccola? Sì, a quali condizioni? Non sono solamente economiche, sono anche di ruolo e la crescita apre ruoli. Poi serve anche una buona squadra e per attrarla servono strumenti di incentivazione, quindi la leva economica è proporre una prospettiva alle persone oltre alla remunerazione, in questo modo consenti al manager di diventare imprenditore.
Poi il private equity porta la governance, che vuole dire un processo razionale e consapevole di guida dell'azienda. È importante seguire un processo decisionale e razionale, che vuole dire pianificazione, budget, controllo, e confronto. La governance è confronto, è condividere un pensiero che diventa un progetto, che diventa un programma

che va messo in esecuzione e va controllato.
Il confronto tra le persone aiuta, soprattutto con chi non è coinvolto nel day by day e vede le cose con una prospettiva un po' più ampia.
Queste sono le leve di creazione di valore, il capitale, la managerietà, la governance, il capitale che accelera la crescita endogena (perché si hanno i soldi per fare nuovi impianti, nuovi sviluppi), poi se c'è crescita e marginalità vuol dire che teoricamente c'è un premio nelle valutazione. In letteratura se il mio EBITDA di partenza è il 20% lo faccio a 10 milioni e poi lo faccio a 60 milioni, sempre il 20%, continuando a crescere in maniera importante il mercato mi premia, mi dà un multiplo più alto, perché in termini di tecnica finanziaria, il tasso di attualizzazione dei miei flussi futuri sarà più basso rispetto a quello che mi avrebbero applicato a 10 milioni di Euro e se a parità di flussi il mio WACC si abbassa il mio valore si alza e conseguentemente il multiplo implicito che è il multiplo della derivata del flusso si alza".

CONCLUSIONE

La presente tesi ha analizzato il settore del private equity, rappresentandone le caratteristiche, il funzionamento e il ruolo che riveste nel supportare la crescita delle imprese, per poi esaminare l'operazione di acquisizione da parte di Alkemia SGR di Pakelo Motor Oil. L'obiettivo dell'analisi teorica e di quella empirica era di dimostrare come il private equity crea valore attraverso capitale, competenze e governance avanzata.

In un contesto segnato da difficoltà di accesso al credito e shock economici recenti, questa forma di investimento assume un ruolo strategico per lo sviluppo e la resilienza del tessuto imprenditoriale, risultando particolarmente rilevante per le PMI italiane, spesso sottocapitalizzate.

Al fine di argomentare questa affermazione, si è analizzato il caso Pakelo - Alkemia, studiandone le caratteristiche, la struttura e confrontandone i dati pre e post acquisizione, comparandoli anche alle previsioni enunciate nel piano industriale.

Lo studio è stato condotto attraverso un approccio metodologico che combina fonti teoriche e documenti redatti dalle società. Per la parte riguardante l'inquadramento generale , l'evoluzione storica, il contesto di mercato, le tipologie di operazioni e gli operatori del private equity si è fatto ricorso a libri, riviste specializzate, report di settore e articoli scientifici, che hanno permesso di delineare il quadro teorico del settore.

La parte dedicata al caso Pakelo è stata invece approfondita mediante l'analisi diretta di documenti aziendali, tra cui bilanci, relazioni sulla gestione, atti di fusione e visure camerali, integrati con un'intervista al CEO di Alkemia SGR. Questo insieme di fonti ha consentito di ottenere una prospettiva completa, coniugando la dimensione teorica con l'analisi empirica.

Determinante in questa ricerca è stata l'intervista rilasciata dal CEO di Alkemia, che ha dichiarato che Pakelo è stata scelta per la qualità del management, la solidità economico-finanziaria e il posizionamento competitivo distintivo nel mercato, con prospettive notevoli di crescita.

L'operazione di acquisizione si è compiuta il 24 luglio 2023, preceduta dalla costituzione, il 29 giugno 2023, di Pakelo Holding S.p.A., Pakelo Group S.p.A. e Pakelo Lubricants S.p.A. necessarie per realizzare la struttura societaria funzionale all'acquisizione del 100% di Pakelo Motor Oil S.p.A.. L'operazione, volta a creare un punto di riferimento nel segmento dei lubrificanti premium, è stata finanziata tramite Pakelo Lubricants, veicolo che ha

raccolto il senior financing necessario, poi fusa in Pakelo Motor Oil. Dai dati di bilancio 2023 di Pakelo Group emerge che il prezzo pagato per l'acquisizione ammonta a 22,25 milioni di euro, iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie. L'operazione è stata sostenuta dal fondo "Amarone", promosso da Alkemia, del valore di 50 milioni di euro destinato allo sviluppo di Pakelo.

Congiuntamente all'acquisizione sono state tracciate le linee guida del piano industriale, che prevedono il potenziamento della rete commerciale, lo sviluppo di nuovi prodotti, l'espansione internazionale e l'ottimizzazione del nuovo impianto produttivo per aumentare efficienza e capacità.

L'orizzonte temporale dell'investimento è di circa cinque anni, con conseguente exit prevista entro il 2027, tramite vendita a un operatore industriale o a un altro fondo di private equity.

L'analisi dei dati economici e finanziari pre e post acquisizione ha permesso di verificare se e in che misura l'operazione abbia generato valore.

I risultati, in primo luogo, hanno rivelato un incremento significativo degli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, un rafforzamento della struttura patrimoniale e una crescita del capitale investito netto, a testimonianza della capacità del fondo di supportare l'espansione aziendale e di imprimere una direzione strategica più solida. La maggiore disciplina gestionale e la razionalizzazione dei costi hanno consentito di generare efficienze significative.

L'analisi della fase post-acquisizione di Pakelo mette in evidenza un processo di creazione di valore, pur con alcune differenze rispetto al piano industriale. I ricavi, cresciuti da 30,7 milioni del 2019 a 52 milioni nel 2024, hanno registrato un incremento anche dopo l'ingresso di Alkemia, associato a un miglioramento della redditività, precisamente l'EBITDA è quasi raddoppiato, raggiungendo il 17% dei ricavi contro l'8-9% del periodo precedente all'acquisizione. Questo risultato è attribuibile a una gestione più efficiente dei costi e a un aumento della capacità produttiva.

A livello di EBIT e utile netto, i valori effettivi del 2024 si sono attestati al di sotto delle previsioni, a causa di maggiori ammortamenti e oneri finanziari derivanti dagli investimenti, i quali erano attesi in misura inferiore.

Dal punto di vista patrimoniale, l'azienda ha incontrato un'espansione del Capitale Investito Netto, che ha superato i 40 milioni, con immobilizzazioni materiali e immateriali sostanzialmente in linea con quanto previsto dal piano.

Altresì il Patrimonio Netto risulta coerente con le stime, mentre la gestione del capitale circolante ha mostrato maggiore efficienza, riducendo il fabbisogno operativo.
La Posizione Finanziaria Netta un indebitamento di circa 18 milioni, comunque inferiore rispetto ai 21 milioni previsti, migliorando quindi la sostenibilità finanziaria generale.
Ancora, l'intervista con Luca Maurizio Duranti, Amministratore Delegato di Alkemia SGR, ha concesso di identificare il modello di business del fondo, le logiche di selezione delle target e le strategie di creazione di valore.
Alkemia supporta le imprese non solo con il capitale, ma anche con competenze manageriali, relazioni strategiche e strumenti finanziari, alleggerendo il management dalla complessità delle operazioni straordinarie e permettendogli di concentrarsi sull'attività operativa.
Duranti ha avvalorato la filosofia di Alkemia: valorizzare il capitale umano esistente, anche in operazioni di maggioranza, mantenendo continuità gestionale e introducendo governance più strutturate. Secondo il CEO, il private equity in Italia non porta solo capitali, ma contribuisce a managerializzare le imprese, migliorarne l'efficienza e favorirne la crescita, con impatti positivi sia sul valore economico sia sul rafforzamento del tessuto produttivo nazionale.
L'analisi complessiva condotta conferma come l'intervento di un operatore istituzionale quale Alkemia SGR non possa essere ricondotto a una mera operazione di iniezione di capitale, ma debba piuttosto essere interpretato come un apporto integrato di natura strategica, manageriale e organizzativa. Il private equity, infatti, non si limita a fornire risorse finanziarie finalizzate a sostenere i piani di investimento, ma introduce all'interno della società target un insieme di competenze distintive, strumenti di governance avanzati e know-how operativo che contribuiscono in maniera decisiva al rafforzamento delle performance aziendali e alla conseguente creazione di valore.
Il caso di Pakelo Motor Oil rappresenta un esempio di tale approccio. L'operazione realizzata da Alkemia ha permesso di coniugare obiettivi di natura finanziaria, volti alla creazione di rendimento per gli investitori, con obiettivi industriali e di sviluppo, orientati alla crescita dimensionale, alla diversificazione dell'offerta e al consolidamento del posizionamento competitivo nel segmento dei lubrificanti premium. La valorizzazione del marchio, l'implementazione di nuove politiche di pricing, la managerializzazione dei processi e l'apertura a logiche di mercato più strutturate hanno determinato un miglioramento non solo in termini di marginalità e solidità patrimoniale, ma anche di

prospettive di lungo periodo.

Il caso in esame dimostra, dunque, come il private equity, se efficacemente strutturato e supportato da pianificazione strategica, possa assumere una duplice valenza nella creazione di valore, da un lato, configurarsi come generatore di rendimento per gli investitori, dall'altro, fungere da acceleratore di sviluppo per il tessuto imprenditoriale, contribuendo a colmare i tradizionali gap di sottocapitalizzazione e di debolezza gestionale che caratterizzano una parte significativa delle piccole e medie imprese italiane.

Riferimenti bibliografici

AIFI, *Capitali per lo sviluppo. Un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1999.

AIFI, *Gli operatori in Italia, Capitali per lo sviluppo.* Sesto Rapporto Biennale 1997-1998, Guerini e Associati, Milano 1997.

AIFI, *Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.aifi.it/visualizzaallegatonews.aspx?chiave=n426lGNs4K18KvcJziBDQk3g55938Y

AIFI, Quaderno n. 1, *Il private equity come motore di sviluppo*, 2004.

AIFI, Quaderno n. 28, *Private equity ed economia italiana*, 2011.

AIFI, Quaderno n. 34*, La performance dei fondi di private equity: aspetti valutativi, contabili e fiscali*, 2013.

AIFI, Quaderno n. 53*, L'attribuzione della creazione di valore nel private equity,* 2023.

Alvaro S., Annunziata F., *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, Consob, 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg17.pdf/9902776f-d6e8-2484-8c06-18f5687cb34b.

Annunziata F., *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane,* Analisi Giuridica dell'Economia, il Mulino, Fascicolo 1-2, gennaio-dicembre 2021.

Assolombarda, *Capitale di Rischio: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, 6 febbraio 2024.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2025, reperibile all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/

Bansraj D., *Buy-and-Build Strategies*, 2025, reperibile all'indirizzo: https://ssrn.com/abstract=1

Barrucci A., *Il private equity in italia: mercato e contesto normativo*, Giappichelli, Torino, 2005.

Bartlett J.W., *Fundamentals of Venture Capital*, Madison Books, New York 1999.

Belli F., Mazzini F., Tedeschi R., *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano 1998.

Bierman Jr. H., *Private Equity, Transforming Public Stock to Create Value*, John Wiley & Sons, Hoboken (NJ), 2003.

Botadini P., *Manuale di organizzazione*, ISEDI, Milano, 1978.

Bozzoli S., *Valutazione d'azienda: tecniche operative di misurazione del valore*, IPSOA, Milano, 2010.

Bracchi G., *Private equity: investire nello sviluppo delle imprese nei momenti di recessione*, pubblicazione interna AIFI, 2009.

Brealey R.A., Myers R.A., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2007.

Buttignon F., *La strategia aziendale ed il valore economico del capitale*, CEDAM, Padova, 1990.

Bygrave W.D., Hay M., Peeters J.B., *Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, London, 1994.

capitale di rischio, Guerini Studio, Milano, 2008.

Caprio, L., *Mercati finanziari e sistema delle imprese*. Rivista Internazionale di Scienze Sociali, 106(2), 243–273, 1998, reperibile all'indirizzo: https://www.jstor.org/stable/41623982

Carlotti M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, EGEA, Milano, 2006.

Cattero B., *L'ambivalenza asimmetrica del private equity nell'economia finanziarizzata*, Rassegna Italiana di Sociologia, il Mulino, Fascicolo 1, gennaio-marzo 2012.

Cenni S., Ferretti R., *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, G. Giappichelli

Chalmers J., Wang Z.J., Yang J., *Organizational form and liquidity management: Evidence from open- vs. closed-end municipal bond funds*, *Finance Research Letters*, vol. 73, marzo 2025.

Cirla M., *25 anni di private equity in Italia*, Guerini Next, 2024.

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 1994.

Cumming D., *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, Wiley, 2016.

Cumming D., Wright M., Siegel D.S., *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*. Journal of Corporate Finance, Vol. 13, 439-460, March 2007, reperibile all'indirizzo: http://ssrn.com/abstract=983802

De Cecco M., Ferri G., *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, Banca d'Italia, Temi di discussione n. 242, dicembre 1994.

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 71 del 26 marzo 1998.

Dessy A., *Il fabbisogno e l'equilibrio finanziario dell'impresa*, in Gervasoni A., Finanziare l'impresa, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1999.

Dessy A., Vender J., *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 1996.

Diamond S.C., *Leveraged Buy-outs*, Dow Jones-Irwin, Homewood (IL), 1985.

Dimson E., Karakas O., Li X., *Active Ownership*, The Review of Financial Studies, vol. 28, Issue 12, 2015.

Dossena G., *Leva operativa e leva finanziaria nello sviluppo dell'impresa industriale*, Finanza, marketing e produzione, n. 1, 1988.

Ecclcs R.G., Klimenko S., *The Investor Revolution*, Harvard Business Review, 2019. Editore, 2006.

European Private Equity and Venture Capital Association, *Glossary*.

EY, *Geostrategic outlook*, *How geopolitics is driving transformation*, 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/geostrategy/documents/ey-2025-geostrategic-outlook.pdf

EY, *State of Private Equity (PE) Report Europe 2024 Review*, marzo 2025, reperibile all'indirizzo: https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/de-de/newsroom/2025/03/ey-state-of-pe-report-europe-2024.pdf

Financial Times, *Investors offloaded record volume of PE stakes in 2024*, gennaio 2025.

Fraidin M., Foster S., *The Evolution of Private Equity and the Change in General Partners Compensation Tenns*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. XXIV, 2019.

Fraser-Sampson G., *Private Equity as an Asset Class. The Wiley Finances Series, Incorporated II Edition*, John Wiley & Sons, New York, 2017.

Gervasoni A., *Come finanziare l'impresa*, Guerini Next, Milano, 2014.

Gervasoni A., *Private Equity and Venture Capital. Regulation and Good Practice*, Risk Books, London, 2014.

Gervasoni A., Sattin F. L.*, Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel*

Gervasoni A., Sattin F. L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel*

Gilligan J., Wright M., *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, 2020.

Gompers P., Lerner J., *Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations*, Journal of Financial Economics, vol. 55, 281–325, 2000.

Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2008.

Hsu D.H., Kenney M., *Industrial and Corporate Change Advance Access*, 21 giugno 2005.

Invest Europe, *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments*.

Ippolito R., Etro L., *Private Capital: Principi e pratiche di private equity e private debt*, Egea, 2024.

Kaplan S.N., Stromberg P., *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Journal of Economic Perspectives, vol. 23, 121-146, 2009.

KPMG, *M&A e mercato del Private Equity. I principali highlights del 2024 e l'outlook 2025*, reperibile all'indirizzo: https://kpmg.com/it/it/insights/2025/03/m-a-e-mercato-del-private-equity-.html.

Lake R., Lake R.A., *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*, Euromoney Books, London, 2000.

Lerner J., *Venture Capital and Private Equity. A Casebook*, J. Wiley & Sons, New York, 1999.

Liaw K.T., *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview,* Wiley, 2005.

Long M.H., *Financing the New Venture: A Complete Guide to Raising Capital from Venture Capitalists, Investment Bankers, Private Investors, and Other Sources*, Mams Media Corporation, Holbrook (MA), 2000.

Lorenz T., *Venture Capital Today*, Woodhead-Faulkner, Cambridge, 1985.

Metrick A., Yasuda A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, seconda edizione, John Wiley & Sons Inc, 2010.

Mishkin F., *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson, 9ª edizione, settembre 2019.

Orlando T., Rodano G., *Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19*, Banca d'Italia, 23 dicembre 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0590/index.html

Osservatorio sui Biolubrificanti, *Biolubrificanti, le caratteristiche, i benefici, le prospettive*, Fondazione Ecosistemi, ottobre 2021.

Pakelo Group S.p.A., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2023.

Pakelo Group S.p.A., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2024.

Pakelo Group S.p.A., *Visura ordinaria società di capitale*, documento n. A C217B4BG574D570446F0, Registro Imprese, 17 febbraio 2025.

Pakelo Holding S.p.A., *Bilancio consolidato*, 31 dicembre 2023.

Pakelo Holding S.p.A., *Bilancio consolidato*, 31 dicembre 2024.

Pakelo Holding S.p.A., *Relazione sulla gestione*, 31 dicembre 2023.

Pakelo Holding S.p.A., *Relazione sulla gestione*, 31 dicembre 2024.

Pakelo Holding S.p.A., *Visura ordinaria società di capitale*, documento n. A C217B45XNL3DB003CC47, Registro Imprese, 17 febbraio 2025.

Pakelo Lubricants S.p.A., *Relazione dell'organo amministrativo a supporto del progetto di fusione*, 21 giugno 2024.

Pakelo Lubricants S.p.A., Visura ordinaria società di capitale, documento n. A C215D11GV83DB0033B66, Registro Imprese, 28 gennaio 2025.

Pakelo Lubrificants S.p.A., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2023.

Pakelo Motor Oil S.p.A., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2023.

Pakelo Motor Oil S.p.A., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2024.

Pakelo Motor Oil S.p.A., *Visura ordinaria società di capitale*, documento n. A C215D0TWL94D570491ED, Registro Imprese, 28 gennaio 2025.

Pakelo Motor Oil S.r.l., Bilancio d'esercizio, 31 dicembre 2019.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2020.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2021.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Bilancio d'esercizio*, 31 dicembre 2022.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Relazione sulla gestione*, 31 dicembre 2020.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Relazione sulla gestione*, 31 dicembre 2021.

Pakelo Motor Oil S.r.l., *Relazione sulla gestione*, 31 dicembre 2022.

Pratt S.E., *How to Rise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York, 1980.

Preqin, *2020 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*.

Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Banca d'Italia, provvedimento del 19 gennaio 2015 (come modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2016), reperibile all'indirizzo:

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/index.html

Rizzo A., *Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito*, reperibile all'indirizzo: https://www.collegio.geometri.cn.it

Siani G., *Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali*, Banca d'Italia, 15 febbraio 2023.

Stringham E., Vogel J., *The Leveraged Invisible Hand: How Private Equity Enhances the Market for Corporate Control and* Capitalism Itself, European Journal of Law and Economics, n. 46, 2018, 223-244.

Talmor E., Vasvari F., *International Private Equity*, Wiley, New York 2011.

Ringraziamenti

Ringrazio di cuore la mia famiglia, il mio fidanzato e i miei amici che mi hanno sempre sostenuta in questi anni.

Ringrazio il team di Alkemia, in particolare Luca Maurizio Duranti e Walter Gaiani per l'aiuto datomi nell'elaborazione di questa Tesi di Laurea, ma anche per avermi insegnato molto e fatto appassionare al mondo del private equity.