

PRIVATE EQUITY

PRIVATE EQUITY ED EXIT, ANATOMIA DI UNA DIFFICOLTÀ STRUTTURALE

Laura Morelli 12 marzo 2026



Fabio Sattin, foto concessa



Tempo di lettura: **5 min.**

Salva notizia

Acquistare un'azienda a un certo prezzo e, dopo alcuni anni, riuscire a rivenderla a un valore possibilmente più elevato. In estrema sintesi è questo il mestiere del private equity. Fino a pochi anni fa questo modello risultava relativamente semplice da realizzare. Oggi non è più così.

Creare valore richiede tempi più lunghi e competenze più articolate, in un contesto di mercato molto più competitivo. Allo stesso tempo, monetizzare gli investimenti è diventato più difficile, perché i tempi delle dismissioni si sono allungati. E il momento più delicato resta sempre quello dell'exit.

Dopo il picco registrato nel 2021, l'industria del private equity ha incontrato crescenti difficoltà nel realizzare disinvestimenti, con un marcato rallentamento nel biennio 2022-2023.

"Il tema delle exit è centrale per l'industria del private equity", osserva **Fabio Sattin, presidente esecutivo di Private Equity Partners e professore a contratto di Private Equity e Venture Capital all'Università Bocconi di Milano.** "Per come sono strutturati i fondi, infatti, senza la vendita delle partecipazioni in portafoglio non è possibile distribuire i ritorni agli investitori".

Distinzione importante

Per comprendere le ragioni delle difficoltà emerse negli ultimi anni, secondo Sattin è necessario operare una distinzione preliminare. "Il problema riguarda soprattutto una parte dell'industria del private equity, **quella dei fondi di buyout**, che rappresentano

comunque circa il 70% delle risorse investite in Europa e che utilizzano quasi sempre la leva finanziaria per realizzare le operazioni". Diversa, almeno in parte, è la situazione dei fondi di **expansion o growth capital**, che effettuano investimenti di minoranza, e dei fondi di **venture capital**, i quali operano con dinamiche di rischio differenti e con un utilizzo molto più contenuto dell'indebitamento. "Anche questi segmenti, tuttavia, stanno oggi affrontando alcune difficoltà", aggiunge Sattin.

Un ulteriore elemento strutturale riguarda la forma giuridica prevalente degli investimenti: quella del **fondo chiuso**. Questo strumento prevede una durata definita e, di conseguenza, impone ai gestori di realizzare le dismissioni entro un orizzonte temporale prestabilito. Peranto, "in fasi di mercato complesse come quella attuale -spiega -, questo vincolo temporale può diventare un problema significativo".

Un problema che affonda le radici nel passato

Le difficoltà attuali hanno origini anche nel contesto macroeconomico degli anni successivi alla pandemia. "Dopo il Covid, i tassi di interesse estremamente bassi, l'enorme liquidità raccolta dai fondi e l'intensificarsi della competizione hanno spinto molti operatori di buyout ad acquistare aziende a multipli molto elevati, spesso a doppia cifra", spiega Sattin. Allo stesso tempo, il livello di leva finanziaria utilizzato nelle operazioni è cresciuto in modo significativo. **"In molti casi - dice - una parte rilevante dei rendimenti attesi era legata più alla struttura finanziaria dell'operazione che non alla reale creazione di valore industriale"**.

Il risultato è stato un generale aumento dei prezzi delle aziende e un utilizzo della leva sostenuto anche dalla disponibilità delle banche a finanziare queste operazioni.

Il successivo cambiamento del contesto macroeconomico ha però modificato rapidamente lo scenario. Come spiega Sattin: "L'aumento dei tassi di interesse ha reso più oneroso il servizio del debito e quindi più difficile la sostenibilità di molte strutture finanziarie. Allo stesso tempo, le tensioni geopolitiche hanno aumentato l'incertezza economica". **Di conseguenza, le valutazioni elevate pagate negli anni precedenti non sono più risultate sostenibili.** E "in molti casi i fondi si sono trovati ad aver acquistato aziende a prezzi che il mercato non è più disposto a riconoscere".

Chi riesce a vendere

Non tutti gli operatori si sono però trovati nella stessa situazione. **"I fondi che sono riusciti a realizzare exit soddisfacenti sono generalmente quelli che avevano selezionato asset di qualità** e che, durante il periodo di investimento, hanno lavorato concretamente sul miglioramento operativo delle aziende", osserva Sattin. Il rafforzamento industriale, l'espansione commerciale o l'implementazione di strategie di crescita hanno infatti consentito in alcuni casi di compensare la compressione dei multipli di mercato.

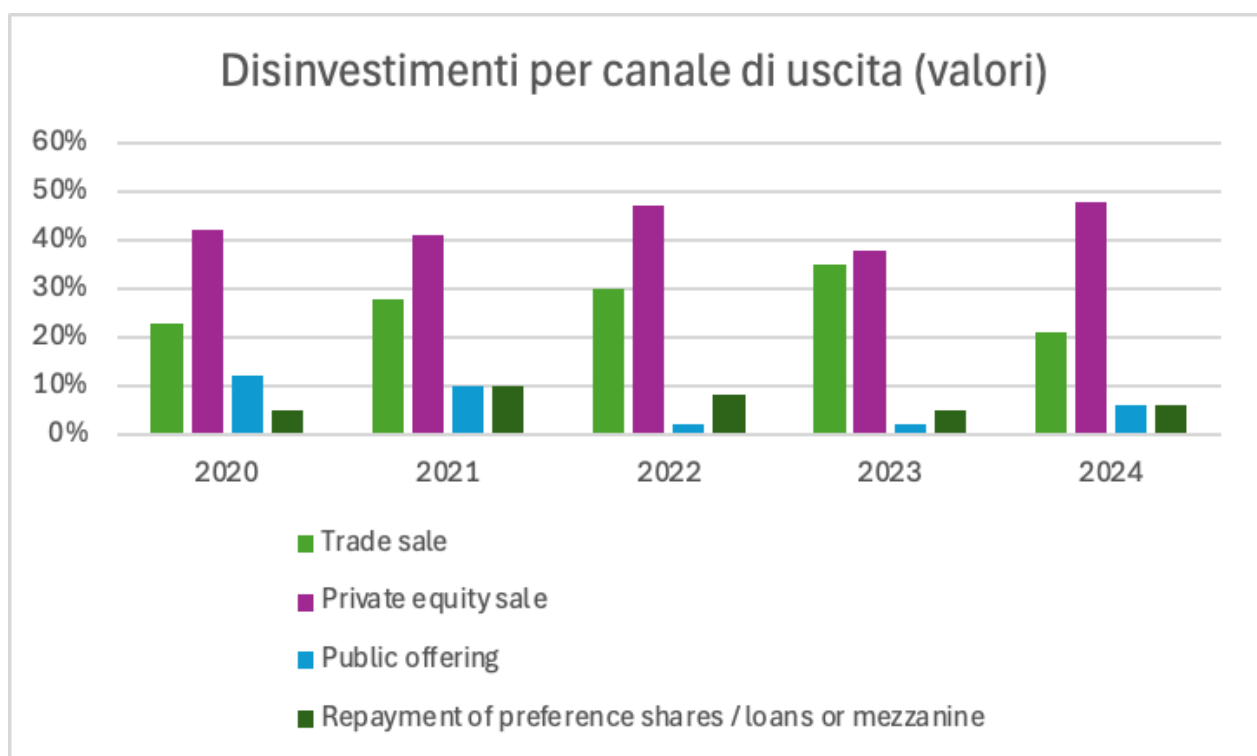
"Molti altri operatori, invece, si sono trovati costretti a vendere in condizioni meno favorevoli, soprattutto quando il fondo era vicino alla scadenza".

Il ruolo dei diversi acquirenti

Per comprendere meglio le difficoltà attuali del mercato delle exit è utile analizzare anche **chi acquista le aziende cedute dai fondi di private equity**. "Non è la debolezza della Borsa il vero problema", osserva Sattin. Infatti, secondo i dati di **Invest Europe**, nel 2024 le imprese industriali hanno rappresentato circa il **21% degli acquirenti** delle società vendute dai fondi, una percentuale in progressiva diminuzione.

"Tradizionalmente - spiega Sattin - l'acquirente industriale era quello disposto a pagare i prezzi più elevati. Oggi molte aziende non sono più disposte a riconoscere i multipli che si erano affermati negli anni precedenti". Al contrario, è cresciuto il peso di altri fondi di private equity come acquirenti.

Sempre secondo i dati di settore (Invest Europe 2024) le vendite effettuate ad altri operatori di private equity hanno rappresentato il **47% del valore delle operazioni di exit**.

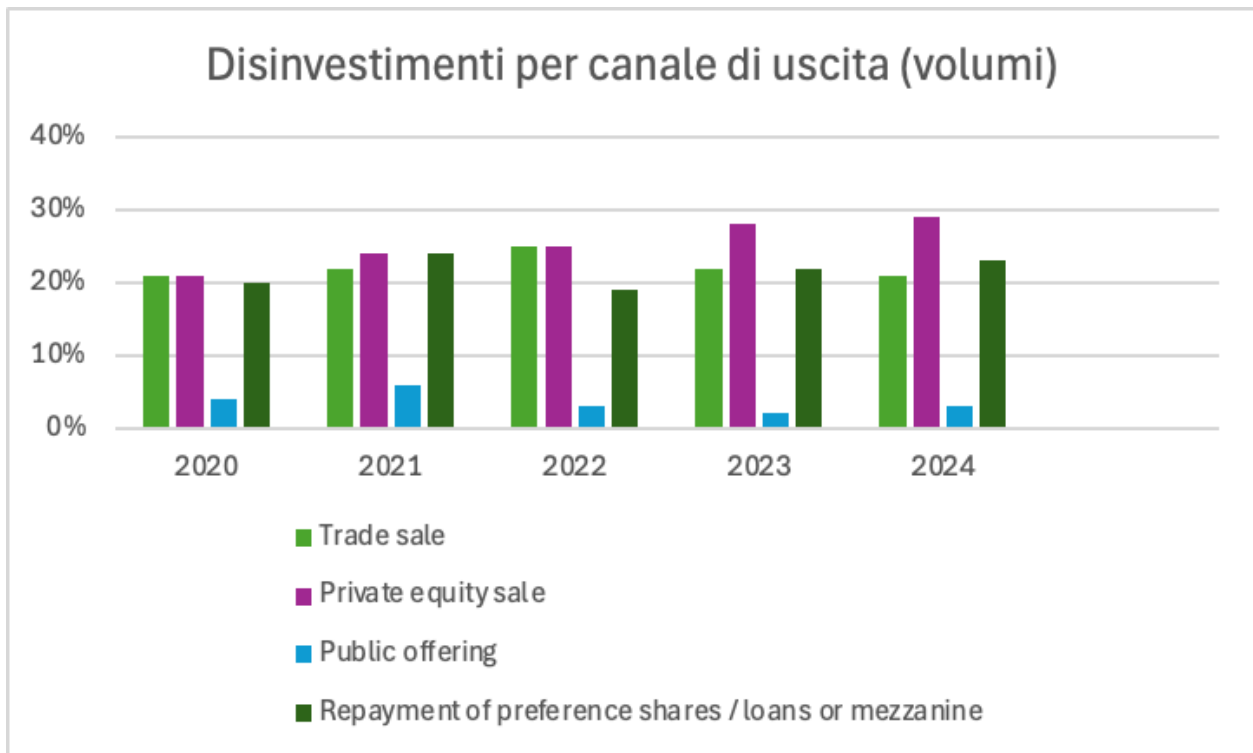


Fonte: Invest Europe

"Questo significa che una parte rilevante delle aziende viene ceduta da un fondo a un altro fondo". Una pratica ormai consolidata, ma non sempre apprezzata dagli investitori: "Molti investitori istituzionali partecipano a più fondi. Quando le aziende vengono scambiate tra fondi diversi, esiste il rischio di ritrovarsi indirettamente esposti agli stessi asset".

L'IPO non è la soluzione principale

Un altro possibile canale di disinvestimento è rappresentato dalla quotazione in Borsa. Negli ultimi anni tuttavia il mercato delle IPO si è significativamente ridimensionato. Le offerte pubbliche iniziali rappresentavano circa il **12% delle exit nel 2020**, mentre nel **2024 sono scese al 6%**.



Fonte: Invest Europe

"In realtà l'IPO non è mai stata la via di uscita preferita per i fondi di buy-out che quasi sempre detengono il controllo di una società", spiega Sattin. Il motivo è semplice: nella maggior parte dei casi non è possibile vendere immediatamente l'intera partecipazione, soprattutto quando il fondo possiede quote molto elevate o prossime al 100%.

"Per questo motivo viene spesso adottata una strategia di **dual track**, che consiste nel preparare simultaneamente una quotazione in Borsa e una vendita privata, lasciando al mercato la possibilità di determinare quale delle due opzioni generi il valore migliore".

Le possibili soluzioni

In un contesto caratterizzato da prezzi elevati, maggiore selettività degli acquirenti industriali e fondi che devono comunque realizzare disinvestimenti per restituire capitale agli investitori, l'industria ha iniziato a sperimentare nuove soluzioni.

Proprio per questo negli ultimi anni sono emerse nuove strutture di investimento, come il **permanent capital** o i cosiddetti **continuation fund**, che consentono di prolungare l'orizzonte degli investimenti. "Si tratta tuttavia di strumenti da utilizzare con grande attenzione, per evitare potenziali conflitti di interesse tra gestori e investitori", avverte il professore.

In particolare, secondo i dati di **PitchBook**, nel 2025 il mercato globale dei continuation fund – spesso definiti anche **GP-led transactions** – ha raggiunto circa **106 miliardi di dollari**, rispetto ai **71 miliardi del 2024**, proseguendo un trend di crescita iniziato negli anni precedenti (il mercato valeva meno di 50 miliardi nel 2014).

Un'altra soluzione è rappresentata dalle strutture di **permanent capital**, che alcuni definiscono come "la nuova frontiera del private equity". Si tratta, spiega Sattin "di veicoli

di investimento diversi dal fondo chiuso tradizionale. Possono assumere la forma di holding quotate, dove la liquidità per gli investitori deriva dalla negoziazione delle azioni sul mercato, oppure di strutture non quotate con meccanismi di uscita periodica simili a quelli degli hedge fund".

Un progetto di:

FUNDSPeOPLE

BlackRock

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

NEUBERGER BERMAN

PANTHEON

P I M C O

UBS

PARTNERS
GROUP