

REPORT

Venture capital, al netto del mega-round di debito di Bending Spoons, oltre 400 mln euro raccolti nel Q1 2025

L'INTERVISTA

Attila Kiss (Gruppo Florence):
La sfida dei dazi?
Possiamo vincerla

PRIVATE EQUITY

MULTIPLI SUL SALISCENDI





Sommario

INCHIESTA

Private Equity

06 Sul mercato globale m&a e del private equity, è scesa una nebbia fitta, dopo 4 anni di saliscendi, come emerge dall'analisi dei multipli EV/ebitda delle operazioni mappate da BeBeez Private Data. Vitale per i fondi individuare i target giusti

Private equity sul saliscendi



L'INTERVISTA

Management

16 La sfida dei dazi? Possiamo vincerla

Parla Attila Kiss, ceo di gruppo Florence, che produce buona parte dei cataloghi di tante icone dello stile e che ora deve affrontare la sfida delle tariffe doganali paventate da Trump. Alle ovvie maggiori difficoltà nelle vendite si aggiunge la quasi impossibilità di spostare le produzioni Oltreoceano. Ma la moda non vive di soli Usa. Le alternative non mancano e nemmeno nuove opportunità di ulteriore crescita.



NEWS NEL MONDO

LARRY FINK, IL FUTURO DEGLI INVESTIMENTI È NEI PRIVATE ASSETS. IL PRESIDENTE DI BLACKROCK SPIEGA IL PERCHÉ NELLA SUA LETTERA ANNUALE AGLI AZIONISTI DEL COLOSSO USA DELL'ASSET MANAGEMENT. [LEGGI TUTTO](#)



PRIVATE DEBT

I numeri del Report di BeBeez

101

numero di round di VC nel Q1 2025 in Italia

Sono stati **101 i round di venture capital** annunciati nel primo trimestre 2024 da startup o scaleup di matrice italiana, cioè fondate da italiani, sebbene non necessariamente con sede in Italia, per un totale di **poco più di 1,1 miliardi di euro**, considerando anche il mega-round di **venture debt di BendingSpoons**, primo sviluppatore europeo di app per dispositivi mobil, che a fine marzo si è assicurata ben **600 milioni di euro** da un gruppo di investitori guidato da **Blackstone** e **Silver Point** ([si veda altro articolo di BeBeez](#)). Sono i dati che emergono dal **Report Venture Capital Q1 2025 di BeBeez** (disponibile agli [abbonati a BeBeez News Premium](#) e [BeBeez Private Data](#)). Al netto di questo round di venture debt, quindi, la raccolta del primo trimestre 2025 si attesta a circa **527 milioni**, in calo dai **499 milioni** mappati da *BeBeez* per il primo trimestre 2024, anno che poi si è chiuso con una raccolta complessiva di **1,7 miliardi di euro** spalmati su 287 round (si veda qui il [Report Venture Capital 2024 di BeBeez](#), disponibile [agli abbonati a BeBeez News Premium](#) e [BeBeez Private Data](#)). [Leggi tutto](#)

1,126

MLD EURO

valore dei round di VC nel Q1 2025 in Italia

600

MLN EURO

valore del mega-round di venture debt di BendingSpoons

499

MLN EURO

valore dei round di VC nel Q1 2024 in Italia

Be Beez

Tutte le news e gli approfondimenti di BeBeez per meno di un caffè al giorno

Cari lettori, vi ricordiamo che per leggere tutte le notizie di *BeBeez* e restare aggiornati sui private markets senza limitazioni, è necessario sottoscrivere uno dei nostri abbonamenti: **BeBeez articoli base** oppure **BeBeez News Premium**.

Offrire informazione di qualità costa tempo e fatica e richiede curiosità, serietà e tanta passione. Quello che vi chiediamo è solo un piccolo contributo. Per *BeBeez News Premium* stiamo parlando di molto meno di un caffè al giorno.

Vi aspettiamo e grazie di leggerci!

Stefania Peveraro
direttore di *BeBeez*



Impatto dazi, nuova frenata in vista per m&a e private equity



Cari lettori,

non c'è dubbio che il tema economico-finanziario di discussione del mese di aprile nel mondo siano stati **i dazi sulle merci in entrata negli Usa** voluti dal presidente **Donald Trump**. Sebbene già annunciati in precedenza, nel momento in cui sono arrivati davvero i mercati finanziari internazionali hanno accusato pesantemente il colpo, con l'ovvia **conseguenza che anche i private markets ne stanno soffrendo l'impatto indiretto sia sul fronte delle prospettive delle aziende in portafoglio** agli investitori di private equity e venture capital sia su fronte delle **prospettive di fundraising**, che, già rese difficili da uno scenario di tassi di interesse che nell'ultimo anno non sono scesi quanto atteso, ora sono ancora più difficili, dato che il calo del valore degli asset quotati in portafoglio agli investitori istituzionali li spingerà a **riequilibrare le loro asset allocation effettive rispetto a quelle obiettivo, ridimensionando l'esposizione ai private markets**. Il tutto mentre l'**attività di m&a**, che si stava riprendendo dopo il calo netto del 2023, ora registrerà probabilmente un nuovo stand-by e i multipli di valutazione delle aziende target degli investitori di private equity, che erano in risalita, a loro volta probabilmente torneranno a scendere. Di tutto questo ci siamo quindi occupati in questo numero di *BeBeez Magazine*.

In particolare, l'inchiesta di copertina parte dai numeri e mostra dove siamo tema di attività di m&a e di valutazioni aziendali, utilizzando anche i multipli estratti da **BeBeez Private Data**, il database del private capital di *BeBeez*, che permettono quindi di individuare dei trend per singoli settori, sebbene i dati di EV disponibili per le operazioni di private equity italiane siano notoriamente molto pochi. La sensazione è che gli investitori ora stiano adottando un approccio simile a quello che avevano adottato nel 2020 allo scoppio della pandemia: concentrazione delle forze sulle aziende in portafoglio e acquisizioni mirate a rafforzarle, mentre le nuove operazioni dirette saranno condotte con molta più attenzione, in settori considerati meno sensibili all'impatto dazi o su aziende considerate leader del proprio mercato.

Sul fronte delle prospettive delle aziende partecipate, i settori economici più colpiti direttamente si dice saranno automotive, beni strumentali, infrastrutture in costruzione, ferrovie e trasporti su gomma, rivenditori e beni di consumo discrezionali. Lo si legge **per esempio in questo report di Morningstar DBRS**, che fornisce anche un riassunto molto chiaro di quanto è accaduto sul tema in questo mese. Il 2 aprile è stato annunciato un dazio generalizzato del 10% su quasi tutte le merci importate negli Stati Uniti, con effetto dal 5 aprile. Il 9 aprile sono entrati in vigore anche ampi dazi reciproci su partner commerciali con

significativi surplus nei confronti degli USA. La Cina, con i 145% di dazi, è il paese più colpito finora. Sempre il 9 aprile, l'Amministrazione ha imposto una pausa di 90 giorni sui dazi reciproci (esclusa la Cina). I dazi di base del 10% restano attivi. I paesi in pausa restano comunque esposti al rischio di futuri dazi significativi. Il 12 aprile è stato annunciato che smartphone, computer e alcuni altri dispositivi elettronici sono temporaneamente esenti dai dazi reciproci. Tuttavia, l'intenzione è comunque di applicare dazi su questi prodotti (in gran parte importati dalla Cina). Altri prodotti temporaneamente esenti includono rame, prodotti farmaceutici, semiconduttori, energia e minerali specifici. Canada e Messico sono temporaneamente esenti dal dazio base del 10% per i beni coperti dall'accordo USMCA. Sono stati imposti inoltre dazi specifici per settore: 25% per veicoli e componenti auto (rispettivamente dal 3 aprile e dal 3 maggio 2025) e per acciaio e alluminio (dal 12 marzo 2025). In risposta, vari partner commerciali degli USA (tra cui Cina, Canada e UE) hanno annunciato o pianificano contromisure, alimentando l'incertezza. Nel 2024, gli USA hanno importato beni per 3.300 miliardi di dollari ed esportato per 2.100 miliardi. **Se pienamente implementati, i dazi farebbero salire la media tariffaria statunitense al 25% (contro l'1,7% del periodo 2000-2024)**. Anche con la pausa sui dazi reciproci, il tasso medio potrebbe comunque salire al 13-14%, considerando i dazi base del 10%, il 145% sulla Cina e il 25% per acciaio, alluminio e settore auto.

In questo quadro ci sono settori che hanno qualche chance in più di altri di uscire indenni o quasi. **"Probabilmente i brand con prodotti destinati ai top spender**, le cui scelte sono abbastanza insensibili al prezzo, **subiranno meno l'effetto dazi"**, ha detto a *BeBeez Magazine* **Attila Kiss**, ceo del **Gruppo Florence**, piattaforma di aggregazione di piccole aziende italiane fornitrici dei grandi brand della moda internazionale, che in un'intervista esclusiva ha anche sottolineato i vantaggi rappresentati dal fatto che Florence è un gruppo nel quale sono state centralizzate **"diverse funzioni aziendali"**, penso alla finanza, all'informatica, alla gestione delle risorse umane, con conseguenti risparmi di costo. In condizioni di mercato avverse, queste caratteristiche pongono una piattaforma come la nostra in posizione molto migliore rispetto a un'azienda stand-alone, magari monoprodotto".

Stefania Peveraro
Direttore di BeBeez
Founder di EdiBeez srl
stefania.peveraro@edibeez.it

Leggi
online

tutti i numeri
di BeBeez
Magazine



BeBeez Magazine è il magazine settimanale di BeBeez, la testata giornalistica quotidiana dedicata al private capital, pubblicata da **EdiBeez srl** (aut. Tribunale di Milano n. 102 del 3 aprile 2013)
Sede legale corso Italia, 22 - 20122 Milano - Sede operativa, corso Venezia, 8 - 20121 Milano
Direttore responsabile Stefania Peveraro - stefania.peveraro@edibeez.it
Hanno collaborato a questo numero: Giuliano Castagneto - Progetto grafico: Luca Ballirò

Be Beez
INTERNATIONAL



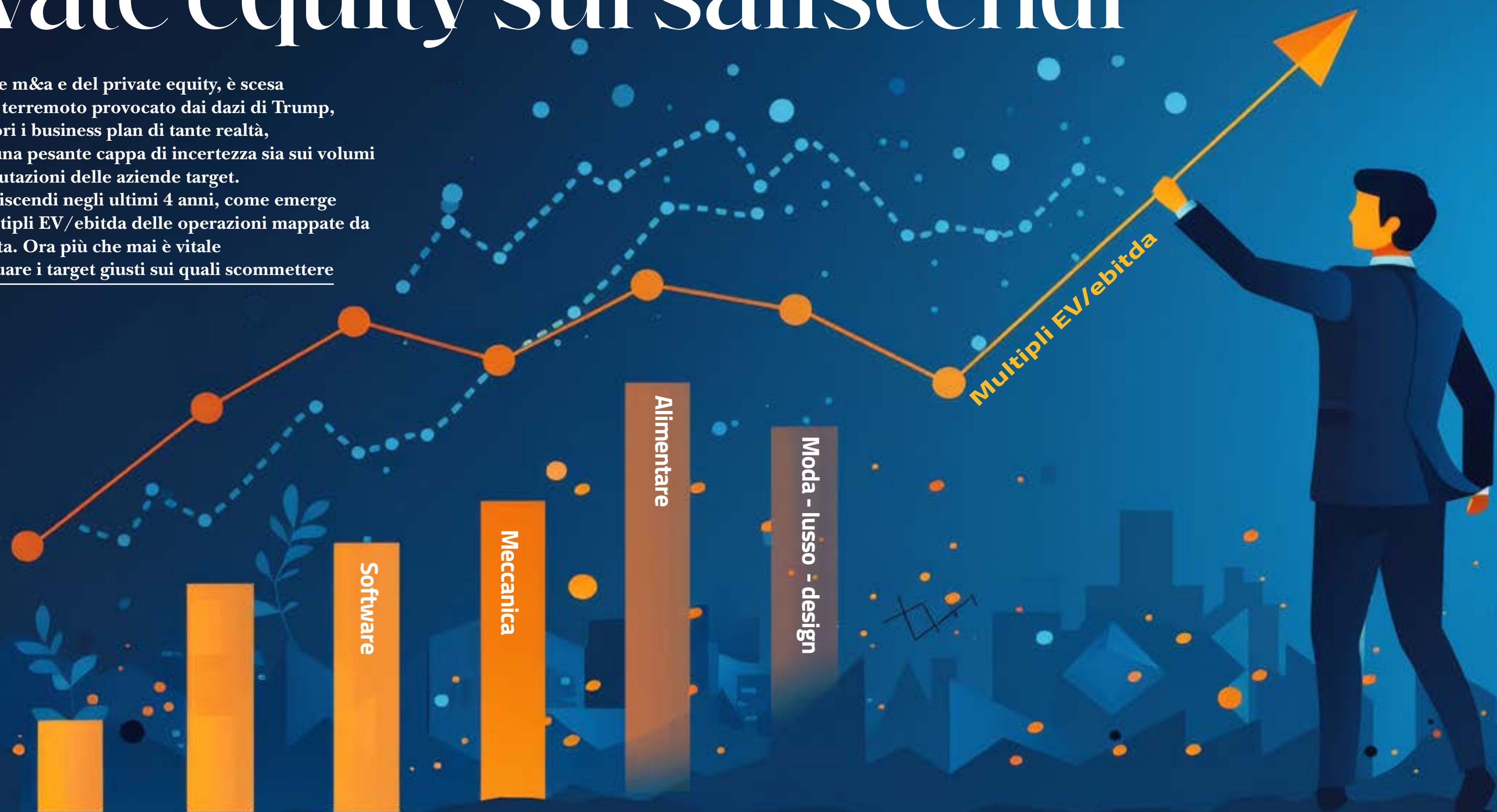
bebeez.eu

BeBeez International is the new born internet site
where you need to be as a private capital investor
in Europe or willing to come to Europe

Private equity sul saliscendi

Sul mercato globale m&a e del private equity, è scesa una nebbia fitta. Il terremoto provocato dai dazi di Trump, che rendono aleatori i business plan di tante realtà, ha fatto scendere una pesante cappa di incertezza sia sui volumi di deal sia sulle valutazioni delle aziende target. In un ennesimo saliscendi negli ultimi 4 anni, come emerge dall'analisi dei multipli EV/ebitda delle operazioni mappate da BeBeez Private Data. Ora più che mai è vitale per i fondi individuare i target giusti sui quali scommettere

di Giuliano Castagneto



La prima metà del decennio in corso ha riservato più di un grattacapo agli investitori in private equity, soprattutto perché le

valutazioni delle aziende, sia quelle non quotate sia quelle oggetto di delisting, sono finite sull'ottovolante, con repentine salite subito seguite a scivoloni. Il motivo?

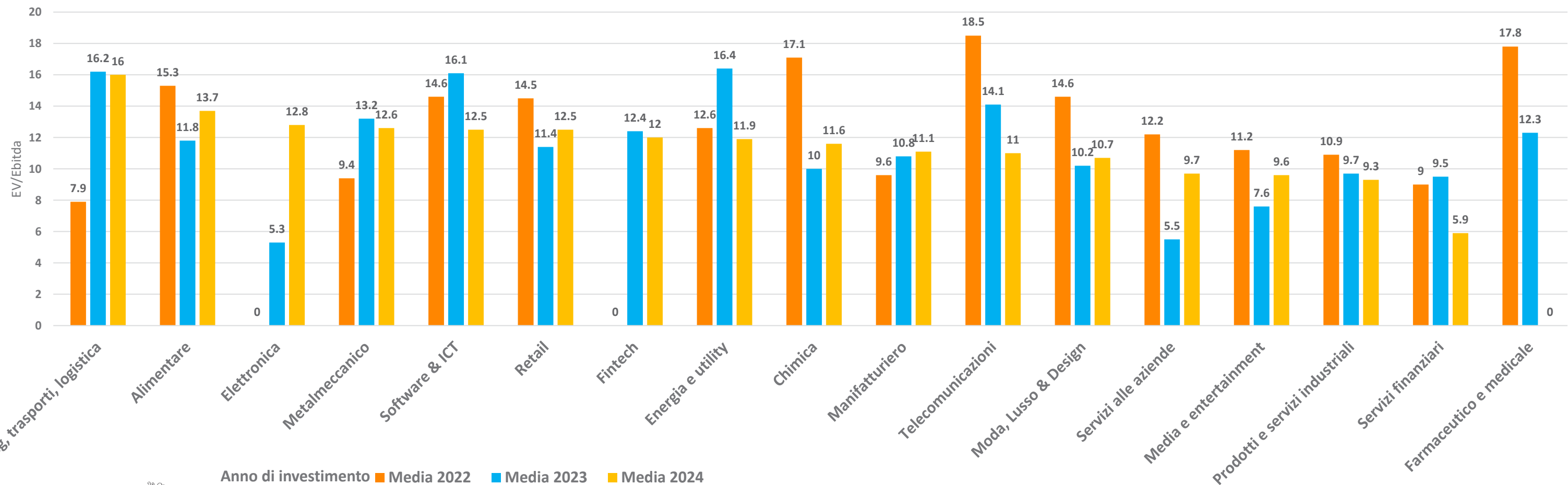
Il passaggio di uno stormo di cigni neri. Dapprima la pandemia, poi l'illusione del ritorno alla normalità con l'uscita dal lockdown, ma poi ecco che è scoppiata la

guerra in Ucraina, un anno e mezzo dopo la crisi di Gaza (e conseguenti sussulti del mercato del petrolio) e infine il ciclone dazi-Trump sul commercio internazionale.

Così l'attività di m&a si è bloccata, poi è ripartita poi è crollata di nuovo e non ha fatto in tempo a recuperare lo scorso anno che un'altra volta lo scenario macro si

ripropone complicato e difficile da interpretare. Così al momento si naviga a vista e scegliere bene le aziende target diventa ora più vitale che mai.

MULTIPLI EV/EBITDA DI OPERAZIONI DI PE ITALIANE PER SETTORE



Fonte: BeBeez Private Data

IL SALISCENDI DEI NUMERI DELL'M&A E DEI MULTIPLI

Quando nel 2021 è cessata, grazie ai vaccini, la fase più acuta della pandemia da Covid, i governi di vari Paesi europei, Italia in testa, hanno rimosso le restrizioni al movimento di persone e cose, e le economie ne hanno tratto beneficio immediato. Il PIL italiano nel 2021 è cresciuto di quasi il 6% dall'anno del lockdown e il mercato del m&a non ha tardato ad adeguarsi al nuovo clima di fiducia, con una sensibile crescita dei volumi delle operazioni e dei multipli di valutazione. Ma poi, come detto, le cose sono tornate a complicarsi e quindi

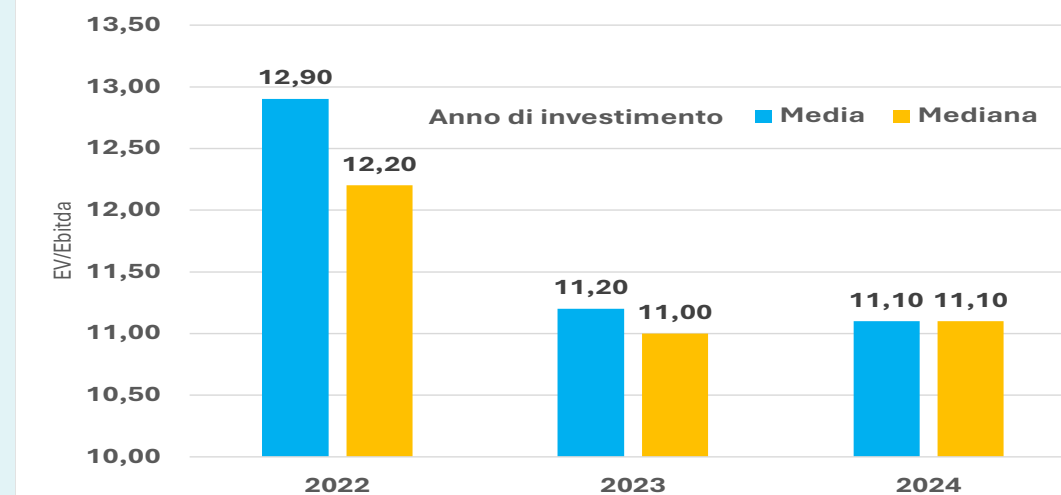
COME SONO CALCOLATI I MULTIPLI EV/EBITDA DI BEBEEZ PRIVATE DATA

Dall'inizio di aprile il database di BeBeez, [BeBeez Private Data](#), fornisce anche i **multipli di valutazione EV/ebitda**, indice di riferimento nel mercato m&a, per le operazioni di effettuate da fondi private equity, dalle loro partecipate (add-on), da club deal e da altri investitori. I multipli sono ovviamente disponibili per quelle operazioni di cui si conosce l'**Enterprise Value (EV)**, che è il primo step per il calcolo del rapporto, ed è calcolato, sommando all'equity value (se c'è la possibilità di determinarlo) la posizione finanziaria netta (PFN) coerente con la data dell'operazione, se disponibile. Se per esempio un'operazione ha avuto luogo

nell'aprile del 2024, viene applicata la PFN alla fine del 2023. Se fosse disponibile solo quella a fine 2022, l'EV non viene calcolato e quindi nemmeno il multiplo. Una volta calcolato l'EV, si tratta di applicare un dato di ebitda che sia anch'esso coerente con la data dell'operazione. Se questa ha avuto luogo nel marzo di un dato anno, viene applicato l'ebitda, cioè l'utile al lordo di ammortamenti e accantonamenti, dell'anno precedente. Se tuttavia il deal è avvenuto a fine ottobre del 2023, allora si applica, se disponibile, l'ebitda stimato per lo stesso anno, nell'assunzione che la due diligence abbia determinato con

sufficiente precisione il conto economico di quell'esercizio. Per il calcolo viene impiegato l'ebitda depositato in Camera di Commercio e ottenuto tramite la banca dati [Leanus](#). Ma non è finita qui. Come tutti gli advisor finanziari sanno bene, ci sono diverse definizioni di ebitda, e di solito nelle operazioni si utilizza un indicatore depurato da elementi "una tantum" come le svalutazioni e rivalutazioni di magazzino, che possono alterare il dato generato all'attività operativa. Nella consapevolezza di ciò, BeBeez Private Data applica una definizione, sempre disponibile su [Leanus](#), al netto di queste

MULTIPLI EV/EBITDA DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY SU TARGET ITALIANE



Fonte: BeBeez Private Data

componenti. Naturalmente per le operazioni dei primi mesi dell'anno, in questo caso il 2025, non è ancora possibile calcolare i multipli in

quanto i dati contabili per il 2024 sono al momento disponibili per pochissime aziende. Nel corso dell'estate verrà fatto l'aggiornamento.

Numero di operazioni M&A coinvolgenti società Italiane (sia Target che Bidder) e controvalore aggregato



Fonte: elaborazione Arkios su dati MergerMarket

via via l'm&a si è raffreddato e solo lo scorso anno si è invertito, sebbene il livello di attività non sia ancora tornato a quello del biennio 2021-2022.

Sebbene i dati in assoluto divergano tra i vari osservatori, a causa di diversi metodi di calcolo, il trend è stato inequivocabile. Secondo KPMG, per esempio, si è registrata una forte ripresa del mercato **m&a italiano nel 2024**, con circa **73 miliardi di euro di operazioni concluse**, una cifra del **91% più alta rispetto ai 38 miliardi del 2023**, spalmata su **1.369 deal**, in crescita dell'8% dalle 1.272 operazioni dell'anno prima, e quindi con un **aumento significativo della dimensione media** delle transazioni. Non a caso, sono state **15 le operazioni sopra il miliardo di euro di controvalore**. Lo calcola **KPMG** (si veda [articolo di BeBeez](#)). Detto questo, il controvalore delle operazioni di m&a mappate nel **2021** era



stato di ben **100 miliardi** e di **86 miliardi nel 2022**. Stesso concetto evidenziato anche da **EY** nel suo **EY M&A Barometer**, che ha mappato però per il **2021 deal per 81,6 miliardi**, saliti poi a **93,7 miliardi nel 2022**, ma con un successivo crollo a **58,6 miliardi nel 2023** e una risalita nel **2024 a quota 63,9 miliardi** (si veda [articolo di BeBeez](#)). E allo stesso modo anche **Arkios** nel suo **ultimo report sul mercato m&a italiano** ha mappato deal

completati **per 87 miliardi nel 2021**, saliti poi addirittura a **116 miliardi nel 2022**, per poi crollare a **72 miliardi nel 2023** e a scendere ancora a **58 miliardi nel 2024**.

Insomma, come si vede, un saliscendi di attività al quale è corrisposto giocoforza un saliscendi dei multipli delle **aziende target di operazioni di private equity**, con il rapporto **EV/ebitda mediano delle operazioni di buyout in**

Europa che nel 2024 ha toccato un nuovo record a 12,1 volte dalle circa 11,5 volte del 2023 secondo il Global Private Equity Report pubblicato da **Bain & Company** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Un trend che si è registrato anche in Italia. Nel 2024, secondo il **Private Equity Monitor (PEM)**, attivo presso la **LIUC Business School**, il multiplo mediano è infatti

tornato a salire, attestandosi a **11,1 volte dalle 10,5 volte del 2023**, dopo un picco di **12 volte nel 2022**, che era stato preceduto dalle **10,3 volte del 2021**, in recupero dalle sole **9,9 volte del 2020** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)).

I dati sono in linea con quelli che emergono dall'analisi condotta utilizzando **BeBeez Private Data**, il database del private capital di **BeBeez**, che

evidenzia un rapporto **EV/Ebitda mediano** a **11,1 volte** a fine 2024, dalle **11 volte del 2023**, sebbene ancora al di sotto del **12,2 volte del 2022**. In leggero calo, invece, il multiplo medio che scende nel 2024 a **11,1 volte** da **11,2 nel 2023** e resta molto al di sotto delle **12,9 volte del 2022** (si vedano [qui il video del webinar di presentazione](#) e [qui le slide di presentazione](#)).

EARN-OUT? NON È LA SOLUZIONE, SE LE PROSPETTIVE DI MERCATO SONO INCERTE

Il mercato m&a si trova spesso a gestire fasi di incertezza, che mettono in dubbio le prospettive di crescita delle aziende target. Per facilitare la conclusione delle operazioni anche questi momenti o in casi di shock temporanei una soluzione potrebbe essere il ricorso all'**earn-out**.

Si tratta di una modalità di pagamento delle acquisizioni non certo alternativo al cash (o alle azioni del gruppo acquirente, soprattutto se quest'ultimo è una società quotata) bensì complementare, perché va a integrare la cifra corrisposta riconoscendo al venditore una forma di partecipazione agli utili futuri, in misura e per periodi di tempo ben definiti nel contratto di acquisto. Una sorta di pagamento dilazionato, la cui filosofia è per certi versi assimilabile al **vendor loan**, entrambi strumenti in grado di superare fasi di momentanea difficoltà dei mercati, per esempio quando strozzature sui mercati creditizi rendono difficile finanziare con il debito le operazioni.

Ma se questa soluzione potrebbe sembrare quella giusta per superare divergenze nelle valutazioni tra acquirenti e venditori, poi nella pratica le cose non sono mai così semplici. "Gli imprenditori in uscita di solito non vedono di buon occhio né i possibili earn-out, né eventuali

vendor loan, per finanziare l'operazione. Se devono o vogliono reinvestire in un buy out preferiscono l'equity. In questo modo se desiderano gestire l'azienda dopo la vendita, massimizzano il futuro ritorno, scommettendo sulla crescita. Questo ovviamente in caso di vendita a investitori finanziari", fa presente **Paolo Cirani**, ceo e fondatore dell'advisor finanziario **Arkios**.

Inoltre, l'earn-out per sua natura non è di semplice applicazione. Spiega **Maximilian Fiani**, partner di **KPMG Italy**: "Sebbene semplice sul piano concettuale, su quello concreto l'earn-out è molto complesso da mettere in pratica. La prima domanda che sorge è: quale parte degli utili futuri, post- acquisizione, è indiscutibilmente di spettanza del venditore? Una parte di essi viene sicuramente dagli investimenti effettuati dalla proprietà precedente, ma c'è anche l'apporto, in termini manageriali e strategici, di chi è venuto dopo, per esempio nel caso delle strategie di buy and build. Come si dividono le due componenti? E se l'acquirente è un gestore di private equity, come giustifica verso i limited partner una parziale rinuncia agli utili futuri? Tutte domande che sono potenziali fonti di contenzioso". Ciò spiega perché l'earn-out è adottato in casi particolari, quando le prospettive sono molto chiare. Uno scenario ben diverso da quello attuale.

Tutto questo perché, se il 2021 ha marcato una svolta positiva per l'economia e quindi anche per il mercato m&a, l'anno successivo si è verificato l'esatto opposto. L'invasione dell'Ucraina, oltre alle immediate conseguenze di natura emotiva per i mercati finanziari di tutto il mondo, ha avuto due effetti fondamentali non di poco conto per le aziende: l'aumento vertiginoso dei costi dell'energia, e a seguire quello dei tassi di interesse. In secondo luogo, le sanzioni alla Russia hanno precluso l'accesso a quel mercato a tante piccole e medie aziende italiane, molte delle quali si sono trovate strette tra un aumento dei costi energetici e un più basso fatturato.

Tra i principali responsabili c'era la difficoltà nel finanziare grandi operazioni a leva, legata al forte aumento dei tassi di interesse, che aveva determinato la scomparsa dei grandi buyout (si veda in proposito [cover story sul N.22 di BeBeez Magazine](#)). Ma oltre che sui volumi, l'aumento dei tassi ha pesato anche sulle valutazioni. "Tassi più alti normalmente deprimono le valutazioni e quindi abbassano i multipli, perché aumenta il saggio di sconto dei flussi di cassa futuri, oltre a rendere più difficoltoso finanziare i deal" spiega [Mario Morazzoni](#), founding partner di **Pirola Corporate Finance**, tra i principali advisor finanziari italiani focalizzati sulle pmi.

E' il principale motivo per il quale i multipli nel 2024 si sono mantenuti agli stessi livelli del 2023. Infatti le aspettative di un calo, graduale ma conti-

nuo, nel corso dell'anno che si erano consolidate nella prima metà dell'anno sono state progressivamente deluse nel secondo semestre soprattutto dall'inflazione negli Usa, che rivelandosi più coriacea del previsto ha costretto la Fed a interrompere i tagli, imitata dalla Bce. A ciò va aggiunta la persistente debolezza della produzione industriale in Italia, molto legata alla debolezza dell'economia tedesca, che ha suscitato molti dubbi sulla performance finanziaria di tante aziende italiane, spesso inducendo investitori e advisor a mettere in pausa molte operazioni di m&a, come evidenzia il forte aumento rispetto al 2023 del volume di operazioni in sospeso e il corrispondente calo di quelle chiuse.

SETTORI E TROPHY ASSET

Ovviamente dietro alle medie e alle mediane si nascondono dati molto diversi a seconda dei settori di appartenenza delle aziende target, ma i dati cambiano anche molto a seconda del fatto che l'azienda in questione sia considerata o meno un "unicum" nel suo genere sul mercato, una sorta di trofeo.

Così, parlando di settori, ricordiamo che principale beneficiario del ritorno alla vita sociale dopo il lock down era stato il settore della **moda e lusso**, il che non sorprende perché il 2022 ha coinciso con il ritorno alla quasi normalità dei flussi turistici, che da sempre alimentano le vendite del settore. Tuttavia anche la **farmaceutica** si è mantenuta sulle elevate valutazioni alle quali era stata spinta



Mario Morazzoni,
founding partner
di Pirola Corporate Finance

dal Covid e dalla conseguente domanda di farmaci.

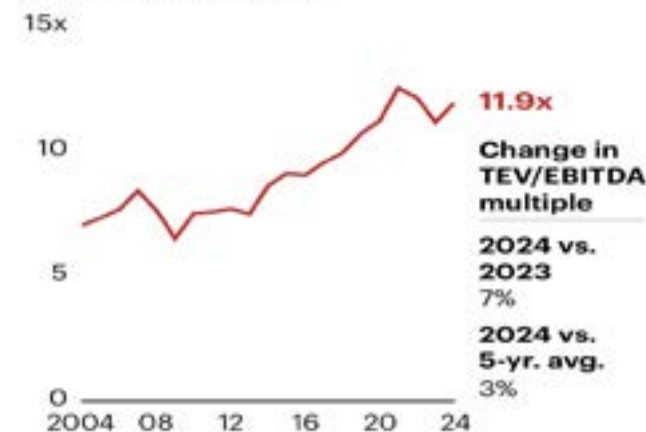
Anche il settore retail, per motivi facilmente immaginabili, nel 2022 ha avuto valutazioni elevate. Tipico esempio è stata **Eataly**, passata al settimo fondo di **Investindustrial** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)) a un multiplo superiore a 20 volte l'ebitda grazie a un ripresa bruciante dell'utile lordo, passato nello stesso anno a 25 milioni su base rettificata dopo una caduta in profondo rosso, per 18 milioni di euro, nel 2020, cioè l'anno del lockdown.

In realtà nel 2021, ancora in piena crisi pandemica, un altro gruppo retail era stato valutato sopra le 20 volte l'ebitda: si tratta di **Arcaplanet**, catena di negozi di prodotti e alimenti per animali domestici, acquistata da **Cinven** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)). Ma in quel caso il motivo principale era stato il boom degli acquisti di questi prodotti, motivati dal non trascurabile supporto psicologico che i pet hanno dato nel non facile periodo dei confinamenti, che tra l'altro ha aperto la

I MULTIPLI MEDIANI COMPLESSIVI EV/EBITDA

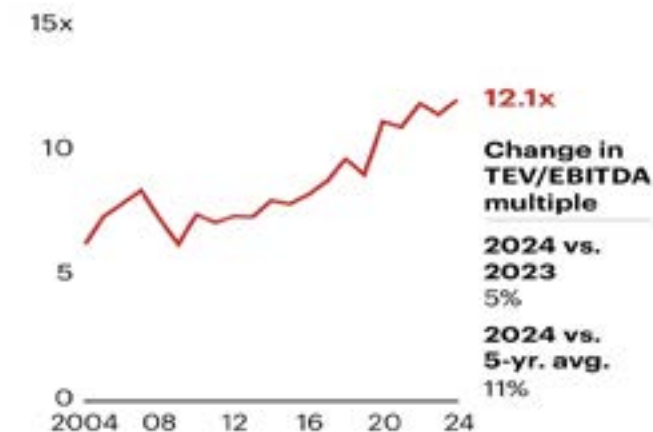
North America

Median total enterprise value (TEV)/EBITDA multiple



Western Europe

Median TEV/EBITDA multiple



Note: Data as of September 30, 2024

Fonte: Global Private Equity report 2025, Bain & Company

strada alla cosiddetta umanizzazione dei nostri amici a quattro zampe, rendendo il settore uno dei business attualmente più ambiti d'Europa (si veda in proposito [cover story sul N. 26 di BeBeez Magazine](#)).

DOVE SI VA ADESSO

Tanti operatori prevedevano di avere più chiarezza nel 2025, e in effetti anche i primi dati relativi al 2025 indicano una buona tenuta dell'attività. Secondo l'[ultimo report di LSEG Refinitive](#), infatti, l'm&a a livello mondiale ha totalizzato **885,2 miliardi di dollari** di deal primo trimestre dell'anno, con un aumento del 15% rispetto ai livelli del 2024, raggiungendo quasi il livello del primo trimestre 2022. Quanto all'**Europa**, l'm&a ha raggiunto quota **154,3 miliardi di dollari** nel primo trimestre del 2025, con un aumento del 12% rispetto ai livelli del 2024 e oltre il dato del primo trimestre 2022.



Maximilian Fianii,
corporate finance partner
di KPMG Italy

Secondo KPMG, in Italia la pipeline di operazioni di m&a annunciate nel primo trimestre 2025, ma non ancora finalizzate, con protagoniste aziende italiane, supera i 50 miliardi di euro, mentre il controvalore dei deal conclusi negli stessi mesi si è attestato a 15,3 miliardi, in leggero calo dai 16 miliardi del primo trimestre 2024, per 310 operazioni (-23%) (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Detto questo il 2 aprile è scoppiata la tempesta dazi scatenata dal nuovo presidente Usa, **Donald Trump**. con tutti i dubbi del caso rispetto a dove andrà a parare l'economia mondiale.

"Adesso tanti elementi di incertezza pesano sui business plan, quindi diventa difficile capire il potenziale delle aziende" sottolinea [Maximilian Fianii](#), corporate finance partner di **KPMG Italy**.

Di conseguenza "i deal sono diventati più difficili da chiudere. C'è grande attenzione ai fondamentali economici delle target, oltre che alla performance finanziaria. Le operazioni sono più difficili da chiudere. Oggi un'acquisizione richiede tra 12 e 15 mesi per essere completata", spiega [Paolo Cirani](#), ceo e fondatore di Arkios. E in un tale lasso di tempo, con l'attuale variabilità del contesto macroeconomico globale, è molto facile che un'operazione

salti o venga rimandata. Non è un caso che l'attività di m&a, che coinvolga o meno investitori finanziari, a partire dal fine febbraio si è notevolmente diradata.

A ulteriore riprova dell'attuale incertezza, i pareri in proposito non sono del tutto concordi. C'è infatti chi mostra ottimismo. "Sono fiducioso che una volta pubblicati i bilanci, il flusso di deal riprenderà", dichiara Morazzoni. In effetti per quanto riguarda le operazioni private equity-backed il 2024 è stato a livello globale un anno di ripresa: **gli investimenti e le exit degli operatori di private equity di buyout hanno infatti invertito la tendenza negativa degli ultimi anni nel 2024, in particolare sul fronte del valore delle operazioni che ha registrato in entrambi i casi un aumento maggiore rispetto al numero di operazioni concluse, come emerge dall'ultima edizione del [Global Private Equity Report](#) pubblicata dalla società di consulenza globale Bain & Company su dati Dealogic e Preqin (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Detto questo, però, lo stesso report sottolinea che la cosiddetta dry powder dei fondi di buyout, cioè i capitali raccolti, ma ancora da investire, si è ridotta soltanto di poco a 1.200 miliardi di dollari dai 1.300 miliardi di fine 2023 e soprattutto la quota di capitali raccolti più lontano nel tempo è salita al 24% del totale, dal 20%**



Paolo Cirani,
ceo e fondatore di Arkios

del 2022. **Segnale, questo, di una difficoltà nella raccolta, dato che oggi non è facile raccogliere nuovi capitali in quanto gli investitori nei fondi stanno valutando attentamente rischi e ritorni.**

L'aumento dell'attività è avvenuto però soprattutto per una pressione dal lato dell'offerta di aziende da vendere da parte dei fondi, dopo lo stallo degli anni precedenti e questo non è di buon auspicio per le valutazioni e le analisi sui multipli, inclusa quella di *BeBeez*, lo evidenziano.

LA CHIAVE DEL SUCCESSO? LA SELETTIVITÀ

Lo stesso report di Bain sottolinea il peso degli attuali fattori di incertezza, in prima battuta sui dazi e sui tassi, sulle decisioni di investimento.

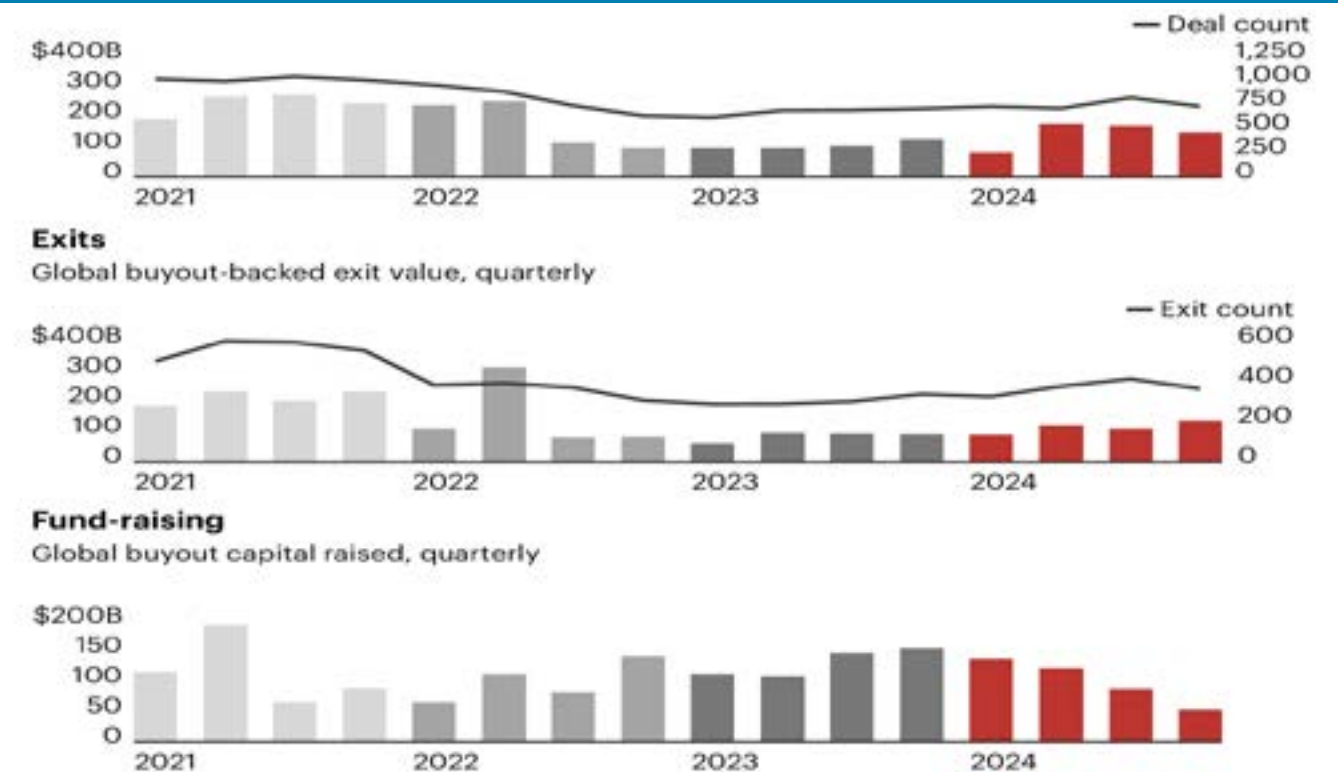
Spiega ancora Cirani di Arkios: "Questa situazione porta inevitabilmente a una maggiore selettività da parte degli investitori. Si guarderà sempre di più ad aziende che riescono a rendersi in certa misura impermeabili a quanto accade nel contesto

circostante, per esempio quelle attive in mercati molto frammentati e sviluppati attorno ad alcuni nuclei di aggregazione. Partiti alla pari con altre aziende comparabili, dopo alcuni anni e diverse acquisizioni di piccole realtà, questi gruppi oggi si pongono su un ordine dimensionale del tutto diverso". E aziende più grandi resistono meglio agli shock esterni. "L'attività di m&a si sta concentrando su settori e asset molto precisi", conferma Fiani.

Un chiaro esempio in tal senso è il caso di **Acqua & Sapone**, catena di negozi specializzati in prodotti per la cura della persona e della casa il cui controllo, dopo una serie di aggregazioni effettuate sotto la regia di **HIG Europe**, è stato ceduto nell'estate 2024 al fondo americano **TDR Capital** per 1,3 miliardi di euro (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), corrispondenti a 15 volte l'ebitda rettificato, multiplo notevolmente più alto della media dello stesso anno. Commenta Morazzoni di Pirola CF: "Acqua & Sapone è un trophy asset, essendo un business molto scalabile". Dall'alto di un fatturato di 717 milioni di euro (dato 2023) oggi il gruppo controlla il 35% della grande distribuzione di prodotti non-food.

Altro esempio è la romana **DGS**, che sviluppa software per la sicurezza informatica. Dopo l'ingresso nel capitale del fondo **HIG Europe**, nel 2020 (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), da un fatturato di 75 milioni di euro è arrivata a 262 milioni nel 2023 quintuplicando l'Ebitda. Questo grazie al boom del mercato di riferimento e

L'ATTIVITÀ DEI FONDI DI BUYOUT A LIVELLO GLOBALE



Fonte: Global Private Equity report 2025, Bain & Company

anche grazie a due acquisizioni, quelle di **LumIt** nel 2021 e di **Ariadne** nel 2024. DGS nell'estate del 2024 è stata ceduta a **Intermediate Capital Group** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)) a un multiplo di circa 13 volte l'ebitda rettificato, quindi sensibilmente superiore alla media per lo stesso anno.

Discorso analogo vale per un altro gruppo della consulenza in materia di IT, ovvero **Lutech**, che in sette anni è passato da 217 milioni di euro nel 2017 a 741 milioni nel 2023, triplicando l'ebitda. Nel 2021 il gruppo è stato rilevato da **Apax Partners** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)) che ha riconosciuto al venditore **One Equity Partners** un enterprise value di 500 milioni, cioè 11,3 volte l'ebitda rettificato. Ma rispetto ad allora Lutech fattura il 70% in più.

Una valida alternativa ai buy and build di successo possono essere le **infrastrutture**. "Sono un evergreen, perché nei loro ambiti territoriali sono dei monopoli, e spesso chi le acquista paga i notevoli investimenti fatti", spiega ancora Morazzoni. E in qualche caso arriva anche una fase congiunturale favorevole. E' il caso di **2i Aeroporti**, il polo che raggruppa gli scali aerei di Napoli, Trieste e Torino oltre a una minoranza degli aeroporti milanesi di **Sea**, controllato da **F2i** e il cui 49% è stato ceduto nel 2024 da **Ardian** e **Credit Agricole Assurances** al fondo infrastrutturale spagnolo **Asterion** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), che ha riconosciuto ai due venditori un valore di 1,7 miliardi di euro, pari a 16 volte l'ebitda adjusted, grazie anche alla

forte ripresa dei flussi turistici internazionali.

Il discorso non cambia passando alle infrastrutture energetiche. Per esempio la genovese **Renenergetica**, che produce energia da fonti rinnovabili, a inizio 2024 tramite un'opa è passata alla utility **Compagnia Valdostana delle Acque** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)), a 18 volte l'ebitda rettificato, un multiplo giustificato dall'alto livello di remunerazione di questa fonte di energia, legato all'andamento del prezzo del gas.

La chiave del successo, cioè di ritorni positivi sugli investimenti, sembra quindi risiedere nel cosiddetto cherry picking. Ma quante perle come quelle appena elencate ci sono in Italia?

L'INTERVISTA

LA SFIDA DEI DAZI?
POSSIAMO VINCERLA

Borse stampate, calzature dalle complicate fantasie, elaborate lavorazioni di pelletteria e ovviamente abiti di pari livello realizzativo. Guardando questi lavori di ricerca di alto artigianato esposte nella sala riunioni della sede milanese di **Gruppo Florence**, in via Manzoni, non si può fare a meno di pensare che provengono da un arcipelago di **38 aziende artigianali**, anzi laboratori, aggregatisi a partire dal 2020, sotto l'impulso dei private equity **VAM Investments, Fondo Italiano d'Investimento sgr e Italmobiliare**, attorno a un primo nucleo centrale di tre realtà produttive, e oggi riunite in un sistema, che dal 2023 è controllato dal private equity britannico **Permira** (si veda [qui articolo di BeBeez](#)) e che **nel 2024 ha fatturato ben 670 milioni di euro** grazie al lavoro di 5.000 dipendenti, distribuiti in nove regioni

Con le tariffe doganali paventate da Trump, abbigliamento e accessori griffati, vessillo del made in Italy, devono affrontare una doppia sfida. Alle ovvie maggiori difficoltà nelle vendite si aggiunge la quasi impossibilità di spostare le produzioni Oltreoceano. Ne sa qualcosa Gruppo Florence, che produce buona parte dei cataloghi di tante icone dello stile. Ma la moda non vive di soli Usa. Le alternative non mancano e nemmeno nuove opportunità di ulteriore crescita. Parla Attila Kiss.

di Giuliano Castagneto

italiane, che forniscono oltre 100 griffe del fashion.

Un grande gruppo, in cui ciascuna realtà ha tuttavia mantenuto la sua identità creativa e know-how, centralizzando le altre funzioni fondamentali della vita aziendale come l'amministrazione e la finanza, la gestione del personale, l'informatica o la sostenibilità. Il meccanismo, di non semplice gestione, nel tempo si è dimostrato efficace. Possono i dazi di Trump, molto temuti da tante aziende del made in Italy, metterlo a rischio? L'uomo al

timone di questa complessa nave, l'italo-ungherese [Attila Kiss](#), non si lascia intimidire pur riconoscendo che i nuovi sviluppi richiederanno grande attenzione. In realtà adattarsi è possibile, e Kiss ha spiegato come a *Bebeez Magazine*.

Domanda. Che scenari apre il tema dazi per il settore della moda, in particolare per quella italiana e quindi per Gruppo Florence?

Risposta. Premesso che il recente comportamento, piuttosto ondivago, della nuova Amministrazione Usa in materia di dazi non consente ancora

di trarre conclusioni accurate, ovviamente più alti saranno i dazi più problematico sarà gestirne l'impatto. Dipenderà dal posizionamento, dalle politiche commerciali e industriali di ciascuno dei brand che forniamo. Se proviamo a segmentare il mercato, **probabilmente i brand con prodotti destinati ai top spender**, le cui scelte sono abbastanza insensibili al prezzo, **subiranno meno** l'effetto dazi. Invece sulle fasce inferiori di prodotto, dove l'elasticità al prezzo è maggiore, i dazi si faranno sentire di più e cercheranno

soluzioni per ridurre i propri costi. Va poi tenuto conto dell'effetto indiretto dei dazi. In un'economia votata all'esportazione come la Cina, i dazi molto probabilmente peseranno sul reddito disponibile, riducendo la capacità di spesa di questo Paese da tempo tra i principali mercati di sbocco per il lusso made in Italy.

D. Ciò vuol dire che ci si concentrerà sui prodotti di fascia alta?

R. Il made in Italy potrebbe non essere adatto a tutti i brand perché non tutti potranno

Attila Kiss,
CEO, Gruppo Florence

scaricare i dazi sul consumatore. Ma le decisioni varieranno a seconda dell'azienda. Forse per alcune maison i prodotti entry level, per un evidente tema di posizionamento, potrebbero essere prodotti in paesi meno costosi. Per tutti i casi in cui i prodotti di fascia più accessibile costituiscono una voce importante del fatturato, non è facile riposizionarsi verso prezzi più alti perché a monte c'è stato un grosso lavoro sul giusto posizionamento e inquadramento del prodotto.

D. Se non ci saranno cambiamenti rilevanti a livello di mix di prodotto, come faranno le varie maison ad attutire l'impatto dei dazi?

R. Anzitutto già adesso c'è un canale di vendita destinato a crescere d'importanza: sono le **vendite indotte dal turismo, quelle tax free**, e probabilmente beneficeranno del turismo anche i negozi delle principali strade dello shopping europeo. Passata l'emergenza Covid, gli arrivi in Italia di visitatori dagli Stati Uniti, così come da altre aree del mondo ad alto reddito, sono molto aumentate. Per questi viaggiatori un passaggio a Via Montenapoleone era già irrinunciabile, ma con i dazi sarà anche molto conveniente. E' una esportazione indiretta. Inoltre, per recuperare i cali di consumo dei consumatori americani o cinesi, i brand stanno già attivamente cercando ulteriori mercati alternativi, come l'India o anche il Sudamerica.



D. Sembra che il **trasferimento di produzioni negli Stati Uniti** sia molto ben accetto dalla nuova amministrazione.

R. Può essere efficace per i marchi americani ma è una soluzione difficilmente applicabile ai marchi europei, soprattutto se di alta fascia.

Certe lavorazioni non sono facilmente trasferibili perché ci vogliono tanti anni di formazione per ottenere un prodotto di qualità. Inoltre non è facile allontanare i centri di stile e di sviluppo prodotto da quelli di produzione. E' importante che le due fasi siano il più possibile ravvicinate per minimizzare il lead

time, ovvero il tempo che intercorre tra la definizione stilistica di un articolo e la sua concreta realizzazione. Il perché è intuitivo: in un mondo come quello della moda, dove gusti e tendenze sono in continua evoluzione e nascono costantemente le nuove collezioni, tempi di realizzazione troppo lunghi aumenterebbero il rischio di arrivare sul mercato fuori tempo massimo.

D. Lo scenario che ha dipinto rappresenta una bella sfida per i brand del lusso. E per un gruppo come il vostro, che materialmente produce

ciò che i brand mettono in vetrina, quale potrebbe essere l'impatto? Dalle prime analisi degli esperti emerge la possibilità che i brand mettano mano proprio alle filiere produttive

R. Nel nostro settore, **chi si trova a monte, quindi nella filiera produttiva, risente in misura amplificata di ciò che accade a valle**, cioè a livello di distribuzione, sia in senso positivo sia negativo.

D. Come mai?

R. Ci sono molteplici ragioni, ma forse il più importante è **l'effetto delle scorte**. Se nella domanda di un prodotto si prevede la crescita, chi lo distribuisce tende ad accumulare scorte per fare fronte con tempestività alle richieste del pubblico. Ciò a sua volta fa aumentare in modo più che proporzionale gli ordini ai fornitori. Se invece la previsione della domanda è in calo, ed è ciò che potrebbe accadere con i dazi, i brand e la loro distribuzione, tendono a ridurre le scorte, cosa ancora più probabile se l'inflazione aumenta e i tassi di interesse salgono. Ne consegue che gli ordini ai fornitori si riducono in misura più che proporzionale. Io lo chiamo effetto coda. Quanto più ci si allontana dal centro, tanto più si accentua l'oscillazione.

D. Quindi siete preoccupati?

R. Non c'è da dormire tra due guanciali, ma come Gruppo Florence abbiamo diverse carte da giocare per superare bene questo momento. Anzitutto



c'è la **qualità delle nostre lavorazioni**, difficilmente sostituibile, che si accompagna alla **flessibilità produttiva**, quindi alla capacità di soddisfare particolari esigenze risolvendo i problemi collegati. Un'altra è certamente la **diversificazione**. Noi oggi produciamo un'ampia gamma di articoli, dalla calzatura alla

pelletteria, dai capi spalla alla maglieria, dal denim al jersey, etc. Comparti dalle dinamiche diverse, che reagiranno ai dazi in modo diverso. Lavoriamo anche con un'ampia gamma di clienti, e questo ci permette di ottenere maggiore equilibrio e stabilità. Ulteriore freccia al nostro arco è la **centralizzazione di diverse**

funzioni aziendali, penso alla finanza, all'informatica, alla gestione delle risorse umane, con conseguenti risparmi di costo. In condizioni di mercato avverse, queste caratteristiche pongono una piattaforma come la nostra in posizione molto migliore rispetto a un'azienda stand-alone, magari monoprodotto, che risentirebbe in pieno di tutti gli effetti negativi di uno shock di domanda e che un aumento dei dazi del 20%, come quello prospettato, potrebbe mettere fuori mercato.

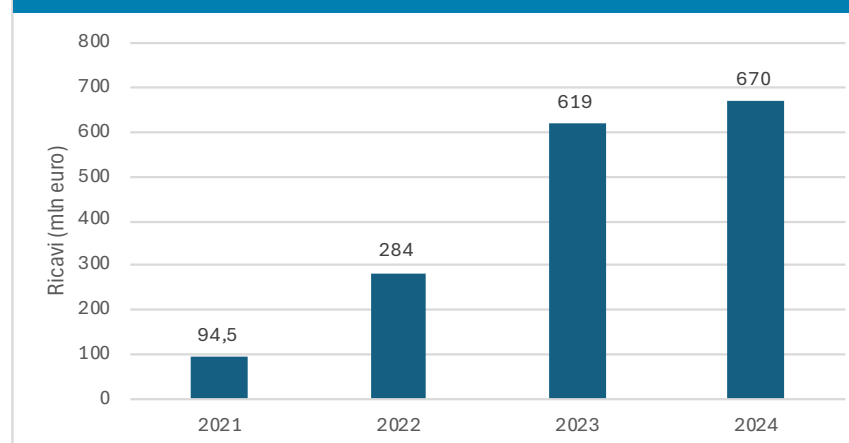
D. Viene da pensare che ci siano diverse aziende desiderose di entrare in Gruppo Florence.

R. L'interesse è tanto, sicuramente. La lista è nutrita. Tuttavia, adesso vogliamo muoverci in modo diverso rispetto agli inizi, quando la priorità era l'ampliamento della gamma di prodotti. Adesso ci focalizziamo sul potenziamento della capacità produttiva, quindi stiamo esaminando **possibili acquisizioni di aziende produttrici per conto terzi**.

D. In conclusione, quali aspettative ha in questo nuovo scenario?

R. Siamo estremamente attenti, ma allo stesso momento siamo sereni per via dei nostri valori. Ripeto, il nostro know-how e la nostra capacità di risolvere problemi produttivi non si trovano altrove. **Chi dovrà puntare sulla qualità top non potrà fare a meno del made in Italy** e Gruppo Florence ne è sicuramente un rappresentante di eccellenza.

LA CRESCITA DEL GRUPPO FLORENCE



Fonte: BeBeez Private Data





www.privatedata.bebeez.it

un potente database che contiene informazioni sui profili
e i contatti dei principali investitori di private capital del
mondo attivi in Italia e sulle loro portfolio companies



corso Venezia, 8 - 20121 Milano