

Il ruolo del *private equity* in Italia e nella provincia di Milano: gli effetti sulle aziende *target*

(in collaborazione con l'Osservatorio AUB)¹

A cura di Guido Corbetta, Alessandro Minichilli, Fabio Quarato e Mirko Hoz

Cattedra AldAF-Alberto Falck di Strategia delle Aziende Familiari, Università Bocconi

¹ L'Osservatorio AUB, promosso da AldAF-Associazione Italiana delle Aziende Familiari, dal gruppo Unicredit, Cattedra AldAF-Alberto Falck di strategia delle aziende familiari dell'Università Bocconi, e dalla Camera di Commercio di Milano nasce nel 2008 con l'obiettivo di monitorare le strutture, le dinamiche e le performance di tutte le aziende a controllo familiare italiane (da qui in avanti per semplicità "aziende familiari") con ricavi superiori ai 50 milioni di euro.

Sommario

EXECUTIVE SUMMARY	4
PREMESSA.....	13
L’OGGETTO DI ANALISI: <i>PRIVATE EQUITY</i> E NON <i>VENTURE CAPITAL</i>	14
PARTE PRIMA – LE OPERAZIONI DI <i>PRIVATE EQUITY</i>	15
1.1. UNA <i>OVERVIEW</i> GENERALE	15
1.1.1. I DATI RACCOLTI DALL’OSSERVATORIO AUB	16
1.1.2. UN CONFRONTO CON ALCUNI DATI DI <i>BENCHMARK</i>	17
1.1.3. GLI OPERATORI NEL MERCATO DEL <i>PRIVATE EQUITY</i>	18
1.1.4. LE TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO	20
1.1.5. LA DURATA DEGLI INVESTIMENTI.....	21
1.2. UNO SPACCATO SULLA PROVINCIA DI MILANO	23
1.2.1. LA DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEI <i>DEALS</i>	23
1.2.2. L’ATTRATTIVITA’ DEL TERRITORIO MILANESE	24
1.2.3. GLI OPERATORI NELLA PROVINCIA DI MILANO	25
1.2.4. LA TIPOLOGIA DI INVESTIMENTI NELLA PROVINCIA DI MILANO	26
PARTE SECONDA – LE CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE <i>TARGET</i> PRIMA DEL <i>DEAL</i>	28
2.1. ALCUNE PECULIARITA’ DELLE AZIENDE <i>TARGET</i>	28
2.1.1. I DIFFERENTI ASSETTI PROPRIETARI	28
2.1.2. I SETTORI OGGETTO DI INVESTIMENTO	31
2.1.3. LA LONGEVITA’ DELLE AZIENDE <i>TARGET</i>	33
2.2. L’ASSETTO PROPRIETARIO E DI <i>GOVERNANCE</i>	36
2.2.1. L’AZIONARIATO.....	36
2.2.2. LA LEADERSHIP	38
2.2.3. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE (CDA)	40
2.3. LE <i>PERFORMANCE</i> ECONOMICO-FINANZIARIE.....	42
2.3.1. ALCUNI DATI DI STRUTTURA.....	42
2.3.2. LE <i>PERFORMANCE</i> FINANZIARIE	45
2.3.3. LE <i>PERFORMANCE</i> REDDITUALI	48
2.4. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE SULE STRATEGIE DI SELEZIONE E LE CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE <i>TARGET</i>	51
PARTE TERZA – L’IMPATTO SULLE AZIENDE <i>TARGET</i>	53
3.1. L’IMPATTO SULL’ASSETTO PROPRIETARIO E DI <i>GOVERNANCE</i>	54
3.1.1. LE VARIAZIONI NELL’ASSETTO PROPRIETARIO	54

3.1.2.	LE VARIAZIONI NELLA LEADERSHIP.....	56
3.1.3.	LE VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL CDA.....	59
3.2.	L'IMPATTO SULLE <i>PERFORMANCE</i> ECONOMICO-FINANZIARIE.....	62
3.2.1.	LA CRESCITA STRUTTURALE.....	62
3.2.2.	LA DINAMICA DEI FLUSSI DI CASSA	65
3.2.3.	LA CAPACITA' DI GENERARE REDDITO.....	67
PARTE QUARTA – L'IMPATTO SULLE <i>PERFORMANCE</i> E LE SUE DETERMINANTI.....		70
4.1.	LA QUOTA ACQUISITA	70
4.2.	LA DURATA DEGLI INVESTIMENTI.....	71
4.3.	LA <i>LEADERSHIP</i>	72
4.4.	LA CONCENTRAZIONE AZIONARIA.....	72
4.5.	LE DIMENSIONI AZIENDALI	73
CONCLUSIONI		74
5.1.	LE PROPORZIONI DEL FENOMENO E LE PROSPETTIVE FUTURE	74
5.2.	IL PROCESSO DI CRESCITA.....	75
5.3.	IL PEGGIORAMENTO DELLE <i>PERFORMANCE</i> REDDITUALI (ALMENO NEL BREVE PERIODO).....	75
5.4.	LA QUOTA ACQUISITA E IL CAPITALE REALMENTE DISPONIBILE PER LA CRESCITA	76
5.5.	GLI INVESTIMENTI NELLA PROVINCIA DI MILANO.....	76
5.6.	ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLE AZIENDE FAMILIARI.....	77

EXECUTIVE SUMMARY

Il presente rapporto si pone l'obiettivo di comprendere lo stato dell'arte delle operazioni di *private equity* avvenute nel corso dell'ultimo decennio nel territorio italiano, con particolare attenzione alle analogie e differenze tra le operazioni osservate nella provincia di Milano e nel resto d'Italia.

La prima sezione del presente rapporto descrive la natura delle operazioni di *private equity*, le diverse tipologie di investimento realizzate e le caratteristiche dei *deals* osservati nel nostro Paese. L'attenzione verrà poi riposta sulle aziende oggetto di investimento, evidenziandone le peculiarità strutturali, di proprietà e di governo, nonché i risultati di performance conseguiti nella fase immediatamente precedente il *deal*. Tramite il confronto con alcuni dati di *benchmark* forniti dall'Osservatorio AUB, si tenterà altresì di individuare i motivi che possono aver spinto gli imprenditori ad aprire, almeno in parte, il capitale ad investitori esterni e, al contempo, comprendere quali sono le caratteristiche ricercate dagli operatori di *private equity* nel processo di selezione delle aziende *target*. Nella terza sezione, infine, verranno studiati i cambiamenti e gli effetti di tali operazioni, sia in termini di *best practices* nella struttura di *governance* sia in termini di crescita dimensionale e di *performance*.

L'OGGETTO DI ANALISI: PRIVATE EQUITY E NON VENTURE CAPITAL

Il termine "*private equity*" identifica l'insieme degli investimenti effettuati da operatori specializzati nel capitale sociale delle aziende, al fine di sostenerne la crescita attraverso l'apporto di disponibilità finanziarie e rilevanti competenze manageriali. Nel presente rapporto si concentra l'attenzione su quattro tipologie di investimento tipiche nel mondo del *private equity*: *buyout*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*. Sono escluse dalla presente analisi, invece, le operazioni che la letteratura europea solitamente associa al *venture capital* (*seed financing*, *start-up financing* e *first stage financing*).

PARTE PRIMA – UNA OVERVIEW GENERALE

Il *private equity* è con ogni probabilità la tipologia di investimento che, nel corso degli ultimi anni, ha acquisito un ruolo di primissimo piano fra le possibili forme di finanziamento per le imprese, come alternativa agli strumenti tradizionali. In un periodo dove il fabbisogno di liquidità e il ricorso al debito bancario appaiono particolarmente difficoltosi, l'attività svolta dagli operatori di *private equity* può costituire una risorsa fondamentale per le imprese italiane.

I DATI RACCOLTI DALL'OSSERVATORIO AUB

Grazie alla rielaborazione dei dati forniti dal "Private Equity Monitor" dell' "Università LIUC" di Castellanza, e all'integrazione con altre fonti interne dell' Università L. Bocconi, è stato possibile raccogliere informazioni sulla totalità delle operazioni di *private equity* avvenute a partire dagli anni duemila. In questo modo è stato tracciato un quadro rappresentativo di quanto avvenuto nel panorama italiano. Dai dati raccolti dall'Osservatorio AUB risultano 1.030 operazioni di *private equity* avvenute tra il 2000 e il 2011, per un ammontare complessivo del capitale investito pari a circa 20,5 miliardi di Euro, distribuiti tra 784 aziende italiane. La bontà delle osservazioni raccolte è confermata da un trend molto simile a quello che si evince dai dati AIFI, sia in termini di numero di *deals* sia in termini di capitale investito. Il campione di aziende è stato poi analizzato in base alle dimensioni a seguire.

GLI OPERATORI NEL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY

Provando a distinguere i diversi soggetti che esercitano attività di *private equity*, nel panorama italiano sono rintracciabili quattro categorie di investitori istituzionali: le banche, i fondi internazionali di investimento, i fondi di natura regionale o statale, e i fondi italiani gestiti da SGR. Dai dati dell'Osservatorio AUB emerge come, in termini di capitale investito, la maggioranza degli investimenti sia stata effettuata da fondi internazionali, mentre si assiste ad un maggiore equilibrio in termini di numerosità delle operazioni effettuate.

LE TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

Tradizionalmente, le operazioni effettuate da un fondo di *private equity* vengono classificate nelle quattro categorie precedentemente introdotte. Tra queste, gli investimenti di *buyout* rappresentano il caso più frequente (circa il 55% dei casi), oltre a richiedere un investimento più elevato. Seguono gli interventi di *expansion*, *replacement*, e, infine, *turnaround*. Il campione oggetto di analisi appare, inoltre, equamente distribuito tra investimenti di maggioranza e investimenti di minoranza.

LA DURATA DEGLI INVESTIMENTI

Analizzando il campione di *deals* raccolti dall'Osservatorio è possibile osservare come gli operatori sembrano essere più orientati al breve periodo. Infatti, fra i *deals* conclusi, assumono una certa rilevanza gli investimenti con una durata inferiore a dodici mesi (22,8%). Parallelamente, anche gli investimenti con una durata più lunga e inferiore a due anni (conosciuti in letteratura come "*quick flips*"), presentano una incidenza abbastanza elevata (39,4%).

UNO SPACCATO SULLA PROVINCIA DI MILANO

Dopo aver analizzato le dimensioni del fenomeno, è utile chiedersi se e come esso abbia trovato una qualche declinazione territoriale. Come prevedibile e noto, infatti, sia la ricchezza del tessuto imprenditoriale, che una maggiore apertura a contributi esterni già riscontrata su aspetti diversi in precedenti rapporti focalizzati su particolari aree geografiche – tra cui quella milanese – fanno intendere come l'impatto del *private equity* sia particolarmente forte in alcune aree del Paese.

LA DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEI DEALS

Se si osserva la semplice localizzazione geografica dei *deals*, si evince come la maggior parte di questi abbia avuto ad oggetto aziende con sede nel nord-ovest, seguito da nord-est, centro e sud e isole. In modo del tutto analogo, anche l'ammontare investito totale presenta una ripartizione simile. Concentrando l'attenzione sulla sola provincia di Milano, ben 240 degli 861 *deals* considerati (pari al 29,2%) hanno avuto ad oggetto un'azienda con sede nel capoluogo lombardo, per un capitale investito totale pari a 5,8 miliardi di euro (il 30,8% del totale). Tali dati confermano la forte attrattività di questo territorio per gli operatori di *private equity*.

GLI OPERATORI NELLA PROVINCIA DI MILANO

Il capoluogo lombardo sembra godere di maggior interesse da parte dei fondi internazionali di investimento e dei fondi italiani gestiti da SGR, come suggerito dalla superiore incidenza di investimenti operati da queste due categorie di investitori nella provincia di Milano rispetto al resto d'Italia.

LA TIPOLOGIA DI INVESTIMENTI NELLA PROVINCIA DI MILANO

La provincia di Milano si caratterizza per una maggiore incidenza di *buyout*. La differenza diventa ancora più significativa se si osserva il capitale investito per operazioni di questo tipo, sintomo di un investimento, in media, superiore per le operazioni di *buyout* della provincia di Milano. Al contrario, nel capoluogo lombardo le operazioni di *expansion* hanno minore incidenza e, insieme alle operazioni di *replacement*, hanno attratto minori risorse da parte degli investitori.

PARTE SECONDA – LE CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE *TARGET* PRIMA DEL *DEAL*

Nella seconda parte del rapporto si è voluto indagare le caratteristiche delle aziende oggetto di investimenti da parte di un operatore di *private equity* nell'anno immediatamente precedente il *deal*, sia in termini di assetto proprietario che di *governance*, nonché lo “stato di salute” di tale aziende con riferimento alla redditività e alla capacità di generare flussi di cassa. Si tenterà altresì di evidenziare eventuali peculiarità delle aziende del campione rispetto alle caratteristiche dell'intera popolazione di medie e grandi aziende industriali italiane monitorate dall'Osservatorio AUB.

ALCUNE PECULIARITA' DELLE AZIENDE *TARGET*

I DIFFERENTI ASSETTI PROPRIETARI

In base alle caratteristiche dell'assetto proprietario, le imprese analizzate sono state suddivise in cinque tipologie: familiari, coalizioni, filiali di multinazionali, controllate da un *private equity* e statali o enti locali. Dall'analisi dei *deals* avvenuti nel nostro Paese tra il 2000 e il 2011 risulta come le aziende a controllo familiare siano state quelle maggiormente interessate da una operazione di *private equity*. Tuttavia, l'incidenza evidenziata risulta inferiore alla diffusione di questa particolare tipologia di impresa all'interno del territorio italiano.

I SETTORI OGGETTO DI INVESTIMENTO

Considerando la distribuzione settoriale delle operazioni, è possibile osservare come la maggioranza degli investimenti avvenuti in Italia abbia interessato aziende che operano nel settore manifatturiero. All'interno di questo settore, sembrerebbe che gli operatori di *private equity* non abbiano avuto una politica d'investimento orientata verso uno specifico segmento, ma che gli investimenti siano stati indirizzati in aziende con un potenziale di valore ancora parzialmente inespresso, a prescindere dal tipo di attività svolta.

LA LONGEVITA' DELLE AZIENDE *TARGET*

Le aziende che decidono di aprire il capitale ad operatori di *private equity* sono quelle più giovani. In particolare, più della metà dei *deals* ha avuto come oggetto aziende fondate da meno di dieci anni.

L'ASSETTO PROPRIETARIO E DI *GOVERNANCE*

In questa sezione sono state analizzate le caratteristiche delle strutture societarie e di governo delle aziende *target* prima del *deal*.

L'AZIONARIATO

L'azionariato appare estremamente concentrato: la quota posseduta dal primo azionista è molto elevata, così come i casi in cui il primo azionista detiene una quota maggiore del 50% del capitale sociale. Evidenze simili si riscontrano anche nelle aziende familiari, soprattutto se confrontate con i valori di *benchmark* forniti dall'Osservatorio AUB.

LA LEADERSHIP

Dall'analisi delle strutture di leadership delle 861 aziende indagate si evince come, prima dell'ingresso di un operatore di *private equity*, il 15,4% delle aziende fosse guidato da un Amministratore Unico (AU), il 29% da un Presidente Esecutivo (PE), e il 55,6% da uno o più Amministratori Delegati (AD). La leadership risulta collegiale (due o più AD) nel 21,5% dei casi. Nel complesso, è possibile affermare come gli investitori prediligano aziende con una struttura di leadership più evoluta, e con un leader aziendale in carica abbastanza giovane (52 anni circa).

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Analizzando la struttura e la composizione del CdA delle aziende prima del *deal* si evincono alcuni tratti distintivi: la dimensione media del CdA appare abbastanza contenuta (di poco superiore a 5 consiglieri), e in oltre un terzo delle aziende si rileva la presenza di almeno una donna nel consiglio. Anche in questo caso le preferenze degli operatori sembrano indirizzarsi verso aziende dotate di strutture di governo più in linea con le *best practices* diffuse in materia.

LE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE

Dopo aver analizzato le strutture proprietarie e di governo, si è passati all'analisi dei principali indicatori di struttura e di redditività delle aziende *target*, con l'ausilio di sei indicatori di bilancio: i ricavi dalle vendite, il numero di dipendenti, il valore degli *assets* e del patrimonio netto, il rapporto di indebitamento e il *liquidity ratio*.

Si evidenziano dimensioni medie delle aziende oggetto di *deals* piuttosto contenute, soprattutto nella provincia di Milano. Ove confrontate con dati di *benchmark* dell'Osservatorio, si evince come gli investitori selezionino le aziende che evidenziano valori dei ricavi, degli *assets* e del patrimonio netto decisamente inferiori rispetto alle medie nazionali. Significativo è anche il valore più contenuto, da una parte, del rapporto di indebitamento, e, dall'altra, quello leggermente più elevato dell'indice di liquidità (*liquidity ratio*) per le aziende *target*, due elementi che potrebbero far pensare alla possibilità per gli operatori di utilizzare (almeno in parte) la liquidità disponibile o sfruttare maggiormente la leva finanziaria per sostenere il percorso di crescita di tali aziende.

LE PERFORMANCE FINANZIARIE

Il valore assoluto medio dei *cash flows* nei tre anni precedenti il *deal* risulta positivo nell'88% delle aziende oggetto di investimento. Dividendo per la dimensione del patrimonio netto è possibile ottenere un indicatore che non risenta della dimensione aziendale delle aziende *target*, e che esprima un ritorno – in termini finanziari – sugli investimenti per gli azionisti della società. Nelle aziende oggetto di indagine l'incidenza dei *cash flows* sul patrimonio è pari, in media, al 31,5%, un dato superiore a quello riscontrato nelle aziende monitorate dall'Osservatorio AUB (27,4%).

LE PERFORMANCE REDDITUALI

Il campione di aziende oggetto di analisi ha ottenuto, nei tre anni precedenti l'investimento, *performance* ampiamente positive sia in termini di ROA che di ROE, e superiori anche rispetto ai valori osservati per le aziende di medie e grandi dimensioni monitorate dall'Osservatorio AUB. Le aziende operanti nel territorio milanese, tuttavia, presentano valori ridotti rispetto al resto d'Italia. Probabilmente, l'area milanese garantisce una buona attrattività anche per le aziende con un profilo meno eccellente dal punto di vista contabile, ma con buone prospettive di crescita.

PARTE TERZA – L'IMPATTO SULLE AZIENDE *TARGET*

Nella terza sezione si intende verificare se l'ingresso di un operatore di *private equity* abbia avuto un impatto significativo sulle principali dimensioni aziendali analizzate nella precedente sezione. Si procederà, pertanto, ad un'analisi volta a sottolineare le variazioni più rilevanti avvenute nelle strutture proprietarie e nella *governance*, ma anche volta ad evidenziare l'impatto che l'ingresso di un operatore di *private equity* ha prodotto nelle aziende *target* in termini dal punto di vista delle *performance* reddituali e finanziarie.

L'IMPATTO SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E DI *GOVERNANCE*

Se da un lato gli operatori necessitano di un certo grado di controllo che consenta di intervenire nelle scelte aziendali delle aziende *target*, dall'altro, in base alle indicazioni provenienti dalle *best practices* internazionali, l'intervento di un investitore dovrebbe introdurre nelle aziende comportamenti e regole per una maggiore e più efficiente distribuzione dei poteri all'interno dell'azienda. Seguendo quanto sostenuto in numerose ricerche internazionali, si proverà a

verificare se l'ingresso di un operatore di *private equity* abbia provocato un impatto sull'assetto proprietario, sulla struttura di *governance* e, conseguentemente, sulle scelte strategiche dell'azienda stessa.

LE VARIAZIONI NELL'ASSETTO PROPRIETARIO

Negli investimenti di maggioranza si osservano due andamenti opposti in relazione alla localizzazione territoriale. Le aziende operanti nella provincia di Milano hanno sperimentato mediamente un incremento nella numerosità dei soci; di converso, quelle con sede nel resto d'Italia, una riduzione. Pertanto, nonostante una concentrazione della compagine proprietaria di partenza molto differente, l'effetto finale è stato il raggiungimento di un assetto proprietario composto da un numero medio di soci molto simile, a prescindere dalla localizzazione territoriale. Anche le variazioni osservate nelle altre variabili di struttura e di composizione dell'assetto proprietario osservate nel rapporto confermano una sostanziale omogeneizzazione delle caratteristiche delle aziende *target* dopo l'ingresso di un fondo di *private equity*.

LE VARIAZIONI NELLA LEADERSHIP

Il fenomeno più significativo, come lecito attendersi anche in relazione alle *best practices* internazionali, appare la riduzione del numero di aziende guidate da un Amministratore Unico (AU), ed il conseguente incremento di aziende guidate da un Amministratore Delegato (AD). Tale fenomeno, ben visibile sia nell'area milanese sia nel resto d'Italia, appare inoltre più accentuato negli investimenti di maggioranza.

LE VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL CDA

Sia i *deals* di maggioranza sia i *deals* di minoranza evidenziano variazioni simili: la dimensione media del consiglio mostra valori in aumento, mentre l'età media dei consiglieri si è ridotta. La presenza di donne e di membri giovani (con età inferiore a 40 anni) aumenta soprattutto nella provincia di Milano, un territorio tradizionalmente caratterizzato da un contesto professionale maggiormente variegato anche per genere ed età.

L'IMPATTO SULLE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE

L'attenzione in questa sezione verte inizialmente su alcune dimensioni di crescita strutturale analizzate nel secondo capitolo del rapporto, per poi concentrarsi sulle variazioni osservate nei flussi di cassa (*cash flows*) delle aziende *target*. Rappresentando la misura più comunemente

utilizzata in sede di valutazione aziendale, i flussi di cassa prodotti dall'azienda costituiscono sicuramente l'oggetto di maggior attenzione da parte degli investitori.

LA CRESCITA STRUTTURALE

In base alle variabili considerate (la variazione percentuale dei ricavi, del numero dei dipendenti, degli *assets*, del patrimonio netto e del *liquidity ratio*), emerge come tutte le aziende oggetto di investimento abbiano sperimentato un elevato percorso di crescita. Tale *trend* appare particolarmente evidente per le aziende localizzate nel resto d'Italia e, un po' sorprendentemente, anche per le operazioni di minoranza.

LA DINAMICA DEI FLUSSI DI CASSA

La forte crescita evidenziata per le variabili strutturali nel paragrafo precedente si traduce anche in un aumento, sebbene di minor entità, nel valore assoluto dei *cash flows*. Ancora una volta gli investimenti di minoranza e le aziende operanti nel resto d'Italia mostrano una crescita media più elevata. Si osserva, inoltre, che la crescita dei *cash flows* non eguaglia quella degli *assets* osservata in precedenza, con la conseguente riduzione del rapporto tra le due variabili. Pertanto, gli interventi nelle aziende *target* sembrano aver provocato una forte crescita delle attività aziendali, con un conseguente ritorno degli investimenti in termini di *cash flows* in calo, almeno nel breve periodo.

LA CAPACITA' DI GENERARE REDDITO

Diversamente da quanto ci si sarebbe potuti attendere, i risultati in termini di *performance* reddituali appaiono mediamente negativi. Il peggioramento osservato nella capacità di produrre reddito delle imprese *target* appare piuttosto contenuto in termini di ROA (opportunamente corretto per tener conto della differente redditività media del settore di appartenenza), e più evidente in termini di ROE. Tali valori risultano negativi, malgrado un incremento mediamente positivo della redditività operativa (per effetto del forte incremento degli *assets* da una parte, e del patrimonio netto dall'altra), come osservato nel paragrafo precedente.

E' possibile dedurre che l'intervento di un operatore di *private equity* abbia causato un calo nelle *performance* reddituali, almeno nel breve termine, ma questo effetto sembra essere dovuto principalmente al percorso di crescita strutturale avviato, e non ad un effettivo deterioramento dei risultati reddituali dell'azienda *target*.

PARTE QUARTA – L’IMPATTO SULLE *PERFORMANCE* E LE SUE DETERMINANTI

Nella quarta sezione si è indagata la relazione tra alcune delle caratteristiche delle aziende *target* indagate in precedenza e i differenziali di *performance* conseguiti dalle aziende post-acquisizione. Fra le analisi effettuate, alcuni risultati significativi sono i seguenti:

- **LE DIMENSIONI AZIENDALI:** le variazioni nella redditività risultano legate positivamente alla dimensione dell’azienda acquisita. Dividendo il campione di aziende oggetto di investimento rispetto alla mediana del valore degli *assets*, si osserva una differenza significativa fra la redditività media delle aziende più grandi e quella delle aziende di dimensioni inferiori. Sembrerebbe dunque che gli interventi degli operatori di *private equity* risultano più efficaci nelle aziende di maggiori dimensioni, probabilmente perché tali aziende sono in grado di conseguire un maggior grado di economicità sfruttando economie di scala e di scopo, oltre a disporre di maggiori risorse finanziarie per affrontare la competizione sul mercato globale.
- **UNA ALTA CONCENTRAZIONE AZIONARIA PRE-DEAL:** le variazioni di redditività osservate sembrano essere correlate anche alla concentrazione azionaria prima del *deal*. In particolare, gli investimenti in aziende con azionariato più concentrato mostrano un incremento superiore in termini di *performance* rispetto ai *deal* avvenuti in aziende con un azionariato più frammentato.
- **L’ACQUISTO DI UNA QUOTA AZIONARIA TOTALITARIA:** le variazioni di redditività appaiono più elevate nei casi in cui viene acquisita la totalità del capitale. Il dato dimostra come gli operatori riescano ad essere più efficaci nella crescita delle *performance* reddituali quando detengono l’intera quota azionaria delle aziende *target*, probabilmente perché in questo modo risulta più semplice esercitare un controllo efficace sull’azienda, fondamentale per limitare forme di *empasse* decisionale e per garantire una effettiva implementazione delle scelte strategiche.
- **LA LEADERSHIP FEMMINILE:** nei casi in cui il leader alla guida dell’azienda è una donna, sia prima del cambio di proprietà sia dopo l’ingresso di un fondo di *private equity*, l’impatto sulla redditività aziendale è stato significativamente superiore. Con ogni probabilità, le donne che sono state confermate alla guida dell’azienda anche dopo l’ingresso di un investitore finanziario sono in possesso di indubbie capacità manageriali, ed hanno raggiunto una posizione di vertice superando severi percorsi di selezione sul mercato del lavoro.

PREMESSA

Il presente rapporto si pone l'obiettivo di comprendere lo stato dell'arte delle operazioni di *private equity* avvenute nel corso dell'ultimo decennio nel territorio italiano, con particolare attenzione alle analogie e differenze tra le operazioni osservate nella provincia di Milano e nel resto d'Italia. L'attenzione rivolta al tessuto imprenditoriale milanese trova giustificazione nella grande rilevanza e nella maggiore attenzione prestata dagli investitori di *private equity* per le aziende operanti in quel territorio.

La prima sezione descriverà la natura delle operazioni di *private equity*, le diverse tipologie di investimento analizzate e le caratteristiche della totalità dei *deals* osservati nel nostro Paese. L'attenzione verrà poi riposta sulle aziende oggetto di investimento. Tale focus rende tale ricerca assolutamente differente rispetto alle precedenti esistenti in letteratura, che sono solitamente incentrate sulla sola analisi delle *performance* ottenute dai fondi d'investimento e trascurano il processo di selezione attuato dagli investitori e gli effetti di tali operazioni sulle aziende *target* in termini di crescita, redditività, e strutture di governo.

Nella seconda sezione verranno, pertanto, evidenziate le peculiarità delle aziende *target* prima del *deal* in termini di struttura e *governance*, nonché in termini di *performance* reddituali e finanziarie. Tramite il confronto con dati di *benchmark* forniti dall'Osservatorio AUB, si tenterà altresì di individuare alcune delle ragioni che hanno spinto gli imprenditori ad aprire parte del capitale ad investitori esterni e, al contempo, di comprendere le caratteristiche ricercate dagli operatori di *private equity* nel processo di selezione delle aziende *targets*. Nella terza sezione, infine, verranno studiati i cambiamenti e gli effetti di tali operazioni, sia in termini di *best practices* nella struttura di *governance*, sia con riferimento alla crescita dimensionale e ai risultati di *performance* ottenuti dalle aziende *target*.

L'OGGETTO DI ANALISI: PRIVATE EQUITY E NON VENTURE CAPITAL

Il termine “*private equity*” identifica l’insieme degli investimenti effettuati da operatori specializzati nel capitale sociale delle aziende, al fine di sostenerne la crescita attraverso l’apporto di disponibilità finanziarie e rilevanti competenze manageriali. In questa sede si fa riferimento alla definizione ufficiale, fornita dell’EVCA, l’ “European Venture Capital Association”: “*private equity provides equity capital to enterprises not listed on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, 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 buy-out or buy-in of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding*”.

Con riferimento alla definizione, le tipologie di investimenti riconducibili al settore del *private equity* sono estremamente variegata per caratteristiche e finalità. Per questo motivo in letteratura si sono gradualmente individuate alcune categorie che raggruppano le operazioni in base ai differenti stadi del ciclo di vita dell’azienda *target* in cui l’investimento si colloca. In particolare, gli interventi realizzati nelle primissime fasi di vita dell’azienda vengono denominati *seed financing*, *start-up financing* e *first stage financing* e sono solitamente identificati come operazioni di *venture capital*. Durante le successive fasi di vita di un’impresa, invece, gli investimenti possono essere classificati, in base alla specifica finalità, in *buyout*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*. Mentre la letteratura americana identifica il *venture capital* come una peculiarità del *private equity*,² l’interpretazione europea tende a separare i due fenomeni. Il presente rapporto segue la seconda alternativa e, quindi, si focalizza esclusivamente sulle ultime quattro tipologie di *deal*, tipiche del *private equity*.

² Si ricorda la definizione di *venture capital* fornita dall’EVCA: “*Venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development and expansion of a business*”.

PARTE PRIMA – LE OPERAZIONI DI *PRIVATE EQUITY*

1.1. UNA OVERVIEW GENERALE

Le operazioni di investimento nel capitale delle aziende sono da sempre oggetto di studio e dibattito, sia da parte di imprenditori che di *policy makers*, per motivi che spaziano da aspetti di regolamentazione del mercato, fiscali, di incentivazione alla crescita tramite l'apertura del capitale, fino ad arrivare a veri e propri aspetti culturali, quali la resistenza da parte di alcuni imprenditori a comprenderne e valutarne caratteristiche e benefici.

Il *private equity* è indubbiamente la tipologia di investimento che, nel corso degli ultimi anni, è stata in grado di acquisire un ruolo di primissimo piano fra le possibili forme di finanziamento per le imprese, come alternativa agli strumenti tradizionali. In un periodo dove la necessità di liquidità e il ricorso al debito bancario appaiono particolarmente difficoltosi, l'attività svolta dagli operatori di *private equity* può costituire una risorsa fondamentale per le imprese italiane. Nel caso la quotazione azionaria fosse una via non praticabile, per volontà dell'imprenditore o per le ridotte dimensioni aziendali, una possibile soluzione può essere la cessione di quote del capitale ad investitori esterni, ottenendo in cambio finanziamenti non convenzionali e *know how* specializzato, ricevendo un concreto sostegno per lo sviluppo o per il superamento di temporanei periodi di difficoltà.

1.1.1. I DATI RACCOLTI DALL'OSSERVATORIO AUB

Grazie alla rielaborazione dei dati forniti dal "Private Equity Monitor" dell' "Università LIUC" di Castellanza (riguardanti circa il 78% dei casi), e alla loro integrazione con altre fonti interne dell' università Luigi Bocconi, è stato possibile raccogliere informazioni sulla totalità delle operazioni di *private equity* avvenute in Italia a partire dagli anni duemila. In questo modo è stato possibile delineare un quadro abbastanza rappresentativo di quanto avvenuto nel panorama italiano.

Dai dati raccolti dall'Osservatorio AUB risultano 1.030 operazioni di *private equity* avvenute tra il 2000 e il 2011,³ per un ammontare complessivo del capitale investito pari a circa 20,5 miliardi di Euro, distribuiti tra 784 aziende italiane.⁴ Il numero complessivo dei *deals* e l'ammontare totale del capitale investito per ciascuno degli anni analizzati è osservabile nella tabella seguente:

Tabella 1. Il numero dei *deals* e il capitale investito dai fondi di *private equity* nel periodo 2000-2011

	<i>Deals</i> AUB	Capitale investito AUB (mln €)
2000	78	2.254
2001	65	401
2002	80	1.202
2003	82	2.023
2004	63	1.018
2005	91	1.221
2006	124	2.569
2007	121	2.361
2008	125	4.024
2009	52	691
2010	65	1.115
2011	84	1.676
Totale	1.030	20.554

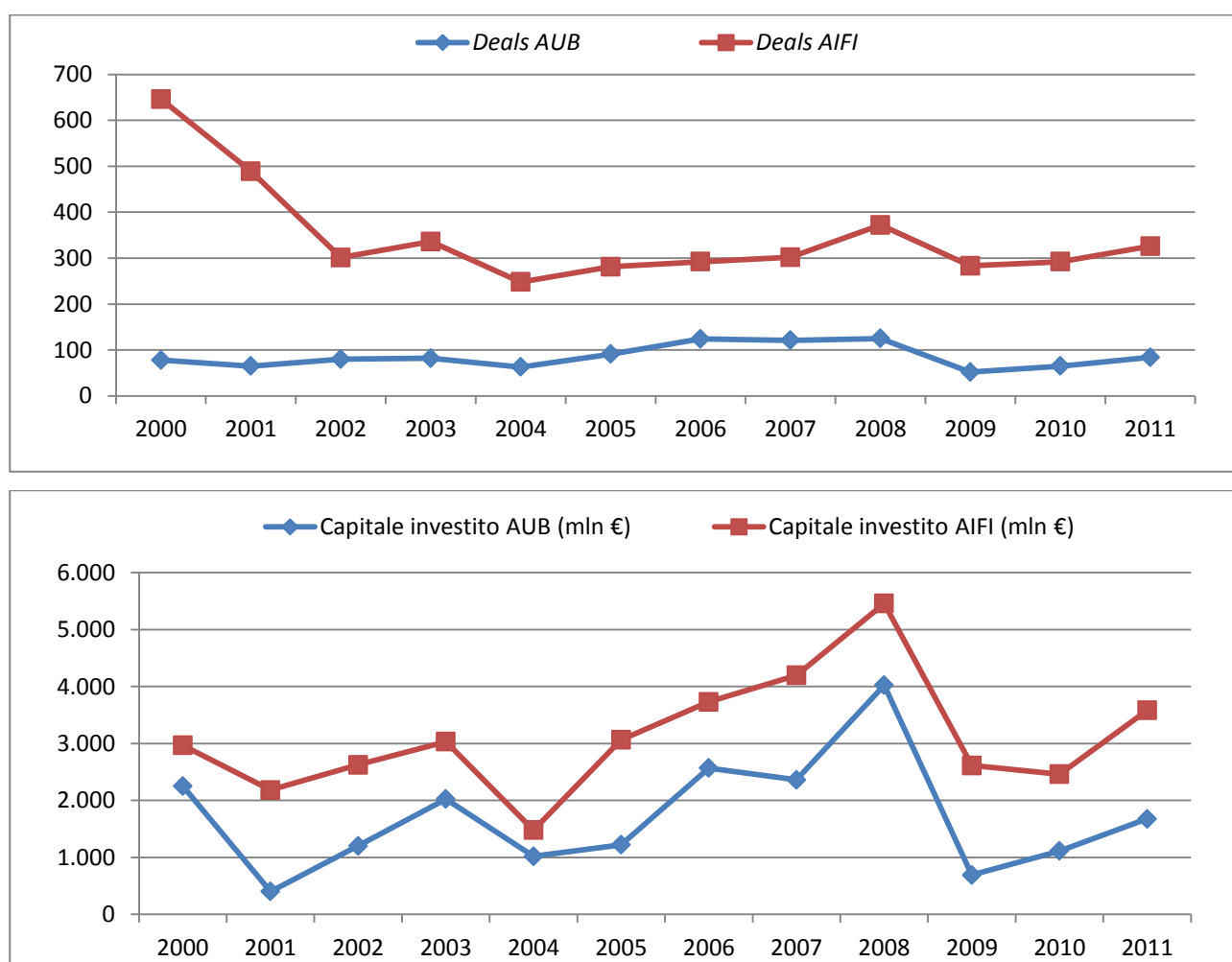
³ Il database contiene informazioni sulla quasi totalità dei *deals* avvenuti in Italia tra il 2000 e il 2011. Inoltre, per 861 aziende *target* sono stati raccolti dati di *performance*, di proprietà e di *governance*.

⁴ La medesima azienda *target* può esser stata oggetto di più di un *deal* nel periodo considerato.

1.1.2. UN CONFRONTO CON ALCUNI DATI DI *BENCHMARK*

Operando un confronto con alcuni dati di *benchmark*, è altresì possibile notare come i dati dell'Osservatorio AUB rispecchino abbastanza fedelmente i *trend* evidenziati nell'ultimo decennio da AIFI.⁵ Inoltre, i dati AIFI comprendono anche le operazioni di *venture capital* avvenute sul territorio nazionale che, come ricordato in precedenza, sono state escluse dai dati dell'Osservatorio AUB. Tale esclusione spiega, da un lato, la minore numerosità complessiva dei *deals* analizzati, e dall'altro la maggiore distanza osservabile nel 2000 e nel 2001, anni caratterizzati da un elevato numero di investimenti di *venture capital* nelle aziende della c.d. "*new economy*". I due grafici sotto riportati rappresentano il numero dei *deals* e l'ammontare complessivamente investito dagli operatori di *private equity* nel periodo 2000-2011.

Grafico 1-2. Il numero dei *deals* e il capitale investito a confronto con i dati AIFI



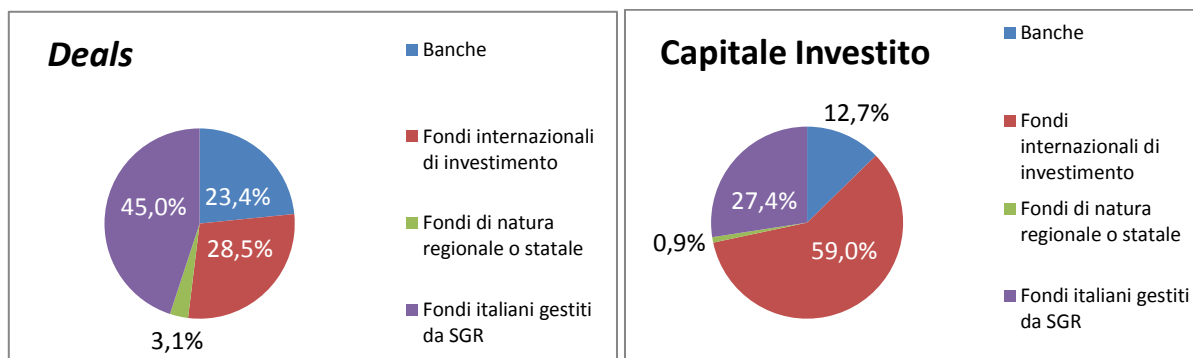
⁵ L'AIFI, Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio.

Nei grafici precedenti è possibile individuare un *trend* in linea con l'andamento dell'attività di *private equity* mondiale, già osservata da alcuni studiosi in letteratura.⁶ Si dimostra, infatti, come l'andamento mondiale del mercato del *private equity* ha cominciato ad acquisire rilevanza in Europa dopo la fase congiunturale espansiva degli anni '80, mentre fino ad allora era stato guidato principalmente dagli investimenti effettuati negli Stati Uniti. Solo a partire dal 2004 ha avviato una vera e propria seconda fase di *boom*, per la prima volta a carattere globale e che, come dimostrano anche i dati dell'Osservatorio AUB, ha coinvolto anche il mercato italiano. La forte crescita che ha caratterizzato gli anni seguenti, soprattutto in termini di capitale investito, si è interrotta nel 2008, quando l'acuirsi della crisi economica globale ha limitato le risorse finanziarie a disposizione per gli investimenti, e ha elevato il grado di rischio di questo tipo di operazioni. Dopo aver raggiunto il minimo nel 2009 (sia per numero di *deals* sia per ammontare di capitale investito), si è assistito nei due anni successivi a una timida ripresa, che continua tuttora.

1.1.3. GLI OPERATORI NEL MERCATO DEL *PRIVATE EQUITY*

Provando a distinguere i diversi soggetti che esercitano attività di *private equity*, nel panorama italiano sono rintracciabili quattro categorie di investitori istituzionali: le banche, i fondi internazionali di investimento, i fondi di natura regionale o statale, e i fondi italiani gestiti da SGR. Dai dati dell'Osservatorio AUB emerge come, in termini di capitale investito, la maggioranza degli investimenti sia stata effettuata da fondi internazionali, mentre si assiste ad un maggiore equilibrio in termini di numerosità delle operazioni effettuate: i fondi italiani sono stati protagonisti di circa la metà dei *deals* avvenuti in Italia (45%).

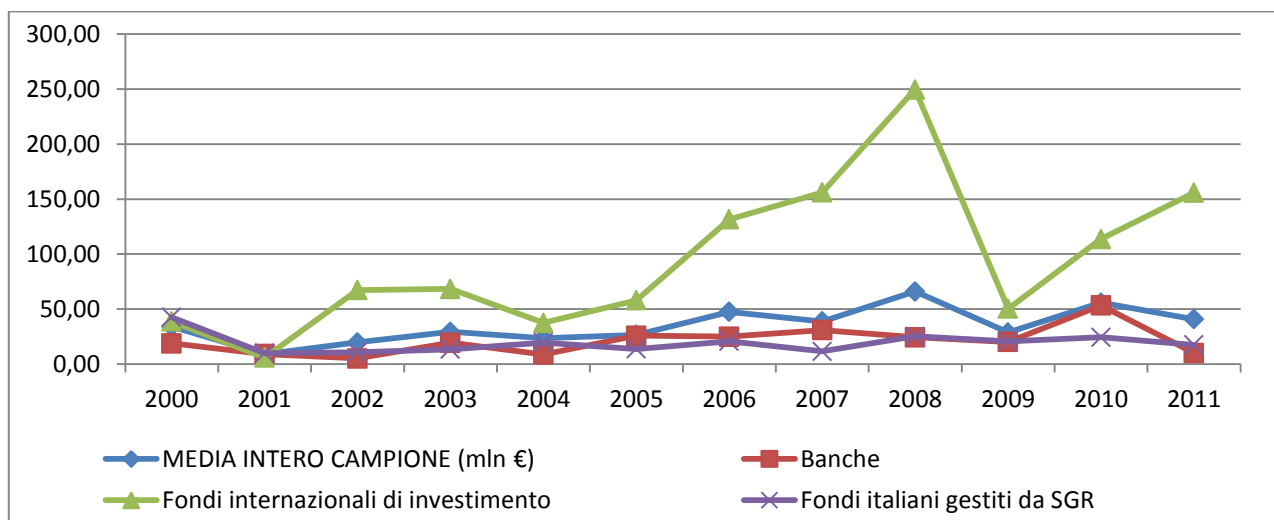
Grafico 3-4. L'incidenza dei diversi operatori specializzati in termini di numero di *deals* e capitale investito



⁶ Si citano, a questo proposito, due studi: 1) Siegel D., Wright M., Filatotchev I., "Private Equity, LBOs, and Corporate Governance: International Evidence", Guest Editorial, 2011, 19(3): 185–194; 2) Kaplan S.N., Stromberg P., "Leveraged Buyout and Private equity", Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, 2009, 23(1): 121-46.

Appare confermata la tesi, proposta da numerosi analisti ed esperti del settore, secondo la quale i fondi internazionali (di dimensioni mediamente più grandi) siano intervenuti in un numero relativamente limitato di *deals*, ma di grandi dimensioni. Il dato appare ancora più evidente se si analizzano i *trend* del capitale investito nel corso dell'ultimo decennio operando una distinzione tra le tre principali categorie di investitori.⁷

Grafico 5. Il capitale investito medio dai diversi operatori nel corso dell'ultimo decennio



Risulta marcata la crescita del capitale investito medio da parte degli investitori internazionali nel corso degli anni, che sembrano prediligere aziende di maggiori dimensioni. Il *trend* si interrompe bruscamente nel 2009 per gli effetti dalla crisi economico-finanziaria, e la conseguente riduzione di liquidità che ha interessato l'intero mercato internazionale, ma sembra riprendere a partire dal 2010. Le ragioni non sono solamente dovute alla maggiore dimensione dei fondi internazionali, e alle conseguenti difficoltà che operatori esteri possono trovare investendo in alcune realtà locali italiane, ma devono essere anche ricercate analizzando le caratteristiche del tessuto industriale italiano. Si fa spesso riferimento in letteratura ad una cultura più di tipo imprenditoriale che non manageriale nella maggior parte delle piccole e medie imprese italiane, che solitamente non prevede una separazione netta tra proprietà e controllo, e che tende a considerare con timore (forse eccessivo) l'eventuale ingresso di un operatore esterno nel capitale sociale. Una minore propensione all'apertura verso l'esterno, e strutture di *governance* meno evolute (anche a causa

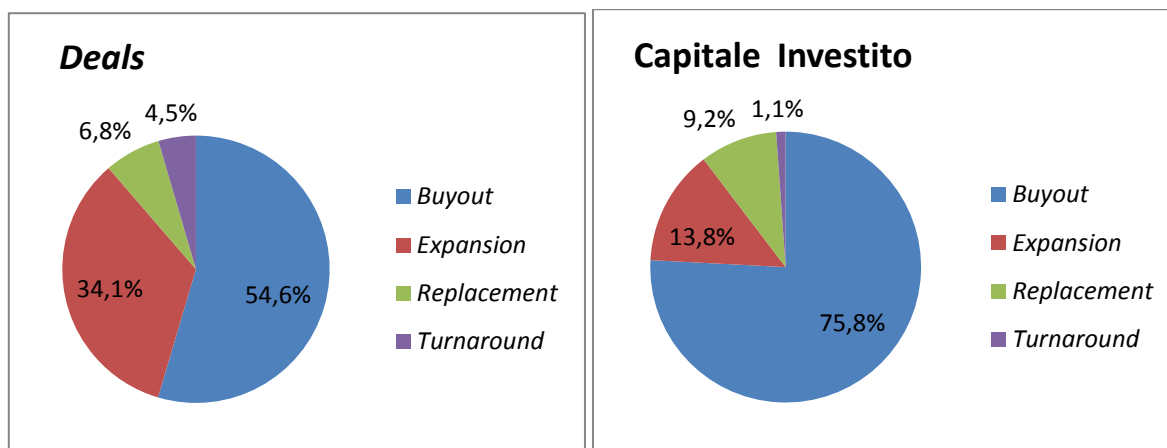
⁷ Il picco del 2008 è riconducibile, almeno in parte, all'operazione Wind Telecom. Escludendo tale operazione, l'investimento medio del 2008 si riduce a 155 milioni di euro.

della ridotta dimensione aziendale), hanno probabilmente contribuito a rendere meno attrattive molte aziende italiane di fronte agli operatori di *private equity*.

1.1.4. LE TIPOLOGIE DI INVESTIMENTO

Tradizionalmente, le operazioni effettuate da un fondo di *private equity* vengono classificate anche in base al differente stadio di vita dell'impresa. Le finalità, le modalità e le competenze richieste possono differire anche profondamente in base alla fase in cui il *deal* si colloca, rendendo utile distinguerne il numero e le caratteristiche (ammontare investito) rispetto alle quattro categorie tipiche di investimento sopra introdotte. Tra queste, gli investimenti di *buyout*⁸ rappresentano il caso più frequente (54,6%), oltre a richiedere un investimento più elevato (circa il 75,8% dell'ammontare totale investito). Seguono gli interventi di *expansion* (34,1%), *replacement* (6,8%), e, infine, *turnaround* (4,5%).⁹

Grafico 6-7. La rilevanza delle quattro tipologie di investimento in termini di numero di deals e capitale investito



Le diverse incidenze evidenziate in termini di numerosità dei *deals* e capitale investito non dovrebbero stupire se si considera la natura delle quattro categorie di investimento. Ciascuna di esse presenta, infatti, finalità differenti che richiedono un certo tipo di investimento per essere

⁸ Le operazioni di *buyout* prevedono l'acquisto da parte di un gruppo di soggetti (esterni o interni alla *target*) del controllo di un'azienda. Il fondo di *private equity* può intervenire direttamente nell'operazione o può semplicemente garantire sostegno finanziario ed operativo ai soggetti coinvolti.

⁹ Il termine *replacement* indica l'ingresso di un fondo di investimento che, senza apportare modifiche nel capitale sociale, subentra ad una parte dell'azionariato. Al contrario, nelle operazioni di *expansion* il fondo conferisce esclusivamente supporto finanziario e manageriale per la crescita, in quanto né l'aumento dell'indebitamento né la quotazione azionaria erano vie praticabili. Il *turnaround* si manifesta, invece, nelle fasi di difficoltà e di crisi aziendale: il fondo tenta di risollevare la *target* in crisi attraverso nuova liquidità e un'attenta ristrutturazione e riorganizzazione aziendale.

efficacemente raggiunte. Per esempio, le operazioni di *buyout* richiedono investimenti rilevanti poiché si ritiene spesso necessario acquisire la maggioranza se non la totalità del capitale delle aziende *target*. Analogamente, gli investimenti di maggioranza sono più indicati per le operazioni di *turnaround*, per assicurare pieno controllo nella fase di difficoltà che l'azienda sta affrontando, mentre non sono cruciali nelle operazioni di *expansion* e *replacement*, per le quali si evidenzia una quasi totalità di investimenti di minoranza.

A supporto delle precedenti affermazioni è possibile osservare i dati della seguente tabella.

Tabella 2. Le tipologie di investimento suddivise tra operazioni di maggioranza e minoranza

	DEALS (%)	
	Maggioranza	Minoranza
<i>Buy Out</i>	77,5%	22,5%
<i>Expansion</i>	5,2%	94,8%
<i>Replacement</i>	8,8%	91,2%
<i>Turnaround</i>	75,0%	25,0%
Totale	50,7%	49,3%

Si ritiene, inoltre, che le risorse degli investitori siano servite in parte per rilevare le quote possedute dai precedenti azionisti, e in parte per l'emissione di nuove azioni o aumenti di capitale, al fine di avere risorse disponibili per gli investimenti, lo sviluppo e la crescita delle aziende *target*. Chiaramente l'incidenza di quest'ultima parte dipende dal tipo di investimento (e, come si vedrà in seguito, anche dalla localizzazione geografica): in particolare i *buyouts* e i *replacements* sono casi in cui la quasi totalità dell'investimento è impiegata per l'acquisto di quote di capitale sociale già esistenti.

1.1.5. LA DURATA DEGLI INVESTIMENTI

Gli operatori di *private equity* dovrebbero guidare le aziende *target* in profondi processi di crescita e mutamenti aziendali fondamentali per uno stabile miglioramento nelle *performance* future. Appare chiaro, pertanto, come tali investimenti richiedano una prospettiva orientata esclusivamente al lungo periodo.

Esperti del settore concordano che lo strumento tipico per investimenti di *private equity* sia il fondo chiuso con vita minima decennale, e che la durata media del *deal* debba essere di circa 5-6 anni. Si ritiene che solo in questo modo sia possibile beneficiare di effettivi miglioramenti di

performance introdotti nelle aziende *target*, e che “*holding period*” più corti possano essere guidati da atteggiamenti speculativi.¹⁰

Analizzando il campione di *deals* raccolti dall'Osservatorio AUB è possibile osservare come gli operatori sembrano essere più orientati al breve che al medio-lungo periodo. Infatti, fra i *deals* conclusi, gli investimenti più frequenti appaiono essere quelli con una durata inferiore a 2 anni (39,4%), mentre quelli con durata superiore a cinque anni sono pari al 24,9% dei casi. Simili evidenze si osservano anche per il capitale investito.

Tabella 3. Numerosità dei *deals* e capitale investito in base al diverso *holding period*

	<i>Deals</i>	<i>Deals (%)</i>	Capitale investito (mln €)	Capitale investito (%)
<=1 anno	55	22,8%	1.331	19,2%
2 anni	40	16,6%	1.226	17,7%
3 anni	42	17,4%	1.613	23,2%
4 anni	44	18,3%	990	14,3%
5 anni	28	11,6%	1.273	18,3%
6 anni	12	5,0%	313	4,5%
7 anni	10	4,1%	90	1,3%
8 anni	5	2,1%	32	0,5%
9 anni	5	2,1%	74	1,1%
Totale	241	100,0%	6.942	100,0%

In letteratura specializzata¹¹ un atteggiamento speculativo viene solitamente associato agli investimenti di durata inferiore a due anni, per i quali viene utilizzato il termine “*quick flips*”. Sembra dunque trovare qualche fondamento la denuncia di alcuni analisti internazionali circa la preferenza di una parte degli operatori di *private equity* verso investimenti di breve durata, guidati più dall'obiettivo di massimizzazione del profitto che non dal reale miglioramento di *performance* che l'azienda *target* può ottenere nel lungo periodo.

¹⁰ Fra gli altri, Il discorso viene affrontato e discusso nel seguente paper: Pontarollo E., Casè M., “Il *private equity* e l'industria italiana”, Rivista di Economia e Politica Industriale, 2007

¹¹ Si fa riferimento per esempio allo studio di N. Kaplan S. e Stromberg P., “*Leveraged buyouts and private equity*”, Working Paper 14207, National Bureau Of Economic Research, 2008

1.2. UNO SPACCATO SULLA PROVINCIA DI MILANO ¹²

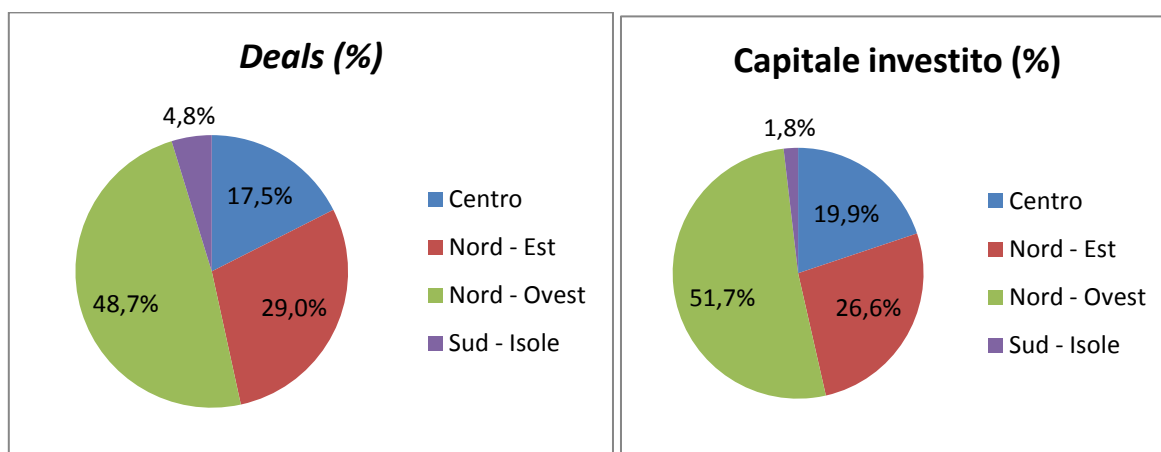
Dopo aver analizzato le dimensioni del fenomeno, è utile chiedersi se e come esso abbia trovato declinazioni territoriali. Come prevedibile e noto, infatti, sia la ricchezza del tessuto imprenditoriale, che una maggiore apertura a contributi esterni già riscontrata su aspetti diversi in precedenti rapporti focalizzati su particolari aree geografiche – tra cui quella milanese – fanno intendere come l’impatto del *private equity* sia particolarmente forte in alcune aree del Paese.

1.2.1. LA DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEI *DEALS*

Se si osserva la semplice localizzazione geografica dei *deals*, si evince come la maggior parte di questi abbia avuto ad oggetto aziende con sede nel nord-ovest (48,7% del totale), seguito da nord-est (29%), centro (17,5%) e sud e isole (4,8%). In modo del tutto analogo, anche l’ammontare totale investito presenta una ripartizione simile, con connotazioni addirittura maggiori in termini di valore dell’ammontare investito in aziende del nord-ovest rispetto, ad esempio, a quelle del sud e isole, dove le operazioni sono risultate poche e di valore, se possibile, ancora più esiguo.

Tali dati sembrano suggerire un maggior dinamismo nel nord del Paese, caratterizzato da un tessuto imprenditoriale più ricco di medie e grandi aziende, oltre che probabilmente di maggior interesse per gli investitori istituzionali.

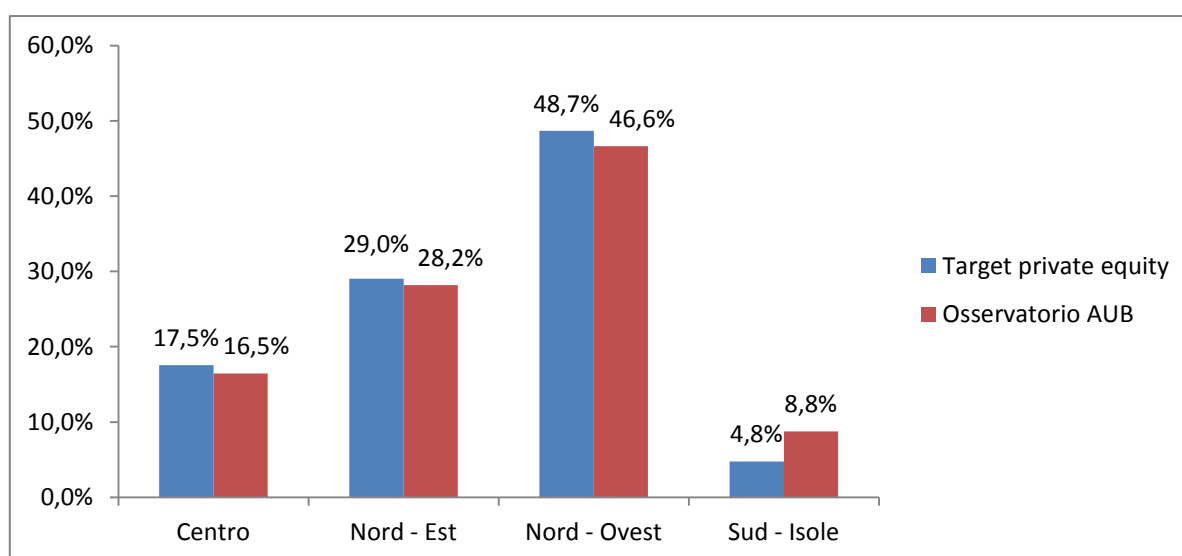
Grafico 8-9. La distribuzione territoriale degli investimenti in termini di numero di *deals* e capitale investito



¹² Al fine di indagare in maggior dettaglio le caratteristiche delle aziende *target*, la popolazione oggetto di indagine sarà circoscritta, a partire da questa sezione e fino alla fine del rapporto, alle 861 aziende per le quali si dispone di informazioni attendibili sulle caratteristiche demografiche e strutturali, nonché informazioni puntuali sull’assetto proprietario, sulla struttura di *governance* e sui risultati economico – finanziari conseguiti.

Tuttavia, la distribuzione territoriale delle aziende oggetto di investimento non si discosta particolarmente dalla distribuzione media dell'intera popolazione italiana di aziende di medie e grandi dimensioni. Effettuando un confronto con la totalità delle aziende monitorate dall'Osservatorio AUB,¹³ si osservano differenze minime: l'incidenza di aziende oggetto di investimento nel nord e nel centro Italia è sostanzialmente simile, mentre una differenza di circa quattro punti si riscontra nel sud e isole.

Grafico 10. Confronto della distribuzione territoriale con le medie nazionali dell'Osservatorio AUB



1.2.2. L'ATTRATTIVITA' DEL TERRITORIO MILANESE

Le considerazioni del paragrafo precedente diventano particolarmente rilevanti se si concentra l'attenzione sulla sola provincia di Milano: ben 240 degli 861 *deals* considerati (pari al 29,2%) hanno avuto ad oggetto un'azienda con sede nella provincia di Milano, per un capitale investito totale pari a 5,8 miliardi di euro (il 30,8% del totale). Si tratta di una incidenza superiore all'incidenza stessa delle aziende presenti nel territorio milanese,¹⁴ che diviene ancor più accentuata in termini di dinamiche del capitale, confermando la forte attrattività di questo territorio per gli operatori di *private equity*.

¹³ L'osservatorio monitora tutte le aziende italiane con fatturato superiore ai 50 mln €

¹⁴ Le medie e grandi aziende industriali milanesi rappresentano circa il 24% delle aziende italiane (Fonte: AUB).

Tabella 4. La distribuzione dei *deals* e del capitale investito nella provincia di Milano e nel resto d'Italia

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	<i>Deals</i>	Capitale investito (mln €)	<i>Deals</i>	Capitale investito (mln €)
2000	20	496	52	1.621
2001	16	56	39	277
2002	24	199	41	834
2003	19	583	56	1.145
2004	14	258	38	600
2005	18	407	51	619
2006	36	599	67	1.946
2007	20	1.311	71	906
2008	31	986	79	2.684
2009	15	241	29	409
2010	10	154	43	677
2011	17	466	55	1.169
Totale	240	5.755	621	12.886

Inoltre, suddividendo i *deals* complessivamente avvenuti nel decennio considerato in base alla quota acquisita dal fondo di *private equity*, si evince come in circa la metà delle operazioni sia stata oggetto di negoziazione una quota minoritaria del capitale (436 operazioni in totale, pari al 53,3% dei *deals* complessivi).¹⁵ Peraltro, l'incidenza delle operazioni di minoranza è stata abbastanza uniforme anche tra la provincia di Milano (il 49,4%) e il resto d'Italia (il 54,9%).

Tabella 5. Le operazioni di maggioranza e minoranza nella provincia di Milano e nel resto d'Italia

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	<i>Deals (N)</i>	<i>Deals (%)</i>	<i>Deals (N)</i>	<i>Deals (%)</i>
Minoranza	115	49,4%	321	54,9%
Maggioranza	118	50,6%	264	45,1%
Totale	233	100%	585	100%

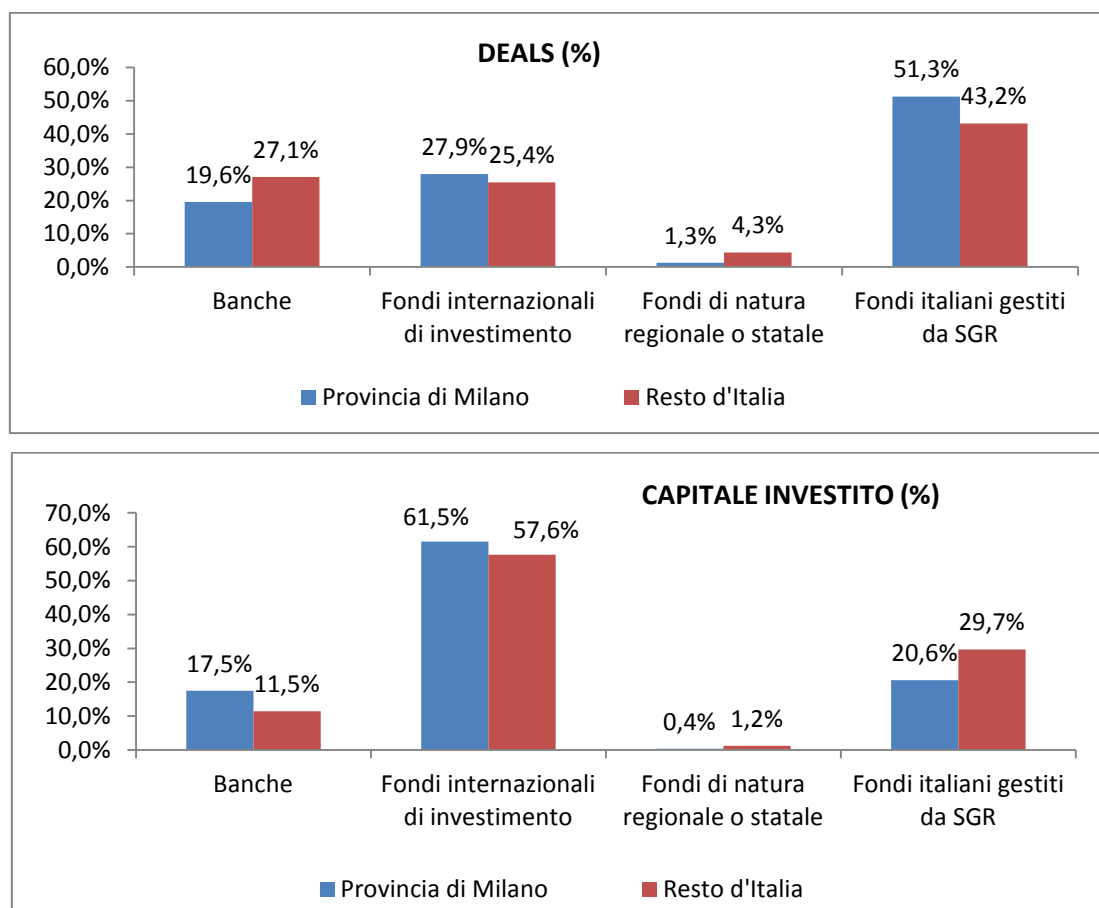
1.2.3. GLI OPERATORI NELLA PROVINCIA DI MILANO

L'attrattività della provincia di Milano nel settore del *private equity*, è confermata anche dall'analisi dell'incidenza di investimenti eseguiti da ciascuna delle quattro categorie di operatori precedentemente identificati. Seppur con differenze ridotte, il capoluogo lombardo sembra godere di maggior interesse da parte dei fondi internazionali di investimento e dei fondi italiani

¹⁵ I dati relativi alla quota acquisita sono disponibili per 818 *deals* degli 861 complessivi.

gestiti da SGR, come suggerito dalla superiore incidenza di investimenti operati da queste due categorie rispetto al resto d'Italia. Inferiori risultano, invece, gli investimenti operati da banche. La situazione cambia leggermente se si considera il capitale investito: i *deals* realizzati nel capoluogo lombardo da banche e da fondi internazionali richiedono mediamente investimenti superiori rispetto al resto d'Italia.

Grafico 11-12. Confronto dell'incidenza delle categorie di investitori fra la provincia di Milano e il resto d'Italia

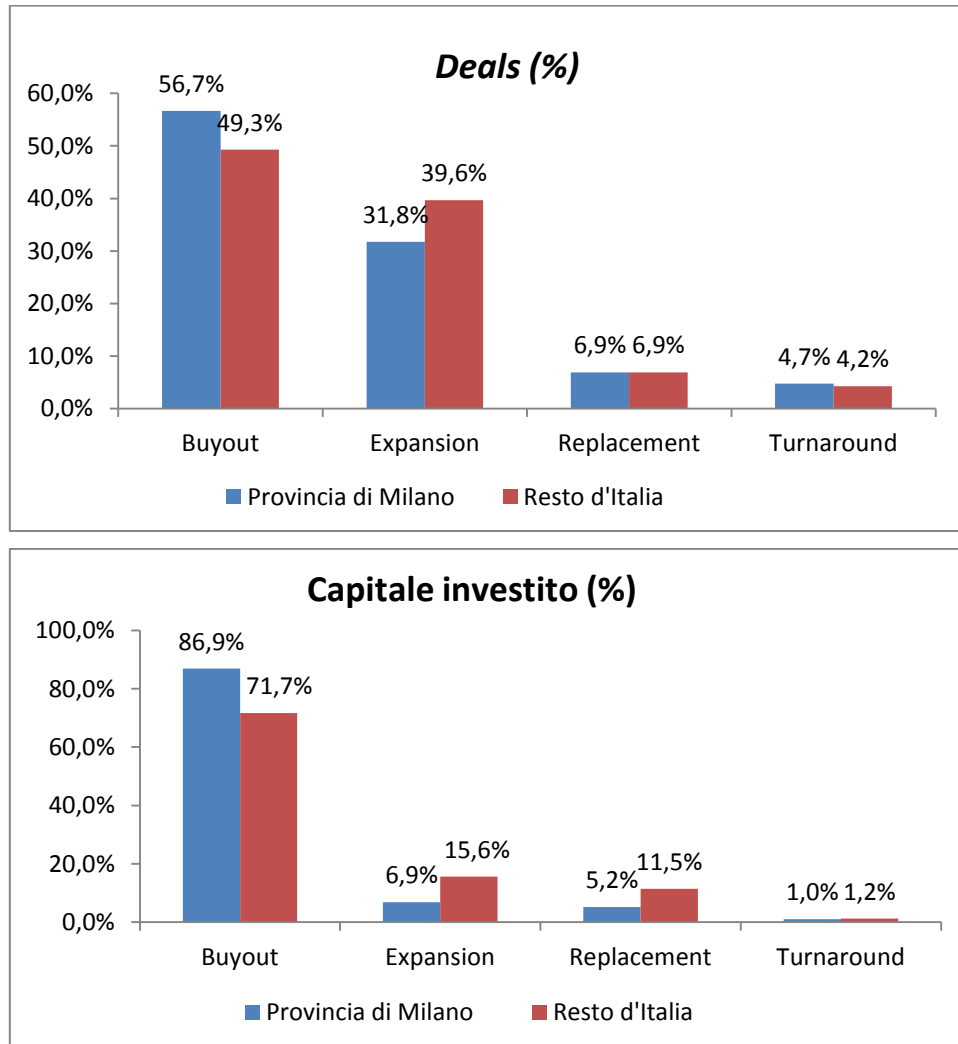


1.2.4. LA TIPOLOGIA DI INVESTIMENTI NELLA PROVINCIA DI MILANO

Anche la distinzione per tipologia di investimento restituisce risultati interessanti, legati a differenze tra le distribuzioni nella provincia di Milano e nel resto d'Italia. In particolare, la provincia di Milano si caratterizza per una maggiore incidenza di *buyout*, pari al 56,7%, a fronte di una media del 49,3% nel resto d'Italia. La differenza diventa ancora più significativa se si osserva il capitale investito per operazioni di questo tipo (15,8 punti), sintomo di un investimento, in media, superiore per le operazioni di *buyout* della provincia di Milano.

Al contrario nel capoluogo lombardo le operazioni di *expansion* hanno minore incidenza e, insieme alle operazioni di *replacement*, hanno attratto minori risorse da parte degli investitori (rispettivamente il 6,9% e il 5,2%, contro il 15,6% e l'11,5% nel resto d'Italia).

Grafico 13-14. La diversa rilevanza delle tipologie di investimento nella provincia di Milano e nel resto d'Italia



PARTE SECONDA – LE CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE TARGET

PRIMA DEL DEAL

Nella seconda parte del rapporto si intende indagare le caratteristiche delle aziende oggetto di investimenti di *private equity* nell'anno immediatamente precedente il *deal*. Nel corso della sezione verranno analizzate alcune delle principali caratteristiche aziendali in termini di assetto proprietario e *governance*, nonché lo “stato di salute” in termini di redditività e capacità di generare flussi di cassa. Si tenterà altresì di evidenziare eventuali peculiarità che le aziende del campione mostrano rispetto alle caratteristiche medie della totalità delle aziende italiane monitorate dall'Osservatorio AUB.

2.1. ALCUNE PECULIARITA' DELLE AZIENDE TARGET

2.1.1. I DIFFERENTI ASSETTI PROPRIETARI

Le aziende vengono solitamente classificate in base alle caratteristiche delle strutture proprietarie e alla natura dei principali azionisti. Nel presente lavoro si è deciso, pertanto, di dividere le imprese in cinque differenti tipologie in base alle caratteristiche dell'assetto proprietario: familiari, coalizioni, filiali di multinazionali, controllate da un *private equity* (nel qual caso l'investimento assume i connotati di un *secondary buyout* ¹⁶), e statali o enti locali.¹⁷

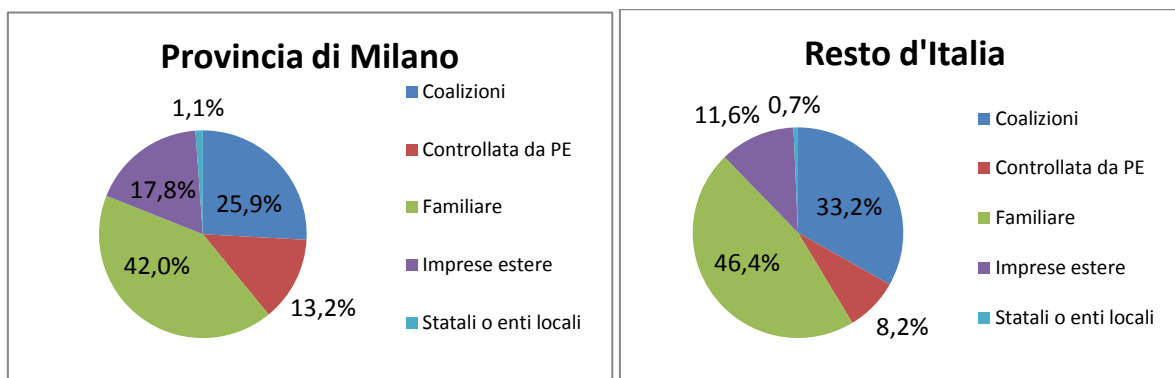
Dall'analisi dei *deals* avvenuti nel nostro Paese tra il 2000 e il 2011 risulta evidente come le aziende a controllo familiare siano state quelle maggiormente interessate da una operazione di *private equity*: i *deals* che hanno interessato aziende controllate da una famiglia imprenditoriale sono stati pari al 42,0% nel territorio milanese e al 46,4% nel resto d'Italia. Inoltre, per certi versi stupisce che sia nella provincia di Milano sia nel resto del Paese le coalizioni siano la seconda forma proprietaria interessata da operazioni di investimento nel capitale, nonostante rappresentino meno del 10% della popolazione complessiva di aziende.

¹⁶ Il *secondary buyout* identifica l'acquisizione di un'azienda che era già stata precedentemente oggetto di un *buyout*. Nello specifico contesto del settore del *private equity* diventa una frequente strategia di *exit* per un operatore al termine dell'investimento che cede le proprie quote a un nuovo fondo di investimento tramite una negoziazione privata. Quindi tutti i casi in cui l'investimento è indirizzato verso aziende controllate da un fondo di *private equity*, sono di fatto *secondary buyout*.

¹⁷ Le aziende “familiari” sono quelle in cui i soggetti appartenenti alla stessa famiglia detengono congiuntamente un controllo maggioritario; le “coalizioni” sono i casi in cui nessuno degli azionisti detiene quote sufficienti per assicurarsi il controllo assoluto; le filiali di multinazionali sono le controllate italiane di imprese con sede all'estero; le “imprese statali o enti locali”, infine, sono aziende il cui controllo ultimo è detenuto da organismi pubblici.

Grafico 15-16. Le operazioni avvenute nella provincia di Milano e nel resto d'Italia distinte per assetto proprietario

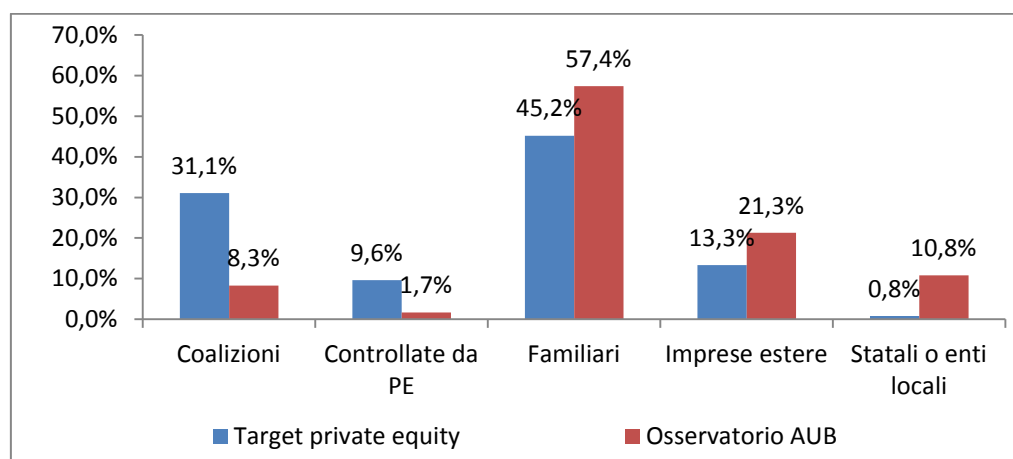
nell'anno precedente il *deal*



CONFRONTO CON DATI DI BENCHMARK

Tuttavia, confrontando i dati delle operazioni avvenute con la distribuzione delle diverse tipologie di medie e grandi aziende industriali che operano nel panorama italiano, è possibile fare ulteriori riflessioni. Innanzitutto la quota di investimenti riguardanti le aziende familiari (45,2%) risulta inferiore all'incidenza stessa di questa particolare tipologia di impresa all'interno del territorio italiano (57,4%). Al contrario, gli investimenti verso coalizioni e quelli verso aziende già controllate da un fondo di *private equity* presentano incidenze notevolmente superiori rispetto alle medie nazionali. Se la maggiore incidenza di investimenti verso aziende controllate da coalizioni sembra abbastanza naturale, data la maggiore frammentazione della compagine proprietaria che caratterizza queste ultime, meno ovvio è il motivo per il quale una parte del mercato del *private equity* abbia concentrato negli ultimi anni l'attenzione su poche aziende *target*, oggetto di ripetuti "*secondary buyout*".

Grafico 17. Confronto fra l'assetto proprietario del campione di *deals* e le medie dell'Osservatorio AUB



LE RAGIONI DI UN APPROFONDIMENTO SULLE AZIENDE FAMILIARI

Le aziende a controllo familiare costituiscono la categoria di aziende maggiormente interessata da operazioni di *private equity*. Tale dato non stupisce se si considera che le aziende familiari sono anche la forma di impresa più diffusa in Italia (circa il 73% delle aziende italiane,¹⁸ e il 57,4% fra quelle di medie e grandi dimensioni sono a controllo familiare), rivestendo un ruolo di assoluto rilievo nell'economia del Paese. Inoltre, come analizzato anche in precedenti rapporti dell'Osservatorio AUB, le aziende familiari presentano caratteristiche e peculiarità che le distinguono da altri tipi di aziende, rappresentando un modello, soprattutto di fronte alla crisi degli ultimi anni, in grado di sopportare flessioni consistenti nella redditività, e trarne anzi nuovi stimoli per rilanciare la competitività e la crescita nel lungo periodo.

Se numerosi studi in letteratura hanno approfondito come le aziende familiari siano state un importante motore per lo sviluppo nazionale, meno frequenti sono gli studi che analizzano il percorso di quelle aziende familiari che hanno scelto di aprire il capitale ad un operatore di *private equity*. Per questo motivo un focus sulle aziende a controllo familiare è di grande interesse oltre che di particolare attualità. Nel prosieguo del rapporto, si procederà in questo senso, tentando di indagare anche eventuali differenze fra le aziende di queste tipo e le restanti aziende oggetto di investimenti di *private equity*.

¹⁸ Commissione Europea, 2008

2.1.2. I SETTORI OGGETTO DI INVESTIMENTO

Considerando la distribuzione settoriale delle operazioni, è possibile osservare come la maggioranza degli investimenti avvenuti in Italia abbia interessato aziende che operano nel settore manifatturiero: il 54,9% in termini di numero complessivo di *deals*, con differenze sensibili nell'area milanese (44,6%) rispetto al resto del Paese (58,9%). Tale differenza mostra come il capoluogo lombardo sia in grado di attrarre risorse per il sostegno e la crescita delle proprie aziende in uno spettro più ampio di settori, rendendo la sua struttura produttiva meno vulnerabile di fronte a crisi di specifici settori industriali.

Caratteristiche del tutto simili presentano anche le distribuzioni settoriali delle aziende a controllo familiare e delle restanti tipologie.

Tabella 6. La distribuzione degli investimenti effettuati per settore di attività

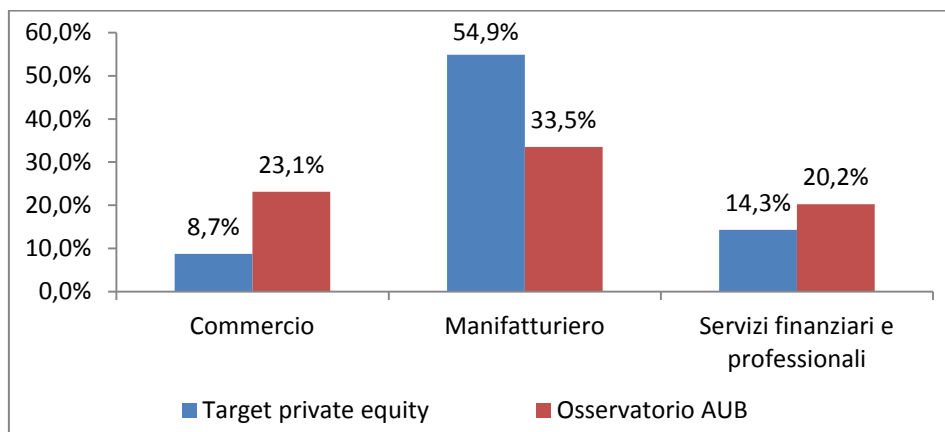
	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	<i>Deals (%)</i>	Capitale investito (%)	<i>Deals (%)</i>	Capitale investito (%)
Commercio	10,0%	11,3%	8,2%	7,5%
Costruzioni e servizi immobiliari	1,3%	4,9%	2,6%	8,5%
ICT	8,8%	13,0%	8,4%	7,6%
Manifatturiero	44,6%	42,4%	58,9%	47,3%
Produzione e distribuzione di energia	4,6%	4,6%	3,1%	0,9%
Servizi finanziari e professionali	17,9%	13,5%	12,9%	17,9%
Trasporti	5,0%	0,6%	3,1%	8,3%
Turismo	3,8%	1,4%	1,4%	1,9%
Altro	4,2%	8,3%	1,4%	0,1%
Totale	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

CONFRONTO CON DATI DI BENCHMARK

In base ai dati dell'Osservatorio AUB, le aziende italiane si concentrano in tre settori produttivi: il manifatturiero (33,5%), il commercio (23,1%) e i servizi finanziari e professionali (20,2%). Come osservato nel paragrafo precedente, anche il campione di aziende che sono state oggetto di investimento da parte di un fondo di *private equity* presenta una distribuzione simile, seppur importanti precisazioni si rendono necessarie. Confrontando i dati si osserva come l'incrocio fra domanda ed offerta si sia tradotto effettivamente in un *deal* nel settore manifatturiero in circa il 55% circa dei casi, mentre nella popolazione di aziende dell'Osservatorio AUB le aziende manifatturiere sono pari al 33,5%. Una maggiore presenza di *deals* nel settore manifatturiero, pari

a 21,4 punti, è compensato da una incidenza minore nel commercio e nei servizi finanziari o professionali, che presentano valori inferiori, rispettivamente, di 14,4 e 5,9 punti percentuali rispetto alle medie nazionali.

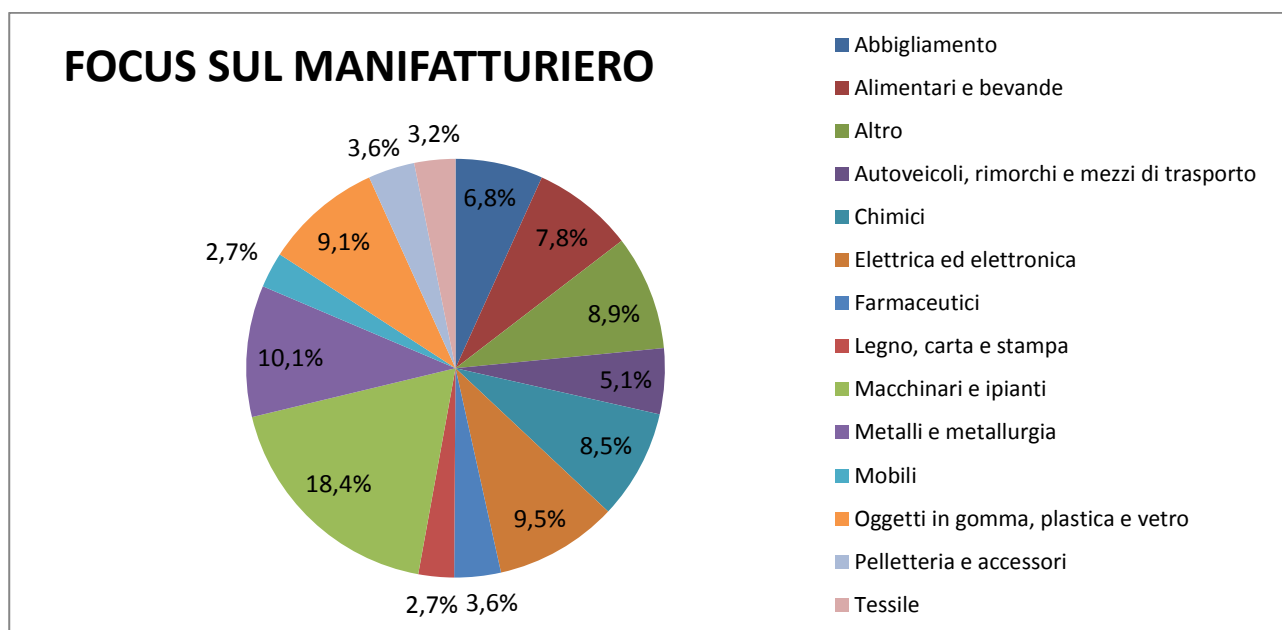
Grafico 18. Confronto dell' incidenza dei principali settori di attività fra il campione analizzato e le medie AUB



FOCUS SUL SETTORE MANIFATTURIERO

Il settore manifatturiero appare indubbiamente privilegiato dagli investitori istituzionali, ma al contempo è quello che raggruppa al proprio interno un insieme di attività alquanto variegate. Per poter effettuare un'analisi più precisa appare necessario individuare se al proprio interno vi siano stati alcuni micro-settori verso i quali gli interessi degli operatori di *private equity* si siano concentranti maggiormente.

Grafico 19. Gli investimenti effettuati all'interno del settore manifatturiero

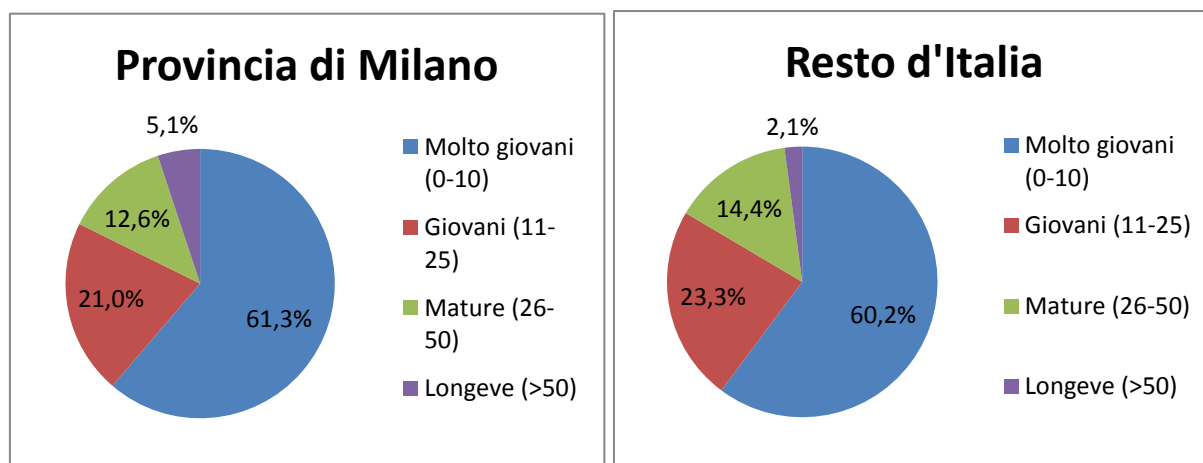


La distribuzione appare abbastanza frammentata, come si nota dal grafico. Una maggioranza di investimenti è stata rivolta verso aziende manifatturiere che producono impianti e macchinari (il 18,4% dei *deals*), mentre le altre categorie mostrano percentuali inferiori al 10%. Sembrerebbe che gli operatori di *private equity* non abbiano avuto una politica d'investimento orientata verso uno specifico settore (o un gruppo di settori), ma che gli investimenti siano stati indirizzati in aziende con un potenziale di valore ancora parzialmente inespresso, a prescindere dall'attività svolta.

2.1.3. LA LONGEVITA' DELLE AZIENDE TARGET

Le aziende che scelgono di aprire il proprio capitale ad operatori di *private equity* sono le più giovani. In particolare, più della metà dei *deals* ha avuto come oggetto aziende fondate da meno di dieci anni. Percentuali del tutto simili si hanno nella sola provincia di Milano (in cui le aziende molto giovani sono pari al 61,3% del totale) e nel resto d'Italia (dove la percentuale scende al 60,2%).

Grafico 20-21. Longevità delle aziende *target* nella provincia di Milano e nel resto d'Italia



Le ragioni possono essere legate in parte alla cultura e alla mentalità di alcuni imprenditori italiani, soprattutto quelli che hanno deciso di avviare un'attività imprenditoriale negli ultimi anni. Il particolare contesto economico e culturale che ha caratterizzato la recente storia del Paese, insieme a *business ideas* presumibilmente più innovative, e alla necessità di intraprendere un veloce processo di crescita per raggiungere una stabile *market share*, possono costituire validi motivi per un interesse verso forme di finanziamento alternative rispetto a quelle bancarie

tradizionali. Il *private equity*, ad esempio, può essere privilegiato per la sua capacità di apportare nelle aziende *target*, oltre che ingenti disponibilità liquide, anche strumenti e competenze specializzate che possono risultare fondamentali per il processo di crescita desiderato.

Tuttavia, la motivazione principale per l'elevata incidenza di aziende *target* molto giovani risiede con ogni probabilità nelle note difficoltà per le imprese di recente costituzione di utilizzare il canale bancario come fonte di finanziamento. Tale evidenza, più volte affrontata in letteratura,¹⁹ appare una tendenza comune in ogni area geografica o settore di attività. Una delle cause potrebbe essere l'asimmetria informativa fra azienda e banca, particolarmente accentuata per le imprese giovani: le banche spesso decidono di negare un finanziamento poiché non sono in grado di valutare accuratamente la rischiosità del *business plan* dell'azienda. Al contrario, aziende più longeve possiedono *business models* più consolidati, e sono in grado di ricorrere con maggiore facilità a fonti di finanziamento più tradizionali.

FOCUS SULLE AZIENDE FAMILIARI

All'interno del campione oggetto di studio, le aziende a controllo familiare costituiscono la categoria per cui l'incidenza di aziende molto giovani risulta meno marcata. Queste risultano essere mediamente pari al 45,7%, un dato che - seppur molto elevato - risulta inferiore di 22,1 punti rispetto alle aziende non familiari (67,8%). Tale differenziale viene recuperato con la maggiore incidenza di aziende giovani e mature, superiore di circa 10 punti.

Tabella 7. Età delle aziende familiari e confronto con le non familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Molto giovani (0-10)	46,6%	67,9%	45,5%	67,8%
Giovani (11-25)	31,5%	16,4%	28,8%	20,5%
Mature (26-50)	17,8%	10,3%	21,6%	10,7%
Longeve (>50)	4,1%	5,4%	4,1%	1,0%

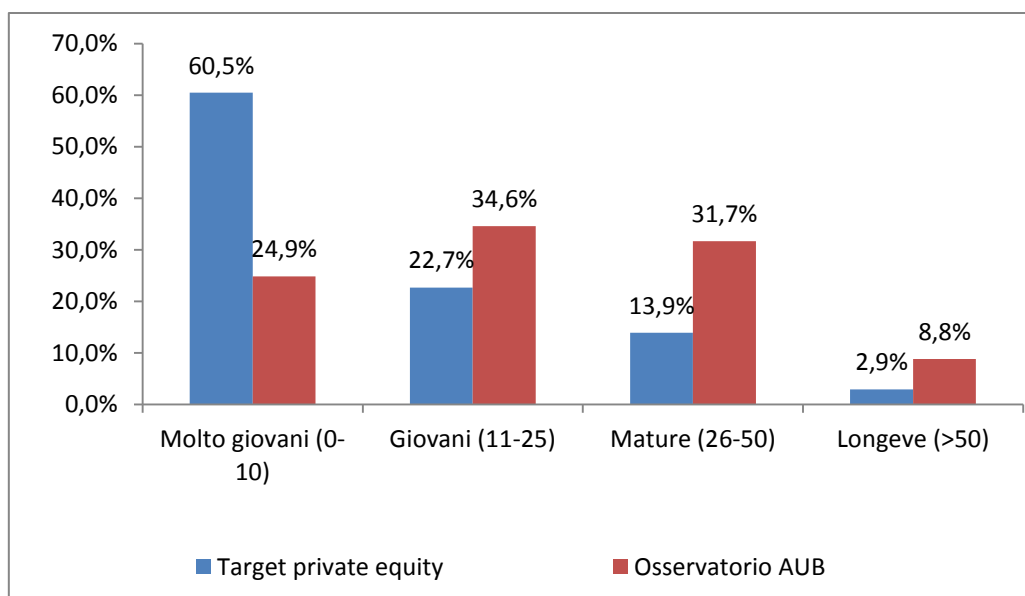
In conclusione, fra le aziende a controllo familiare, i dati suggeriscono un marcato dinamismo anche tra quelle di non recente costituzione. Anche le aziende mature (con oltre 25 anni di età) sembrano affiancare al tradizionale canale bancario quello degli operatori di *private equity*, probabilmente per via del maggior supporto che questi sono in grado di offrire nelle fasi aziendali di crescita e di riorganizzazione aziendale.

¹⁹ In particolare si ricorda il lavoro di L. W. Chavis, L. F. Klapper, and I. Love "The impact of the business environment on young firm financing", *The World Bank Economic Review*, 2011, 25 (3): 486-507

CONFRONTO CON DATI DI BENCHMARK

I dati di *benchmark* forniti dall'Osservatorio AUB forniscono un significativo supporto alle affermazioni dei paragrafi precedenti. Le medie nazionali appaiono distribuite molto più omogeneamente nelle quattro classi di età identificate, evidenziando con efficacia la maggior incidenza di aziende di recente costituzione nel campione di aziende oggetto di investimenti di *private equity*, con un differenziale pari a 35,6 punti (60,5% versus il 24,9% di aziende con meno di dieci anni di vita tra quelle dell'Osservatorio AUB).

Grafico 22. Età delle aziende *target* e confronto con medie nazionali dell'osservatorio AUB



2.2. L'ASSETTO PROPRIETARIO E DI GOVERNANCE

2.2.1. L'AZIONARIATO

La struttura societaria delle aziende nell'anno precedente il *deal* presenta caratteristiche particolari. Innanzitutto l'azionariato appare estremamente concentrato: in media le aziende della provincia di Milano sono controllate da 3,6 soci, mentre la numerosità media nel resto d'Italia è più elevata (4,3). Anche la quota posseduta mediamente dal primo azionista appare molto elevata, così come i casi in cui il primo azionista detiene una quota maggiore del 50% del capitale. Tali dati sono confermati dai valori elevati dell'indice di Herfindahl,²⁰ soprattutto nel territorio milanese.

Tabella 8. Caratteristiche dell'azionariato pre-*deal*

	Provincia di Milano	Resto d'Italia
Numero medio soci	3,6	4,3
Quota primo azionista	73,0%	67,9%
% aziende con quota del primo azionista superiore al 50%	77,7%	64,9%
Indice di Herfindahl	0,66	0,61
% aziende con al massimo 3 azionisti	65,9%	60,7%
% aziende con al massimo 5 azionisti	83,5%	82,3%

La relazione fra la concentrazione azionaria e *performance* aziendale è stata oggetto di numerosi studi in letteratura, alcuni dei quali coinvolgono anche il mercato del *private equity*.²¹ In particolare, la concentrazione azionaria sarebbe un efficace strumento per evitare eventuali stalli decisionali, inefficienze e varie forme di “*agency costs*” nel coordinamento fra proprietà e management. Gli investitori istituzionali, scegliendo di investire in aziende con caratteristiche simili, assicurano un efficace controllo diretto della *target* e un numero limitato di interlocutori con cui interfacciarsi e definire le strategie. In quest'ottica sembrano essere proprio le aziende della provincia di Milano quelle in grado di garantire, agli occhi degli investitori, una maggiore efficienza nelle dinamiche del controllo.

²⁰ Utilizzato frequentemente in letteratura per valutare la concentrazione della compagine proprietaria, sia in termini di numerosità dei soci che delle quote possedute. L'indice è pari alla sommatoria dei quadrati delle quote possedute dai primi sette azionisti.

²¹ Si fa qui riferimento a Perrini F., Rossi G. and Rovetta B., “*Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from the Italian Market*”, “*Journal of Corporate Governance*”

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI E CONFRONTO CON DATI DI *BENCHMARK*

Estraendo dal campione le aziende a controllo familiare, si evidenzia anche per questa categoria un numero di azionisti abbastanza contenuto. Tuttavia, vi sono anche importanti differenze territoriali. Nella provincia di Milano sono le aziende non familiari ad avere un azionariato più concentrato sia in termini di numerosità dei soci (mediamente pari a 3,3) sia in termini di quota azionaria del primo azionista (78,5%), come confermato anche dall'indice di Herfindahl (pari a 0,73). Tale relazione si inverte nel resto d'Italia, dove le aziende non familiari presentano una numerosità dei soci più elevata.

Tabella 9. Caratteristiche azionariato pre-*deal* - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Numero medio soci	4,0	3,3	3,3	5,3
Quota primo azionista	66,7%	78,5%	66,9%	69,0%
% aziende con quota del primo azionista superiore al 50%	72,6%	81,8%	76,0%	70,0%
Indice di Herfindahl	0,59	0,73	0,60	0,62
% aziende con al massimo 3 azionisti	60,3%	70,7%	63,5%	58,2%
% aziende con al massimo 5 azionisti	86,3%	81,8%	85,8%	78,1%
Quota famiglia	82,1%		80,5%	

Servendoci di un confronto con i dati dell'Osservatorio AUB su tutte le aziende familiari con fatturato superiore a 50 milioni di euro, è possibile fare ulteriori considerazioni. Innanzitutto si ha evidenza di una ridotta numerosità di soci per le aziende acquisite da un *private equity* rispetto alle aziende comparabili. Inoltre, fra le aziende del campione oggetto di studio si osserva una quota posseduta dal primo familiare, in media, lievemente superiore (3,4 punti), sebbene il controllo complessivo esercitato dalla famiglia risulti inferiore, in media, di 11,8 punti. Si tratta di aziende familiari con una compagine proprietaria mediamente molto concentrata, ma già aperte nei confronti dell'esterno e, probabilmente proprio per questo motivo più propense all'ingresso di un operatore di *private equity*. Coerentemente con quanto detto in precedenza, si sottolinea come gli investitori prediligano entrare in contatto con aziende controllate da uno o pochi soggetti, in modo da avere un unico interlocutore di riferimento.

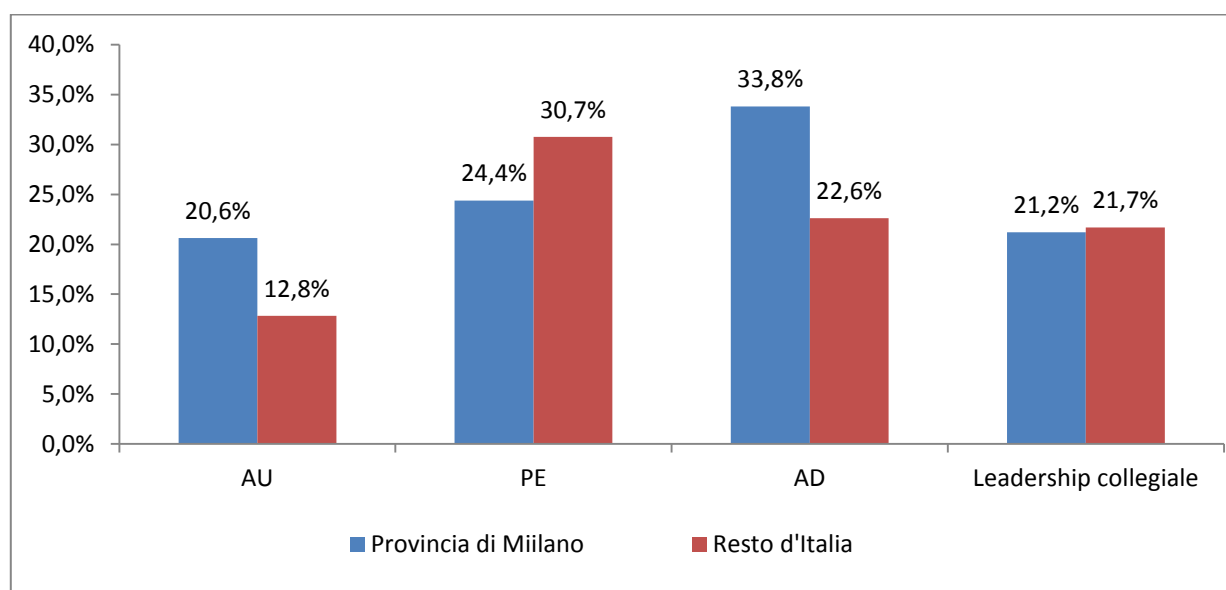
Tabella 10. Le caratteristiche dell'azionariato delle aziende familiari pre-*deal* e confronto con dati AUB

	Familiari	
	Target private equity	Osservatorio AUB
Numero medio soci	3,5	5,5
Quota primo azionista	66,8%	63,4%
Quota detenuta dalla famiglia	80,9%	92,7%

2.2.2. LA LEADERSHIP

Dall'analisi delle strutture di leadership delle 861 aziende indagate si evince come, prima dell'ingresso di un operatore di *private equity*, il 15,4% delle aziende fosse guidato da un Amministratore Unico (AU), il 29% da un Presidente Esecutivo (PE), e il 55,6% da uno o più Amministratori Delegati (AD). La gestione risultava collegiale (per la presenza di più di un AD) nel 21,5% dei casi. Peraltro, le strutture di leadership pre-*deal* presentano alcune differenze anche tra le aziende dell'area milanese e il resto d'Italia: la figura dell'AU era presente nel 20,6% delle aziende milanesi e nel 12,8% nel resto d'Italia, mentre il Presidente Esecutivo conta il 24,4% dei casi nel territorio milanese e il 30,7% nel resto della penisola.

Grafico 23. Leadership pre-*deal* nella provincia di Milano e nel resto d'Italia



- FOCUS AZIENDE FAMILIARI E CONFRONTO CON DATI DI *BENCHMARK*

Concentrando l'attenzione sulla leadership delle imprese familiari si osserva una incidenza maggiore di aziende gestite da più di un AD, ossia con una leadership collegiale (mediamente pari al 25,9% dei casi, a fronte del 17,9% delle aziende non familiari). Parallelamente però si deve sottolineare come l'incidenza di un leader donna risulti superiore di circa 2,7 punti rispetto alle aziende non familiari, nelle quali i leader donna sono pari al 5,5%.

Confrontando, invece, le aziende familiari in base alla localizzazione geografica, emerge come, al momento del *deal*, le aziende che operano nel territorio milanese presentano un numero inferiore di leader appartenenti alla famiglia (40% versus 58,2%), nonché mediamente più giovani. Si evidenzia, dunque, come una parte delle famiglie imprenditoriali milanesi, già prima di aprire il capitale ad un operatore di *private equity*, avessero deciso di affidare la gestione a manager esterni.

Tabella 11. Leadership pre-*deal* - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
AU	19,4%	21,4%	13,8%	11,9%
PE	21,0%	26,5%	27,6%	33,5%
AD	35,5%	31,6%	32,1%	37,8%
Leadership collegiale	24,2%	20,5%	26,5%	16,8%
% Leader familiare	40,0%		58,2%	
Età media leader	52,02	51,47	52,85	53,06
% Leader donna	8,1%	3,4%	8,3%	5,9%

Confrontando i dati in nostro possesso con quelli dell'Osservatorio AUB, si osserva come le aziende familiari monitorate evidenzino una maggiore diffusione di AU (superiore di 5,6 punti), una minore incidenza di Presidenti Esecutivi (pari a 7,5 punti) e una presenza inferiore di team di AD al vertice. Analogamente a quanto è avvenuto per la struttura societaria, gli investitori sembrano prediligere aziende dotate di strutture di leadership più sviluppate (con la presenza di un AD che affianca il Presidente), ma comunque di tipo individuale per avere un unico punto di riferimento con cui relazionarsi e discutere le strategie aziendali da implementare. Inoltre, il leader delle aziende familiari acquisite risulta più frequentemente un esponente esterno alla famiglia, e mediamente più giovane. Le ragioni possono essere rintracciate, oltre che in alcune linee guida che gli investitori si sono dati per selezionare le aziende nelle quali investire, anche nella maggior

apertura che leader più giovani ed esterni alla famiglia possono aver mostrato verso gli operatori di *private equity*, con meno vincoli e limitazioni di sorta nelle scelte di apertura del capitale.

Tabella 12. Leadership pre-*deal* e confronto con dati AUB

	Familiari	
	Target private equity	Osservatorio AUB
AU	15,3%	20,9%
PE	26,0%	18,5%
AD	33,1%	27,4%
Leadership collegiale	25,6%	33,2%
% Familiare leader	53,4%	84,3%
% Leader donna	8,2%	9,0%
Età media leader	52,63	56,40

2.2.3. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE (CdA)

I tratti distintivi che caratterizzano la composizione del CdA delle aziende prima del *deal* appaiono simili a quelli osservati nel paragrafo dedicato all'assetto proprietario. Come si evince dalla tabella seguente, la dimensione media del CdA appare contenuta, e mediamente pari a 5,3 membri. Nel 35,7% dei casi è presente almeno una donna nel CdA, nonostante il numero totale di consiglieri donna sia pari soltanto al 10% dei consiglieri totali.

Tabella 13. Le caratteristiche del CdA pre-*deal*

	Provincia di Milano	Resto d'Italia
Dimensione media	5,5	5,3
Età media	50,4	49,9
% almeno una donna	36,5%	35,4%
% donne	9,5%	10,3%
% membri giovani	16,3%	19,8%
% membri con delega	47,9%	50,6%

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI E CONFRONTO CON DATI DI BENCHMARK

Spaccando ulteriormente la classificazione precedente in base alla tipologia aziendale, le aziende familiari risultano quelle con un CdA mediamente più piccolo, una presenza più accentuata sia di membri giovani (ossia con età inferiore a 40 anni) che di donne. Quest'ultimo aspetto è una

caratteristica comune a tutte le aziende familiari alla ricerca di migliori *performance* favorendo la positiva interazione fra soggetti di genere differente nelle posizioni di vertice.²²

Si osserva, infine, una presenza di familiari nel CdA decisamente inferiore a quanto ci si potesse attendere, soprattutto nel territorio milanese (38,9%). Tale dato è probabilmente il risultato di un importante processo di managerializzazione delle strutture di governo, volto a dotarsi di competenze manageriali più variegate, anche tramite l'ingresso di esponenti esterni alla famiglia.

Tabella 14. Le caratteristiche del CdA pre-*deal* - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non Familiari	Familiari	Non Familiari
Dimensione	4,96	5,73	4,94	5,40
Età media	49,53	50,80	50,50	49,47
% almeno una donna	50,0%	28,6%	47,8%	23,0%
% donne	15,1%	5,7%	14,6%	6,2%
% membri giovani	21,0%	13,2%	20,7%	18,9%
% familiari	38,9%		46,1%	
% membri con delega	56,0%	42,5%	55,3%	46,0%

Osservando i dati di *benchmark* (fonte Osservatorio AUB) è possibile valutare se le aziende familiari oggetto di investimento presentino caratteristiche sistematicamente diverse rispetto alle aziende comparabili. In particolare, si evince un'età media dei consiglieri più bassa, e una presenza di membri non appartenenti alla famiglia più alta. Tra gli altri, questi elementi hanno giocato sicuramente un ruolo essenziale nelle scelte degli investitori, in quanto sintomo di una struttura di governo più aperta verso l'esterno, e più abituata al dialogo e alla comprensione del punto di vista di interlocutori esterni.

Tabella 15. Le caratteristiche del CdA pre-*deal* - confronto con dati AUB

	Familiari	
	Target private equity	Osservatorio AUB
Dimensione media	5,0	4,7
Età media	50,3	53,0
% almeno una donna	48,3%	53,0%
% donne	14,7%	18,0%
% membri giovani	20,8%	18,7%
% familiari	44,4%	66,8%

²² Si ricorda a riguardo lo studio di Amore M. D., Garofalo O., Minichilli A., "Gender interactions within the family firm", JEL classification: G34, J16, 2012.

2.3. LE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE

2.3.1. ALCUNI DATI DI STRUTTURA

Nel paragrafo che segue si procederà ad una analisi della struttura dimensionale delle aziende *target* attraverso l'utilizzo di sei variabili finanziarie: i ricavi dalle vendite, il numero di dipendenti, il valore degli *assets* e del patrimonio netto, il rapporto di indebitamento (pari al rapporto fra attivo e patrimonio netto) e l'indice di liquidità (o "*liquidity ratio*", pari al rapporto fra attivo corrente e passivo corrente).²³ Dopo aver descritto i valori medi assunti dal campione oggetto di studio ed aver operato un confronto con i dati dell'Osservatorio AUB, si procederà a valutare eventuali specificità dei *deals* in funzione delle diverse tipologie di investitori. La tabella a seguire evidenzia le dimensioni medie dei sei indicatori analizzati.

Tabella 16. Caratteristiche strutturali delle aziende *target pre-deal*

	Milano	Resto d'Italia
Ricavi (migl. €)	69.727	81.736
Dipendenti	402	407
Assets (migl. €)	79.970	80.727
Patrimonio netto (migl. €)	18.683	20.610
Rapporto di indebitamento	6,3	6,1
Liquidity ratio	0,91	0,93

Le aziende operanti nel capoluogo lombardo risultano mediamente più piccole rispetto al resto d'Italia, in relazione alle variabili considerate: ricavi, dipendenti, *assets* e patrimonio netto. Si osserva, inoltre, che la media dei ricavi risulta superiore a 50 mln €, sebbene solo il 35% delle aziende superi tale soglia. Il dato sembra evidenziare una distribuzione asimmetrica per questa variabile, per effetto della presenza all'interno del campione di un numero limitato di aziende di rilevanti dimensioni. La minore dimensione media delle aziende operanti nel territorio milanese acquista rilevanza ancora maggiore ove si consideri che l'investimento medio effettuato dagli investitori risulta più elevato per le aziende del capoluogo lombardo (41,1 milioni di euro, contro 33,7 nel resto d'Italia). Probabilmente, proprio in virtù di un significativo potenziale di valore ancora inespresso, il valore delle aziende milanesi al momento del *deal* risulta più elevato,

²³ In questa sezione del rapporto, al fine di una maggiore solidità statistica delle analisi, sono state calcolate per ciascuna azienda le medie dei tre anni precedenti e dei tre anni successivi al deal. Inoltre, per evitare che le analisi fossero influenzate dalla presenza di dati *outlier*, si è ritenuto opportuno escludere - per ciascuna variabile - circa il 5% dei valori superiori ed inferiori della distribuzione.

richiedendo investimenti maggiori da parte da parte degli operatori nonostante una dimensione aziendale inferiore.

- CONFRONTO CON DATI DI *BENCHMARK*

Selezionando le sole aziende che fatturano più di 50 mln €, è possibile effettuare un confronto con le medie di *benchmark* fornite dall'Osservatorio AUB. Gli investitori sembrano selezionare soprattutto aziende di minori dimensioni e con spiccate opportunità di crescita, come dimostrato dai valori dei ricavi, degli *assets* e del patrimonio netto, decisamente inferiori nel campione oggetto di analisi rispetto alle medie nazionali. Significativo è anche il valore più contenuto del rapporto di indebitamento, e quello leggermente più elevato del *liquidity ratio* nelle aziende *target*, elementi che forse garantiscono agli operatori la possibilità di sostenere la crescita usando parte della liquidità disponibile o sfruttando maggiormente la leva finanziaria. Tali caratteristiche possono, altresì, permettere un maggior utilizzo del *leveraged buyout*,²⁴ uno strumento spesso utilizzato per ridurre significativamente le risorse impiegate negli investimenti.

Tabella 17. Caratteristiche strutturali pre-*deal* - confronto con dati AUB

	AZIENDE CON RICAVI > 50 mln €	
	<i>Target private equity</i>	Osservatorio AUB
Ricavi (migl. €)	183.722	307.911
Assets (migl. €)	191.447	403.926
Patrimonio netto (migl. €)	45.289	124.056
Rapporto di indebitamento	6,7	7,2
Liquidity ratio	0,90	0,88

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Investigando ulteriormente i dati in nostro possesso in base alla familiarità della proprietà, si osservano importanti differenze strutturali fra le aziende operanti nel territorio milanese e le altre. In particolare, le aziende familiari del capoluogo lombardo appaiono in assoluto le più piccole per dimensione degli *assets*, dei ricavi e del valore del patrimonio netto. Sono anche quelle con un rapporto di indebitamento più elevato e un *liquidity ratio* più basso. Al contrario le aziende familiari del resto d'Italia sono quelle che presentano i valori più elevati all'interno di tutto il

²⁴ Il *leveraged buyout* (o LBO) è un'operazione di finanza aziendale utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa.

campione oggetto di analisi. Le ragioni di queste differenze sembrano risiedere nella maggiore attrattività del territorio milanese verso gli investitori, come già ricordato in precedenti sezioni del rapporto. In particolare, mentre nel territorio milanese anche le aziende più “piccole” e maggiormente indebitate riescono ad attirare l’interesse degli operatori, nel resto d’Italia sembrano solo le aziende più “grandi” e con una maggiore visibilità ad essere attive sul mercato del *private equity*.

Tabella 18. Caratteristiche strutturali pre-*deal* - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Ricavi (migl. €)	57.021	73.988	90.315	68.769
Dipendenti	401	402	398	393
Assets (migl. €)	62.075	90.663	84.128	77.966
Patrimonio netto (migl. €)	15.233	19.784	22.801	15.645
Rapporto di indebitamento	7,43	5,80	6,28	6,18
Liquidity ratio	0,91	0,94	0,96	0,91

- FOCUS INVESTITORI

Nel corso del rapporto, e in particolare nel paragrafo precedente, si è fatto esplicito riferimento alle possibili strategie di selezione ed investimento attuate dagli operatori di *private equity*. Tuttavia, occorre ricordare che le principali tipologie di investitori sono quattro, come evidenziato nella prima sezione del rapporto, ognuna delle quali può presentare strategie con declinazioni differenti rispetto alle altre. Se i valori delle variabili analizzate nelle precedenti pagine del rapporto risultavano allineati per le quattro tipologie di investitori, una prima chiara differenziazione emerge sulla struttura delle aziende *target*.

Le banche e i fondi internazionali di investimento sembrano selezionare aziende più grandi rispetto ai fondi di natura regionale o statale e i fondi italiani gestiti da SGR che, invece, appaiono più vicini alle necessità di aziende di ogni dimensione. Differenze significative si osservano in tutte le variabili considerate, come evidenziato dalla tabella seguente.

Tabella 19. Caratteristiche strutturali pre-deal - focus investitori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR	Fondi di natura regionale o statale
Ricavi (migl. €)	105.416	93.683	57.544	32.069
Dipendenti	425	532	360	163
Assets (migl. €)	107.569	97.208	63.312	40.803
Patrimonio netto (migl. €)	22.754	23.013	18.544	9.546
Rapporto di indebitamento	7,54	6,07	5,74	4,96
Liquidity ratio	0,89	0,97	0,93	0,78

- FOCUS TIPOLOGIA INVESTIMENTI

Le strategie di selezione adottate dagli operatori possono avere declinazioni diverse anche a seconda della specifica tipologia di investimento. I dati risultano coerenti con le diverse finalità, confermando questa ipotesi. Ad esempio, le aziende oggetto di operazioni di *buyout* e di *expansion* (che dovrebbero essere quelle con il maggior potenziale di crescita) risultano quelle più piccole per valore dei ricavi e degli *assets*, con un rapporto di indebitamento più basso e un *liquidity ratio* più elevato.

Tabella 20. Caratteristiche strutturali pre-deal - focus tipologie di investimenti

	<i>Buy Out</i>	<i>Expansion</i>	<i>Replacement</i>	<i>Turnaround</i>
Ricavi (migl. €)	64.794	75.287	139.940	88.781
Dipendenti	333	383	805	758
Assets (migl. €)	80.518	67.937	153.226	93.135
Patrimonio netto (migl. €)	20.373	17.088	40.752	12.165
Rapporto di indebitamento	5,33	6,00	5,56	8,37
Liquidity ratio	1,01	0,84	1,01	0,65

2.3.2. LE PERFORMANCE FINANZIARIE

Una delle principali variabili che viene solitamente utilizzata in letteratura per valutare le *performance* finanziarie delle aziende *target* è solitamente il *free cash flow*, ossia il flusso di cassa netto prodotto dalla gestione aziendale.

Il valore assoluto medio nei tre anni precedenti il *deal* risulta positivo nell'88% delle aziende oggetto di investimento. Dividendo per la dimensione degli *assets* è possibile ottenere un indicatore che non risenta della dimensione aziendale delle aziende *target*, e che esprima un

ritorno – in termini finanziari – sugli investimenti della società. Nelle aziende oggetto di indagine l'incidenza dei *free cash flows* sul patrimonio è pari, in media, al 6,5%.

Pur trattandosi sempre di valori estremamente positivi si osservano differenze territoriali: le aziende del territorio milanese sono in grado di generare flussi di cassa inferiori rispetto al resto d'Italia.

Tabella 21. Performance finanziarie pre-deal

	Milano	Resto d'Italia
Free cash flows (migl. €)	3.576	4.792
Free cash flows / assets	6,1%	7,0%

Valori elevati di *free cash flows* evidenziano la bontà del modello di *business* e del progetto imprenditoriale dell'azienda. Inoltre, un'eventuale strategia di sviluppo e di crescita sarebbe perseguibile in modo più agevole sul fronte delle risorse da reperire, poiché parte delle risorse necessarie potrebbero essere fornite direttamente dal flusso di cassa prodotto dalla gestione dell'azienda *target*. Per questi motivi gli operatori nel mercato del *private equity* tendono a privilegiare aziende eccellenti sotto il profilo della capacità di produrre *free cash flows*.

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Anche le aziende a controllo familiare mostrano *performance* finanziarie molto positive. Come in precedenza, appare rilevante la distinzione territoriale: nel resto d'Italia le aziende familiari mostrano i valori più alti di *free cash flows*, quasi a voler significare che gli investitori ricerchino maggiori garanzie per investire in un contesto che, almeno a prima vista, può apparire meno sviluppato di quello milanese.

Tabella 22. Performance finanziarie pre-deal - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Free cash flows (migl. €)	3.248	3.680	5.756	4.008
Free cash flows / Assets	5,4%	5,2%	7,4%	6,3%

- FOCUS OPERATORI

Sebbene i dati in nostro possesso sembrano suggerire una forte attenzione degli operatori alle *performance* finanziarie delle aziende *target*, questa appare particolarmente marcata per le banche, i fondi internazionali di investimento e i fondi italiani gestiti da SGR, che mostrano valori del rapporto *free cash flows / assets* mediamente superiori. E' possibile che i fondi regionali o statali decidano di investire anche in aziende meno performanti (ma comunque con *performance* superiori alle medie nazionali) per via della loro filosofia d'investimento tradizionalmente più vicina alle esigenze locali, e tesa a promuovere lo sviluppo delle aziende che operano sul proprio territorio.

Tabella 23. *Performance* finanziarie pre-deal - focus investitori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR	Fondi di natura regionale o statale
Free cash flows (migl. €)	5.560	5.186	3.807	2.179
Free cash flows / Assets	7,0%	6,3%	6,5%	6,1%

- FOCUS TIPOLOGIA INVESTIMENTI

Le *performance* finanziarie delle aziende *target* prima del *deal* possono fornire qualche indicazione circa la tipologia di investimento realizzata. Le aziende oggetto di un *buyout* o di un *replacement*, accuratamente selezionate dagli investitori fra le più performanti nel territorio, sono, infatti, quelle che presentano un rapporto *free cash flows / assets* più elevato (8%), mentre evidenziano un rapporto nullo (ma pur sempre non negativo) le aziende che necessitano di una ristrutturazione aziendale tramite un *turnaround*. L'ultima categoria, *expansion*, presenta invece un rapporto *free cash flows / assets* nella media. Tale evidenza sembra dimostrare che gli operatori di *private equity* si siano concentrati esclusivamente sul potenziale di crescita inespresso delle *target*.

Tabella 24. *Performance* finanziarie pre-deal - focus tipologie investimenti

	Buy Out	Expansion	Replacement	Turnaround
Free cash flows (migl. €)	4.306	3.949	10.085	1.328
Free cash flows / Assets	7,8%	5,9%	7,3%	-0,3%

2.3.3. LE PERFORMANCE REDDITUALI

Le due variabili selezionate per la rappresentazione delle *performance* reddituali delle aziende *target* sono la redditività operativa (*return on assets*, ROA) e la redditività del patrimonio netto (*return on equity*, ROE). I due indicatori di sintesi esprimono efficacemente la capacità di generare reddito rapportando, da una parte, il valore del risultato operativo alla totalità degli *assets* e dall'altra, il reddito netto alle risorse investite in azienda dai soci.

Il campione di aziende oggetto di analisi ha ottenuto, mediamente, nei tre anni precedenti l'investimento, *performance* positive sia in termini di ROA che di ROE, con valori superiori a quelli delle aziende di medie e grandi dimensioni monitorate dall'Osservatorio AUB.²⁵ Quelle operanti nel milanese, tuttavia, presentano valori ridotti rispetto al resto d'Italia. Probabilmente l'area milanese garantisce una buona attrattività anche per le aziende con un profilo meno eccellente dal punto di vista contabile.

Tabella 25. *Performance* reddituali pre-*deal* e confronto con medie AUB

	Milano	Resto d'Italia	AZIENDE AUB
ROA	4,6	6,2	5,0
ROE	7,9	9,6	7,7

Gli indici di redditività finora considerati, tuttavia, possono essere inficiati da *trend* specifici di alcuni settori, che esulano dagli obiettivi del presente rapporto. Come facilmente intuibile, infatti, le caratteristiche strutturali dei diversi settori e le due crisi finanziarie che si sono susseguite nell'ultimo decennio possono aver avuto delle forti ripercussioni in alcuni investimenti, con differenze potenzialmente elevate a livello settoriale.

Per questo motivo si sono rettificati i valori di *performance* per tener conto della redditività media del settore osservata in ciascun anno,²⁶ e sono stati utilizzati i valori netti così ottenuti per tutte le successive analisi del rapporto.

Si osserva che le aziende acquisite da un fondo di *private equity*, nei tre anni precedenti il *deal*, presentano mediamente una redditività superiore a quella settoriale di 1,6 punti per il ROA e 1,9 per il ROE. Permane la differenza territoriale già osservata in precedenza: le aziende della

²⁵ Per effettuare il confronto, per ciascun indicatore, è stata calcolato il valore medio delle sole aziende italiane con fatturato superiore a 50 mln € in tutti gli anni del periodo considerato nel rapporto (2000-2011).

²⁶ Per raggiungere tale risultato sono state calcolate le medie in termini di ROA e di ROE di tutte le aziende italiane (fonte AIDA) raggruppate in base ai primi due digit del codice ATECO 2007. Tali dati sono stati poi utilizzati per depurare gli indici di redditività osservati per ciascuna azienda, in base al particolare anno dell'osservazione e al codice ATECO dell'azienda.

provincia di Milano presentano indici mediamente inferiori, anche depurati dall'andamento di settore.

Tabella 26. *Performance reddituali pre-deal depurate dagli effetti di settore*

	Milano	Resto d'Italia
ROA <i>adjusted</i>	0,63	1,95
ROE <i>adjusted</i>	0,72	2,31

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Dividendo il campione in base alla familiarità della proprietà, si può osservare come le aziende familiari mostrino *performance* prima del *deal* in media sempre superiori rispetto alle altre, con differenziali maggiori di un punto in termini di ROA e di tre punti in termini di ROE. Sembra evidente come siano state soprattutto le aziende familiari con *performance* superiori ad aprirsi verso gli operatori di *private equity*.

Tabella 27. *Performance reddituali nette pre-deal - focus familiari*

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
ROA <i>adjusted</i>	1,3	0,4	2,5	1,2
ROE <i>adjusted</i>	3,0	-0,8	3,4	0,0

- FOCUS OPERATORI

Analogamente a quanto si è osservato per le *performance* finanziarie, anche le *performance* reddituali presentano differenze in base alle diverse tipologie di investitori. In particolare, trova conferma l'evidenza secondo la quale banche e fondi internazionali di investimento sono più selettivi nella scelta delle aziende *target*. Ad esempio, le aziende oggetto di investimenti da parte di fondi internazionali presentavano prima del *deal* un ROA (rettificato per la media di settore) pari a 1,4 punti percentuali, e un ROE pari a 3,0 punti percentuali. Di converso, i fondi di natura regionale e statale sembrano meno selettivi, per via probabilmente di una filosofia d'investimento tradizionalmente più vicina alle esigenze locali, e tesa a promuovere lo sviluppo delle aziende che operano sul proprio territorio.

Tabella 28. *Performance* reddituali nette pre-*deal* - focus operatori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR	Fondi di natura regionale o statale
ROA <i>adjusted</i>	0,9	1,4	2,2	0,5
ROE <i>adjusted</i>	2,7	3,0	1,2	-0,2

- FOCUS TIPOLOGIA INVESTIMENTI

Le *performance* medie prima del *deal* sembrano variare anche in relazione alla tipologia di investimento, per effetto di caratteristiche e finalità assolutamente differenti nei quattro casi considerati. Conseguentemente, all'interno del campione le aziende oggetto di *buyout* sono quelle che mostrano le *performance* migliori, e quelle oggetto di *turnaround* le peggiori, come facilmente prevedibile.

Tabella 29. *Performance* reddituali nette pre-*deal* - focus tipologia investimenti

	<i>Buy Out</i>	<i>Expansion</i>	<i>Replacement</i>	<i>Turnaround</i>
ROA <i>adjusted</i>	3,5	0,3	1,7	-5,7
ROE <i>adjusted</i>	4,2	1,0	2,1	-17,4

2.4. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE SULE STRATEGIE DI SELEZIONE E LE CARATTERISTICHE DELLE AZIENDE *TARGET*

Il settore del *private equity* presenta caratteristiche particolari che, per certi versi, lo rendono molto simile al funzionamento dei mercati finanziari: per la conclusione di un *deal* è indispensabile che avvenga un incontro tra domanda e offerta. Da un lato vi sono gli imprenditori, che sempre più spesso decidono di aprire parte del capitale sociale ad investitori esterni (lato della domanda), per far fronte alla necessità di finanziamenti per le proprie imprese, fondamentali per superare periodi di difficoltà o per intraprendere importanti percorsi di crescita e di sviluppo. Dall'altro lato vi sono gli investitori istituzionali (lato dell'offerta) che dedicano sempre più risorse e capitali alle attività di *private equity*, ma che orientano sapientemente i propri investimenti esclusivamente verso le aree geografiche e le imprese che presentano le migliori opportunità di crescita, guidati soprattutto da una logica di massimizzazione del proprio rendimento.

Se fino a pochi anni fa l'attività svolta dai operatori di *private equity* in Italia era quasi assente nel nostro Paese, per l'effetto congiunto di una ridotta offerta di capitali da parte dagli operatori e di una scarsa domanda proveniente dal mondo imprenditoriale, negli ultimi anni la situazione sta evolvendo rapidamente. Secondo gli analisti, infatti, si sta di recente assistendo ad uno squilibrio fra domanda e offerta: sempre più aziende italiane mostrano segnali di apertura, attratti dalla capacità di investimento dei fondi di *private equity*, ma il soddisfacimento di requisiti strutturali sempre più stringenti – complice anche la difficile congiuntura economica - fa sì che molte aziende non superino il processo di *screening* degli investitori. Sebbene l'area milanese riscontri un elevato grado di apprezzamento da parte degli investitori, lo stesso grado di apprezzamento non sembra valere in modo uniforme per il resto del Paese.

Per investigarne i motivi, si possono sottolineare alcuni risultati delle pagine precedenti che hanno evidenziato l'utilizzo da parte degli operatori specializzati di precise strategie di selezione delle aziende *target*.

In primis, la percezione è che sia ritenuto difficile, se non addirittura rischioso, intervenire in aziende dotate di strutture di *governance* meno evolute e poco aperte al contributo di manager esterni, oppure non in linea con le *best practices* internazionali. Come dimostrato dai dati illustrati, le preferenze ricadono spesso sulle aziende con una compagine proprietaria concentrata, con strutture di governo più sviluppate ed efficienti (dotate, ad esempio, del giusto *mix* di competenze, genere ed età), e in cui sia facilmente identificabile il soggetto decisore (il leader aziendale), che faccia da punto di contatto fra l'azienda *target* e gli investitori. Forse sono proprio

questi gli aspetti su cui le aziende possono e devono intervenire maggiormente, attraverso mirati interventi di riforma delle proprie strutture di governo e di redistribuzione dei poteri, seguendo l'esempio di quanto già avviato nell'area milanese.

PARTE TERZA – L’IMPATTO SULLE AZIENDE *TARGET*

Dopo aver analizzato la natura dei *deals* nella prima sezione del rapporto ed illustrato, nella seconda parte, le caratteristiche delle aziende *target* nell’anno precedente l’investimento, si intende verificare se l’ingresso di un operatore di *private equity* ha avuto un impatto significativo sulle principali dimensioni aziendali. Nelle pagine seguenti si procederà, pertanto, ad un’attenta analisi volta a sottolineare le variazioni più rilevanti osservate nelle strutture proprietarie, nella *governance*, in termini di crescita strutturale e di cambiamenti nelle *performance* reddituali e finanziarie.

Tuttavia occorre ricordare la natura estremamente differente che separa le operazioni di maggioranza da quelle di minoranza. Le prime, comportando l’acquisizione di quote maggioritarie di capitale, permettono all’investitore di godere di pieni poteri nella gestione dell’azienda *target*, e di essere liberi di apportare modifiche strategiche e strutturali allo scopo di aumentare la competitività dell’azienda. Le seconde, al contrario, vedono gli investitori in posizione minoritaria, costretti a confrontarsi con almeno un socio nella compagine proprietaria in possesso della maggioranza dei diritti di voto per poter implementare i correttivi strategici che ritengono necessari.

Si vuole ricordare, inoltre, come osservato nelle prime pagine del rapporto, che la decisione riguardante la quota da acquisire dipende soprattutto dalla tipologia di investimento. In particolare, per la natura dell’operazione, *buyout* e *turnaround* sono più adatti a operazioni di maggioranza; *replacement* e di *expansion*, invece, ad investimenti di minoranza.

Considerando il differente potere di influenza posseduto dagli operatori nelle due alternative evidenziate si è preferito in questa fase trattare separatamente le due casistiche, operando una distinzione fra investimenti di maggioranza ed investimenti di minoranza nelle pagine successive.

Inoltre, seguendo l’impostazione dell’intero rapporto, si introdurrà un ulteriore elemento d’analisi, volto ad approfondire alcune di queste peculiarità nelle aziende a controllo familiare.

3.1. L'IMPATTO SULL'ASSETTO PROPRIETARIO E DI GOVERNANCE

L'attività di *private equity* identifica tipicamente un vasto e differenziato insieme di investimenti nel capitale sociale delle aziende *target*. Nonostante le finalità possano essere molto diverse, come visto in precedenza, tali investimenti sono spesso di ingente ammontare e molto rischiosi, sia per l'aleatorietà del successo, sia per la ridotta diversificazione che soprattutto gli operatori di minori dimensioni possono assicurare. Per tali ragioni, gli investitori necessitano di un certo grado di controllo che consenta di intervenire nelle scelte aziendali delle aziende *target*. Inoltre, secondo le indicazioni delle *best practices* internazionali, l'intervento di un investitore dovrebbe introdurre nelle aziende comportamenti e regole per una maggiore e più efficiente distribuzione dei poteri all'interno dell'azienda. Seguendo quanto sostenuto in numerose ricerche internazionali, in questo paragrafo si proverà a verificare se l'ingresso di un operatore di *private equity* abbia un impatto sull'assetto proprietario, sulla struttura di *governance*²⁷ e, conseguentemente, sulle scelte strategiche dell'azienda stessa.

3.1.1. LE VARIAZIONI NELL'ASSETTO PROPRIETARIO

Per individuare l'entità delle variazioni evidenziate nell'assetto proprietario delle aziende *target* si effettuerà un confronto sistematico tra la situazione riscontrata nell'anno immediatamente successivo al *deal* e quella rilevata nell'anno precedente l'operazione. Con riferimento alle operazioni di maggioranza si osservano due andamenti a livello geografico: le aziende operanti nella provincia di Milano hanno sperimentato un incremento medio del 5,1% nella numerosità dei soci; di converso, le aziende con sede nel resto d'Italia una riduzione del 9,5%. Le direzioni opposte non devono stupire ove si considerino le medie precedenti l'investimento, inferiori per le aziende milanesi. Per effetto delle variazioni osservate la numerosità media dei soci dopo l'investimento appare pressoché omogenea nei due casi (3,3). Pertanto, nonostante una concentrazione della compagine proprietaria di partenza molto differente, l'effetto finale è il raggiungimento di un assetto proprietario composto da un numero medio di soci molto simile, a prescindere dalla localizzazione territoriale. Anche le variazioni osservate nelle altre variabili di struttura e di composizione dell'assetto proprietario osservate nel rapporto confermano una sostanziale

²⁷ Cornelli F., Karakas O., "Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?", Working Paper for the "London Business School".

omogeneizzazione delle caratteristiche delle aziende *target* dopo l'ingresso di un fondo di *private equity*.

Tabella 30. Le variazioni nell'assetto proprietario negli investimenti di maggioranza

DEALS DI MAGGIORANZA	PROVINCIA DI MILANO			RESTO D'ITALIA		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Numero medio soci	3,1	3,3	5,1%	3,7	3,3	-9,5%
Quota primo azionista	77,9%	83,2%	5,3	70,7%	83,0%	12,3
% Con primo azionista maggioritario	81,0%	94,8%	13,9	76,0%	93,3%	17,3
Indice di Herfindahl	73,0%	76,0%	3,0	64,7%	75,6%	10,9
% Primo azionista fisico	14,3%	1,0%	-13,3	23,9%	1,9%	-22,0
% Massimo 3 azionisti	70,6%	70,1%	-0,5	64,9%	65,7%	0,8
% Massimo 5 azionisti	88,2%	83,5%	-4,7	84,0%	84,3%	0,3

Al contrario, gli investimenti di minoranza sembrano provocare mutamenti nell'assetto proprietario del tutto analoghi anche per le aziende con una diversa localizzazione territoriale. Le differenze tra le aziende milanesi e le altre rimangono invariate, se non leggermente amplificate. In particolare, le trasformazioni si evidenziano in una crescita della numerosità media dei soci (del 16% circa) e in una riduzione della concentrazione della compagine proprietaria.

Tabella 31. Le variazioni nell'assetto proprietario negli investimenti di minoranza

DEALS DI MINORANZA	PROVINCIA DI MILANO			RESTO D'ITALIA		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Numero medio soci	4,06	4,70	15,8%	4,81	5,59	16,2%
Quota primo azionista	68,6%	68,7%	0,1	65,4%	64,0%	-1,4
% Con primo azionista maggioritario	75,3%	72,9%	-2,4	70,7%	66,9%	-3,7
Indice di Herfindahl	61,2%	60,1%	-1,1	58,1%	55,3%	-2,8
% Primo azionista fisico	44,7%	27,1%	-17,6	34,7%	20,6%	-14,1
% Massimo 3 azionisti	62,4%	51,0%	-11,4	57,7%	50,0%	-7,7
% Massimo 5 azionisti	79,3%	77,6%	-1,8	76,9%	74,8%	-2,1

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Confrontando, invece, i dati riguardanti le aziende familiari e le aziende non familiari, si osservano variazioni sostanzialmente omogenee nei due casi. Il numero medio dei soci cresce in misura importante, soprattutto nel resto d'Italia; la quota posseduta dalla famiglia si riduce significativamente, così come la concentrazione azionaria, sebbene il primo azionista detenga una quota mediamente maggiore. L'effetto combinato si traduce in una riduzione della concentrazione della compagine proprietaria (come si evince dall'indice di Herfindahl).

Tabella 32. Le variazioni nell'assetto proprietario - focus familiari

PROVINCIA DI MILANO	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Numero medio soci	3,96	4,70	18,7%	3,32	3,90	17,5%
Quota primo azionista	66,7%	68,5%	1,8	78,5%	79,1%	0,6
% Con primo azionista maggioritario	72,6%	77,8%	5,2	81,8%	87,4%	5,5
Indice di Herfindahl	59,0%	58,9%	-0,1	73,3%	71,6%	-1,7
% Massimo 3 azionisti	60,3%	49,2%	-11,1	70,7%	64,4%	-6,3
% Massimo 5 azionisti	86,3%	76,2%	-10,1	81,8%	81,6%	-0,2
Quota famiglia	82,1%	58,3%	-23,8			

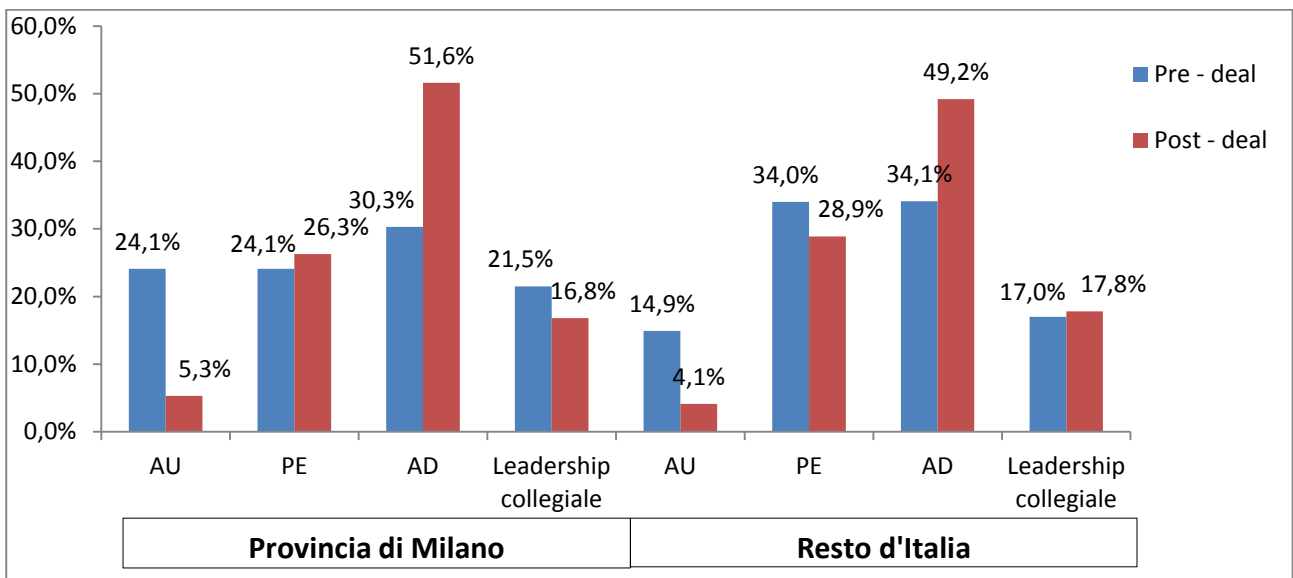
RESTO D'ITALIA	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Numero medio soci	3,33	4,20	26,1%	5,25	6,58	25,3%
Quota primo azionista	66,9%	67,0%	0,1	69,0%	74,6%	5,6
% Con primo azionista maggioritario	76,0%	76,8%	0,8	70,0%	77,6%	7,6
Indice di Herfindahl	60,3%	56,8%	-3,5	62,3%	67,8%	5,5
% Massimo 3 azionisti	63,5%	50,0%	-13,5	58,2%	58,1%	-0,1
% Massimo 5 azionisti	85,8%	78,0%	-7,8	78,1%	76,8%	-1,3
Quota famiglia	80,5%	48,7%	-31,8			

3.1.2. LE VARIAZIONI NELLA LEADERSHIP

I risultati riportati nei grafici seguenti permettono di osservare come siano mutate le tre figure di leadership prese in esame tra la situazione *pre-deal*, e quella osservabile nell'anno immediatamente successivo.

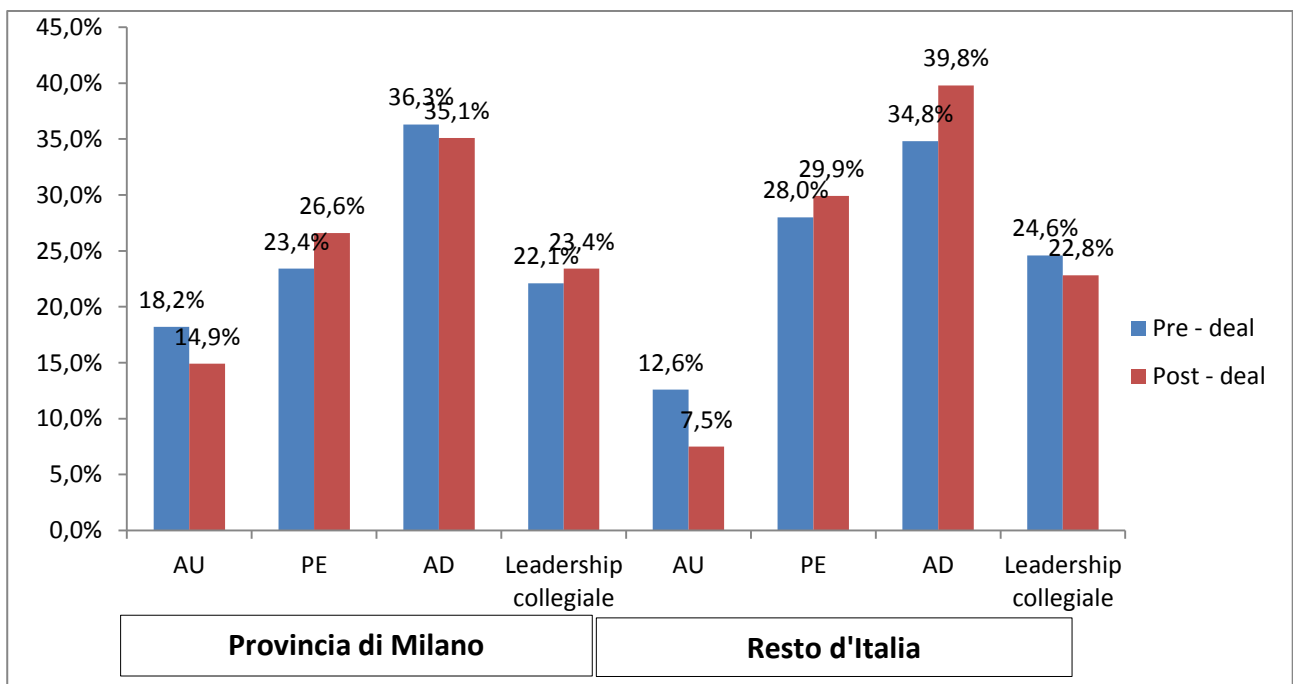
Il fenomeno più significativo, come lecito attendersi, appare la riduzione di aziende guidate da un AU (la cui incidenza si è più che dimezzata), ed il conseguente incremento di aziende guidate da uno o più AD. Tale fenomeno, ben visibile sia nell'area milanese sia nel resto d'Italia, appare più accentuato negli investimenti di maggioranza. Dopo il *deal* e la riorganizzazione operata dagli investitori, emerge una buona omogeneità nelle strutture di leadership anche nelle due aree geografiche analizzate. Anche per la leadership collegiale le direzioni opposte osservate nell'area milanese e nel resto d'Italia sembrano condurre ad una omogeneizzazione dei risultati: la crescita positiva nel resto d'Italia (con un numero più ridotto di casi di leadership collegiale *pre deal*, pari al 17%) e negativa per la provincia di Milano (che mostrava, invece, un valore più elevato, e pari al 21,5%) porta l'incidenza collegiale ad un livello simile *post deal* (16,8% e 17,8%, rispettivamente, nella provincia di Milano e nel resto d'Italia).

Grafico 24. Variazioni nei modelli di leadership per gli investimenti di maggioranza



Come presumibile, le variazioni osservate negli investimenti di minoranza appaiono simili per direzione, ma inferiori per entità. Tali dati portano a ritenere che in alcuni casi gli investitori non sono riusciti, non potendo contare su una maggioranza dei diritti di voto per farlo - o non hanno ritenuto opportuno - apportare modifiche nelle strutture di leadership delle aziende *target*.

Grafico 25. Variazioni nei modelli di leadership per gli investimenti di minoranza



Tuttavia, la portata dell'intervento di un operatore di *private equity* si osserva non solo nel cambio del modello di leadership, ma anche analizzando il numero di successioni avvenute a distanza di un anno al massimo dall'operazione. Dai risultati riportati nella tabella seguente, si deduce come in un numero rilevante di casi (41,5% per la provincia di Milano, 33,7% per il resto d'Italia) gli investimenti di maggioranza abbiano comportato un ricambio al vertice. Tali variabili si riducono in maniera sensibile nelle operazioni di minoranza.

Tabella 33. Incidenza delle successioni al vertice

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
Successione leader	41,5%	15,7%	33,7%	18,4%

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

La tabella successiva evidenzia le variazioni avvenute nelle strutture di leadership delle aziende a controllo familiare, in una logica comparativa rispetto alle restanti aziende del campione analizzato.

Tabella 34. Variazioni nei modelli di leadership - focus familiari

PROVINCIA DI MILANO	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
AU	19,4%	8,0%	-11,4	19,3%	7,7%	-11,6
PE	21,0%	30,7%	9,7	28,4%	29,5%	1,1
AD	35,5%	30,6%	-4,9	31,8%	43,6%	11,8
Leadership collegiale	24,2%	30,7%	6,5	20,5%	19,2%	-1,3

RESTO D'ITALIA	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
AU	13,8%	4,3%	-9,5	11,9%	3,4%	-8,5
PE	27,6%	27,0%	-0,6	33,5%	26,6%	-6,9
AD	32,1%	44,8%	12,7	37,8%	51,4%	13,6
Leadership collegiale	26,5%	23,9%	-2,6	16,8%	18,6%	1,8

I risultati evidenziano come le aziende familiari abbiano subito variazioni di entità paragonabile rispetto alle aziende con un differente assetto proprietario. In particolare, la riduzione dei casi di aziende guidate da un AU appare sostanzialmente simile, a vantaggio della figura di un Presidente Esecutivo o alternativamente di un Amministratore Delegato. Sul versante territoriale, invece, si osserva come nell'area milanese ci sia stata una maggiore crescita dell'incidenza del PE (che prima

del *deal* evidenziava le percentuali minori rispetto al resto d'Italia) e dei casi di leadership collegiale. Sembra plausibile che molte delle aziende familiari con a capo un singolo AD abbiano visto l'affiancamento di un nuovo soggetto nominato dal fondo. Nel resto d'Italia si osserva, invece, una forte crescita dei casi di leadership incentrata nelle mani di un singolo AD, a compensare un sensibile calo dei casi con un Amministratore Unico.

Per quanto riguarda le successioni al vertice avvenute a distanza di un anno (al massimo) dopo il *deal*, non si osservano differenze di rilievo per le familiari.

Tabella 35. Incidenza delle successioni al vertice - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Successione leader	27,0%	29,0%	27,0%	23,0%

In conclusione, è possibile affermare che gli interventi nei modelli di leadership apportati dagli operatori di *private equity* siano stati maggiormente orientati verso modelli più evoluti. I principali *trend* osservati sono il passaggio da un Amministratore Unico ad un Presidente Esecutivo o un Amministratore Delegato, e laddove in azienda fosse già presente un singolo Amministratore Delegato, l'affiancamento a questo di un secondo o più Amministratori Delegati.

3.1.3. LE VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL CDA

La trasformazione delle strutture di leadership è soltanto uno degli interventi che gli investitori possono apportare nella *governance* delle aziende. In primis, è possibile che un fondo cerchi di sostituire il leader aziendale in carica con un manager di propria fiducia, che goda di una ottima reputazione e di competenze tecniche specializzate. Laddove ciò non fosse possibile, si può optare per un intervento nella composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA).

La tabella seguente sintetizza le principali variazioni osservate nelle sei variabili precedentemente considerate. Per alcune di queste si evidenziano variazioni simili, indipendentemente dall'area territoriale considerata: la dimensione media del consiglio mostra valori in aumento, mentre l'età media dei consiglieri si è ridotta. Altre mostrano declinazioni territoriali: la presenza di donne e di consiglieri giovani aumentano soprattutto nella provincia di Milano, un territorio tradizionalmente caratterizzato da un contesto professionale maggiormente variegato anche per genere ed età.

Tabella 36. Le variazioni nella composizione del CdA negli investimenti di maggioranza

DEALS DI MAGGIORANZA	PROVINCIA DI MILANO			RESTO D'ITALIA		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Dimensione media	5,37	5,90	9,9%	5,26	5,64	7,2%
Età media	51,6	49,3	-4,5%	49,8	48,3	-3,1%
% almeno una donna	23,7%	32,6%	8,9	33,3%	27,1%	-6,2
% donne	5,7%	6,9%	1,2	10,6%	6,1%	-4,5
% membri giovani	14,1%	20,8%	6,7	19,4%	19,6%	0,2
% membri con delega	47,0%	40,0%	-7,0	48,2%	40,0%	-8,2

I dati riguardanti le operazioni di minoranza appaiono in molti casi simili a quelli appena commentati. Si osserva un significativo calo nell'incidenza di consiglieri donna, soprattutto nell'area milanese, dovuto probabilmente alla nomina, da parte del fondo investitore, di consiglieri di genere maschile.

Tabella 37. Le variazioni nella composizione del CdA negli investimenti di minoranza

DEALS DI MINORANZA	PROVINCIA DI MILANO			RESTO D'ITALIA		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Dimensione media	5,6	6,10	8,9%	5,10	6,02	18,0%
Età media	49,0	49,7	1,4%	50,1	50,2	0,2%
% almeno una donna	49,2%	41,3%	-8,0	36,1%	35,7%	-0,4
% donne	13,3%	9,6%	-3,7	10,2%	8,0%	-2,2
% membri giovani	18,8%	18,7%	-0,1	19,9%	18,8%	-1,1
% membri con delega	48,5%	44,2%	-4,3	51,8%	41,9%	-9,9

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Se si focalizza l'attenzione sulle aziende a controllo familiare si osservano interventi simili per direzione, ma spesso più accentuati nella portata. Si fa riferimento, ad esempio, all'aumento della dimensione media del CdA, che presenta una variazione quasi tripla per le aziende familiari, recuperando parte del *gap* evidenziato nel secondo capitolo. Tale aumento è stato realizzato prevalentemente con l'inserimento di professionisti esterni, nominati dopo l'ingresso del fondo, come testimoniato dalla riduzione del numero medio di consiglieri familiari.

Tabella 38. Le variazioni nella composizione del CdA - focus familiari

PROVINCIA DI MILANO	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Dimensione media	4,96	5,77	16,3%	5,73	6,04	5,4%
Età media	49,53	48,65	-1,8%	50,80	50,24	-1,1%
% almeno una donna	50,0%	47,4%	-2,6	28,6%	33,8%	5,2
% donne	15,1%	11,6%	-3,5	5,7%	6,3%	0,6
% membri giovani	21,0%	22,9%	1,9	13,2%	18,0%	4,8
% familiari	38,9%	29,5%	-9,4			
% membri con delega	56,0%	47,3%	-8,7	42,5%	39,1%	-3,4

RESTO D'ITALIA	FAMILIARI			NON FAMILIARI		
	Pre - deal	Post - deal	Variazione	Pre - deal	Post - deal	Variazione
Dimensione media	4,94	5,88	19,0%	5,40	5,91	9,4%
Età media	50,50	50,11	-0,8%	49,47	48,82	-1,3%
% almeno una donna	47,8%	43,3%	-4,5	23,0%	23,2%	0,2
% donne	14,6%	10,5%	-4,1	6,2%	4,9%	-1,3
% membri giovani	20,7%	19,0%	-1,7	18,9%	19,4%	0,5
% familiari	46,1%	28,3%	-17,8			
% membri con delega	55,3%	44,5%	-10,8	46,0%	37,7%	-8,3

3.2. L'IMPATTO SULLE *PERFORMANCE* ECONOMICO-FINANZIARIE

La crescita aziendale è l'aspetto che, forse più di ogni altro, accomuna gli intenti di imprenditori ed investitori. Da un lato la proprietà ha l'obiettivo di cedere parte del proprio capitale in cambio della disponibilità ad effettuare investimenti ed apportare conoscenze specializzate per il perseguimento di una strategia di espansione, di affermazione in nuovi mercati competitivi e di internazionalizzazione. Di converso, gli investitori operano seguendo una precisa *mission* che prevede la massimizzazione degli investimenti effettuati. Questa logica è alla base della selezione di aziende sottovalutate sul mercato e con ottime prospettive di crescita. Tale caratteristica è, inoltre, comune a tutte le operazioni di *private equity*. Seppur, infatti, operazioni quali *buyout*, *replacement* e *turnaround* abbiano finalità parzialmente differenti, la crescita aziendale è comunque tenuta in particolare considerazione dagli operatori, perché soprattutto dal percorso di crescita realizzato dipenderà buona parte del valore della quota di capitale posseduta e, quindi, il rendimento dell'investimento al momento dell'*exit*.

L'attenzione in questa sezione verterà inizialmente su alcuni indicatori di crescita e di struttura analizzati nel secondo capitolo del rapporto, per poi concentrarsi sulla variazione nei *free cash flows*. Questi infatti, rappresentando la misura più comunemente utilizzata in sede di valutazione aziendale,²⁸ rappresentano l'oggetto di maggior attenzione da parte degli investitori.

3.2.1. LA CRESCITA STRUTTURALE

L'entità della crescita sperimentata dalle aziende *target* verrà analizzata facendo ricorso alla differenza percentuale fra la media dei tre anni successivi e la media dei tre anni precedenti l'ingresso dell'investitore esterno.²⁹ La scelta di questa metodologia, oltre che riprendere prassi consolidate in letteratura specializzata, è dovuta al tentativo di ridurre possibili distorsioni e di aumentare la robustezza e l'affidabilità delle analisi presentate.

Si vuole sottolineare, inoltre, l'esclusione dalle presenti analisi del rapporto di indebitamento poiché dotate di un limitato potere informativo. Nelle operazioni di *private equity* è possibile infatti che un operatore faccia ricorso a varie forme di indebitamento, spesso però realizzate tramite strutture societarie diverse dalle *target*, tipicamente create *ad hoc*. Malgrado tali forme di

²⁸ Si fa riferimento al metodo di valutazione del "DCF", "Discounted Cash Flows", che costituisce prassi consolidata nel settore delle valutazioni.

²⁹ Unica eccezione è data dalla variazione del *liquidity ratio*, per le motivazioni che verranno descritte in seguito.

indebitamento siano effettivamente ripagate dai flussi generati dalle aziende oggetto di investimento, questi valori non vengono contabilizzati nello stato patrimoniale delle *target*.

In base alle variabili considerate (la variazione percentuale dei ricavi, del numero dei dipendenti, degli *assets*, del patrimonio netto e del *liquidity ratio*), emerge una forte crescita sperimentata da tutte le aziende oggetto di investimento.

Questa appare particolarmente evidente nel resto d'Italia e, sorprendentemente, per le operazioni di minoranza. All'interno del campione, le aziende operanti nella provincia di Milano sono quelle che evidenziano la crescita più contenuta, malgrado siano quelle che in assoluto hanno richiesto un investimento medio maggiore (41,1 mln €, contro i 33,7 mln € del resto d'Italia). I motivi forse sono da ricercare proprio in questa osservazione. Come già ricordato nelle precedenti sezioni, infatti, gli investimenti avvenuti nel territorio milanese hanno richiesto un apporto medio di capitale superiore rispetto al resto d'Italia, seppur la dimensione media delle aziende *target* fosse inferiore. Si deduce che i fondi di *private equity* abbiano riconosciuto un "maggior valore" alle aziende dell'area milanese, probabilmente anche per effetto della maggiore attrattività del capoluogo lombardo. Per questo motivo, la maggior parte delle risorse impiegate in questi investimenti sono da ricondurre al costo di acquisto delle quota azionaria, e un ammontare inferiore è stato destinato a finanziare il percorso di crescita. Osservazioni simili possono essere fatte per gli investimenti di maggioranza, che richiedono un investimento superiore (in rapporto alla quota acquisita) per effetto del premio per il controllo.

A supporto di questa osservazione vi sono le variazioni del *liquidity ratio*, riportate nell'ultima riga della tabella sottostante. Tale indicatore permette di osservare la variazione nella liquidità disponibile in azienda da impiegare per la crescita e lo sviluppo.³⁰ Si osservano, ancora una volta, valori inferiori per gli investimenti di maggioranza e per la provincia di Milano. Assumendo che, a distanza di un anno, la quota media della liquidità investita rimanga invariata, le differenze dovrebbero derivare proprio dal diverso apporto di risorse liquide immesse dagli operatori al momento dell'ingresso nel capitale.

In conclusione, si può ipotizzare che la crescita dimensionale osservata per i *deals* di maggioranza (principalmente *buyouts* e *turnaround*) è una conseguenza legata non tanto alla disponibilità di nuove risorse liquide apportate dagli investitori (elemento che risulta limitato, come evidenziato nelle precedenti righe), ma effetto quasi esclusivo di una gestione più efficiente e dei correttivi strategici implementati in azienda. Al contrario, le operazioni di minoranza (principalmente

³⁰ Poiché la liquidità tende a trasformarsi velocemente in investimenti immobilizzati, si è deciso di calcolare la variazione del *liquidity ratio* facendo riferimento a solo un anno prima e a un anno dopo il *deal*.

expansions e *replacements*) risentono anche dell'impiego di risorse finanziarie addizionali apportate dagli operatori dopo l'ingresso nel capitale.

Tabella 39. Le variazioni strutturali

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
Δ% Ricavi	36,3%	56,6%	51,4%	58,5%
Δ% Dipendenti	38,0%	148,8%	96,9%	118,8%
Δ% Assets	78,7%	86,3%	87,2%	93,2%
Δ% Patrimonio netto	35,2%	45,2%	61,3%	78,2%
Δ% Liquidity ratio	-18,2%	-3,6%	-12,2%	1,8%

- FOCUS OPERATORI

Fra le tre tipologie di investitori più rilevanti all'interno del campione di *deals* oggetto di studio, le banche e i fondi internazionali appaiono quelli che sono stati in grado di guidare le aziende *target* in un processo di crescita più accelerato. Tale risultato è sintomo di un grande interesse verso la maggiore dimensione aziendale, e di capacità manageriali particolarmente efficaci. Tuttavia, i fondi internazionali di investimento risultano essere quelli che hanno sfruttato maggiormente la liquidità disponibile nelle aziende *target* prima del *deal*.

Tabella 40. Le variazioni strutturali - focus operatori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR
Δ% Ricavi	61,9%	73,7%	44,3%
Δ% Dipendenti	93,0%	96,4%	128,8%
Δ% Assets	94,2%	109,8%	77,5%
Δ% Patrimonio netto	109,4%	38,6%	51,1%
Δ% Liquidity ratio	1,4%	-12,8%	-5,5%

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Una crescita sostanziale si osserva anche per le aziende familiari, con valori a tratti addirittura superiori rispetto a quelli delle aziende non familiari. Tuttavia, la forte crescita dimensionale (*assets* e *patrimonio netto*) è affiancata da un incremento non altrettanto elevato dei ricavi, che presentano tassi inferiori rispetto a quelli delle aziende non familiari. Anche in questo caso, infine, le aziende familiari del territorio milanese mostrano un tasso di crescita inferiore, e un

peggioramento più significativo del *liquidity ratio* rispetto ad aziende che operano in altre aree della penisola, per motivi del tutto analoghi a quelli descritti in precedenza.

Tabella 41. Le variazioni strutturali - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Δ% Ricavi	44,1%	52,4%	57,0%	64,0%
Δ% Dipendenti	100,4%	140,7%	119,4%	144,6%
Δ% Assets	99,7%	74,8%	99,7%	95,8%
Δ% Patrimonio netto	69,2%	26,1%	65,0%	75,9%
Δ% Liquidity ratio	-13,3%	-14,1%	-3,3%	-3,2%

3.2.2. LA DINAMICA DEI FLUSSI DI CASSA

I flussi di cassa sono probabilmente la variabile più importante nelle attività di *private equity*. Come sottolineato nelle pagine precedenti, il valore aziendale risulta strettamente legato alla loro entità e alla loro crescita nel tempo. Per tale motivo costituiscono l'oggetto di maggior interesse da parte degli operatori, interessati alla massimizzazione del proprio rendimento in sede di *exit*, che dipende principalmente dalla capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa.

La forte crescita evidenziata per le variabili strutturali nel paragrafo precedente si traduce anche in un aumento, sebbene di minor entità, nel valore assoluto dei *free cash flows*. Anche in questo caso gli investimenti di minoranza mostrano una crescita media più elevata. Una delle possibili motivazioni è quella evidenziata nel paragrafo precedente, ossia all'effettivo apporto di risorse finanziarie da parte degli operatori al momento dell'ingresso nell'azionariato per finanziare il percorso di crescita.

Tabella 42. La variazione dei flussi di cassa

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
Δ% Free cash flows	35,8%	58,1%	35,8%	66,3%
Δ% Free cash flows / Assets	-11,8%	-18,8%	-14,7%	-11,2%

Si osserva, inoltre, che la crescita dei *cash flows* non eguaglia quella degli *assets* osservata in precedenza, con la conseguente marcata riduzione dell'indice che rapporta le due variabili. Pertanto, gli interventi nelle aziende *target* sembrano aver provocato una forte crescita delle

attività aziendali, con un conseguente ritorno degli investimenti in termini di *cash flows* in calo, almeno nel breve periodo.

- FOCUS OPERATORI

In linea con quello che accadeva con la crescita strutturale, le tre tipologie di investitori più rilevanti per numerosità dimostrano particolare successo anche lungo questa dimensione di analisi. Fra questi, tuttavia, i fondi internazionali di investimento sono quelli che utilizzano maggiormente la liquidità disponibile nelle *target* prima del *deal* per finanziare la crescita.

Tabella 43. La variazione dei flussi di cassa - focus operatori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR
$\Delta\%$ Free cash flows	63,4%	55,4%	57,7%
$\Delta\%$ Free cash flows / assets	-2,1%	-26,0%	-9,9%

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Si analizza, infine, il comportamento delle aziende familiari. La crescita dei *cash flows* di queste aziende appare molto marcata sia nella provincia di Milano sia nel resto d'Italia. Nel capoluogo lombardo, in particolare, tale crescita risulta decisamente superiore rispetto alle aziende non familiari. Tuttavia, dividendo per il valore degli *assets*, si osserva un peggioramento dell'indice così ottenuto poiché gli *assets* aziendali presentano una crescita più sostenuta rispetto a quella dei *free cash flows*. Tale differenza si manifesta maggiormente per le aziende a controllo familiare, che hanno sperimentato una crescita degli *assets* mediamente superiore rispetto alle aziende non familiari. L'effetto è un conseguente peggioramento del rapporto *free cash flows* / *assets* più marcato per le aziende familiari: gli interventi degli investitori sembrano aver provocato una forte crescita delle attività aziendali, con un ritorno sugli investimenti (in termini di *free cash flows*) non apprezzabile nel breve periodo.

Tabella 44. La variazione dei flussi di cassa - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
$\Delta\%$ Free cash flows	39,5%	16,6%	55,2%	59,0%
$\Delta\%$ Free cash flows / Assets	-18,5%	-13,1%	-20,9%	-6,1%

3.2.3. LA CAPACITA' DI GENERARE REDDITO

A conclusione della parte dedicata all'analisi delle variazioni osservate nelle aziende *target*, si procede a valutare l'impatto degli investimenti di *private equity* in termini di cambiamenti nella redditività e nelle *performance*, seguendo l'esempio di alcune pubblicazioni internazionali.³¹

Il reddito operativo e il reddito netto sono le misure sintetiche e conclusive del successo reddituale ottenuto da un'impresa. Legati saldamente alla strategia e ai vantaggi competitivi dell'azienda, su queste variabili si riflettono anche eventuali miglioramenti gestionali ed organizzativi introdotti dagli investitori istituzionali, in grado di contenere per esempio l'entità di alcuni costi di struttura aziendale. Per una migliore confrontabilità delle diverse realtà aziendali, nel presente rapporto sono utilizzati due indici di redditività: il ROA ("*Return On Assets*", calcolato come Reddito Operativo / Totale Attività) e il ROE ("*Return On Equity*", pari a Reddito Netto / Patrimonio Netto). Per evitare, inoltre, eventuali distorsioni settoriali saranno oggetto di analisi le sole variazioni "nette", ossia rettificate dalla redditività media di settore. Sempre in analogia con quanto fatto in precedenza, le variazioni verranno esaminate in base alla differenza fra la media dei valori nei tre anni successivi e la media dei tre anni precedenti il *deal*. Per semplicità, la differenza sarà indicata in termini assoluti.

In base ai dati dell'osservatorio AUB, i risultati reddituali appaiono mediamente negativi: il peggioramento osservato nella capacità reddituale delle imprese *target* appare contenuto in termini di ROA, e molto più ampio in termini di ROE. Tali valori risultano negativi, malgrado incrementi mediamente positivi del reddito operativo (5,7%) e del reddito netto (9,7%), più marcati soprattutto nelle aziende oggetto di operazioni di minoranza), per effetto del forte incremento delle attività e del patrimonio netto, osservati nel paragrafo precedente. Si potrebbe, quindi, dedurre che l'intervento degli operatori di *private equity* abbia sì causato un calo nelle *performance* reddituali nel breve termine, ma che questo sia dovuto principalmente alla crescita strutturale e non a un effettivo deterioramento nella capacità dell'azienda di produrre reddito.

In particolare, per quanto riguarda il ROA, le riduzioni più negative sono riscontrabili negli investimenti di minoranza, che, sebbene rappresentino i casi di aumento più marcato nel reddito operativo, sono anche quelli che hanno evidenziato una crescita degli *assets* maggiore. Le riduzioni del ROE appaiono, invece, più marcate per gli investimenti di maggioranza, che - a fronte di

³¹ Wright M., Gilligan J., Amess k., "The economic impact of private equity: What we know and what we would like to know", Venture Capital, 2009, 11: 1-21

variazioni nel patrimonio netto leggermente inferiori a quelle degli investimenti di minoranza - risentono di incrementi molto più contenuti in termini di redditività netta. Si osserva, inoltre, un peggioramento meno marcato nella provincia di Milano, dovuto all'incremento più modesto del valore del patrimonio netto evidenziato nel paragrafo precedente.

Tabella 45. Le variazioni delle *performance* reddituali

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Maggioranza	Minoranza	Maggioranza	Minoranza
Δ ROA <i>adjusted</i>	-2,6	-3,1	-2,0	-2,6
$\Delta\%$ Reddito operativo	5,0%	8,7%	3,6%	6,3%
Δ ROE <i>adjusted</i>	-8,5	-3,5	-10,6	-9,6
$\Delta\%$ Reddito netto	3,3%	15,5%	-0,2%	14,0%

Inoltre, si deve ricordare che il peggioramento nelle *performance* reddituali che emerge dalle analisi è dovuto, in parte, anche alle elevate *performance* evidenziate dalle aziende oggetto di investimento prima dei *deals*. Si tratta, infatti, di aziende che sovra-performavano rispetto alla media del settore di appartenenza, costituendo proprio per questa ragione motivo di interesse per gli operatori di *private equity* (si ricorda l'evidenza dimostrata nel paragrafo 2.3 riguardante proprio la selezione da parte degli investitori delle aziende dotate di *performance* migliori).

In sintesi, i risultati sembrano evidenziare un interesse limitato da parte degli operatori verso queste misure di redditività. La *performance* reddituale è una misura contabile poco utilizzata da parte degli investitori per le valutazioni aziendali, ma diventa fondamentale per la vita dell'impresa quando si osservano orizzonti temporali più estesi. Al contrario, gli investitori rimangono spesso in azienda per brevi archi temporali (basti pensare che in più del 60% dei casi l'*holding period* non supera i due anni) e sono guidati più da logiche di massimizzazione dei flussi di cassa e del valore aziendale al momento dell'*exit*, che non dall'obiettivo di massimizzare la redditività nel breve termine.

- FOCUS OPERATORI

La discordanza di interessi fra investitori ed imprenditori risulta particolarmente accentuata per i fondi internazionali di investimento che, all'interno del campione, mostrano i peggioramenti più significativi sia in termini di ROA (-4,4) sia di ROE (-11,0). Tuttavia, bisogna evidenziare come tali risultati siano dovuti principalmente alla forte crescita dimensionale sperimentata dalle aziende *target* piuttosto che a cali nei valori assoluti di reddito operativo e del reddito netto (che, al

contrario, crescono in media rispettivamente del 5,7% e del 9,7%). Fra gli investitori risaltano gli istituti di credito, capaci di generare un incremento nel valore assoluto del risultato d'esercizio pari al 57,3%. Tuttavia, tale dato non è sufficiente a compensare il forte incremento del patrimonio netto evidenziato in precedenza. Si sottolineano, infine, i risultati ottenuti dai fondi italiani gestiti da SGR che sono stati in grado di sostenere una rilevante crescita reddituale, sia in termini di risultato operativo sia in termini di reddito netto. Anche in questo caso, però, tale dato non è allineato alla crescita strutturale sperimentata dalle aziende oggetto di investimento, con il conseguente peggioramento di entrambi gli indici reddituali.

Tabella 46. Le variazioni delle *performance* reddituali - focus operatori

	Banche	Fondi internazionali di investimento	Fondi italiani gestiti da SGR
Δ ROA <i>adjusted</i>	-1,1	-4,4	-1,8
$\Delta\%$ Reddito operativo	3,7%	-12,4%	10,6%
Δ ROE <i>adjusted</i>	-8,1	-11,0	-8,6
$\Delta\%$ Reddito netto	57,3%	-27,7%	4,6%

- FOCUS AZIENDE FAMILIARI

Anche le aziende familiari non mostrano variazioni positive dal punto di vista degli indici di redditività aziendale. I dati sono il risultato congiunto di una crescita dimensionale più elevata sia in termini di *assets* (differenziale positivo di circa 18 punti rispetto alle aziende non familiari), sia in termini di patrimonio netto (differenziale di circa 5 punti percentuali), oltre che variazioni peggiori con riferimento alla redditività operativa e netta.

Tabella 47. Le variazioni delle *performance* reddituali - focus familiari

	Provincia di Milano		Resto d'Italia	
	Familiari	Non familiari	Familiari	Non familiari
Δ ROA <i>adjusted</i>	-3,2	-2,2	-2,4	-2,0
$\Delta\%$ Reddito operativo	-2,4%	6,4%	1,7%	2,0%
Δ ROE <i>adjusted</i>	-9,8	-1,1	-13,6	-7,3
$\Delta\%$ Reddito netto	2,4%	8,2%	1,8%	10,2%

PARTE QUARTA – L’IMPATTO SULLE *PERFORMANCE* E LE SUE DETERMINANTI

Il risultato emerso con maggior evidenza nelle pagine precedenti è il calo di redditività che le aziende *target* hanno subito negli anni immediatamente successivi al *deal*. Considerando la portata di tale risultato, si è cercato di individuare in questo paragrafo conclusivo elementi che possano aver determinato tali effetti, ossia di individuare qualche legame fra alcune caratteristiche degli investimenti o delle aziende *target* prima del *deal* e le variazioni di *performance* da esse conseguite.

Nei paragrafi seguenti si concentrerà l’attenzione esclusivamente sul ROA depurato dalla redditività media di settore, in quanto è un indicatore di redditività operativa che - a differenza del ROE - non risente della scelte di struttura finanziaria dell’azienda e di eventuali operazioni straordinarie.

4.1. LA QUOTA ACQUISITA

La distinzione forse più importante per un *deal* di *private equity* è quella fra operazioni di maggioranza e quelle di minoranza, in quanto il potere in mano agli investitori varia significativamente in base alla quota acquisita. Per questo motivo può risultare interessante osservare se le due categorie presentano variazioni medie in termini di ROA significativamente diverse fra loro.

Il test di significatività effettuato confrontando le medie delle variazioni di ROA tra un *deal* di maggioranza (-2,2) e un *deal* di minoranza (-2,7) evidenzia scarsa significatività ($p\text{-value}^{32} = 0,68$), anche se il differenziale di redditività è a favore dei primi.

Si osservano, tuttavia, differenze significative ($p\text{-value} = 0,08$) se si divide il campione in base all’acquisto dell’intera totalità del capitale o meno da parte del fondo. Le variazioni di *performance* appaiono più elevate quando viene rilevato l’intero pacchetto azionario (+0,6) rispetto ai casi di acquisto di quote inferiori del capitale (-3,0).

³² Il $p\text{-value}$ è una misura statistica che permette di esprimere un giudizio di significatività sulla differenza di medie di due popolazioni. Il differenziale di redditività risulta significativo se il $p\text{-value}$ che si ottiene dal test è almeno inferiore a 0,1).

Il dato mostra come gli operatori riescano ad essere più efficaci nel conseguire una crescita superiore delle *performance* reddituali soltanto se acquisiscono una quota azionaria totalitaria delle aziende *target*. In questo modo risulta possibile esercitare un controllo completo ed efficace, coerentemente con quanto si evince da altri studi in materia (analoghe considerazioni su questo tema erano già state espresse nella sezione 2.2.A). Infatti, numerosi studi in letteratura sottolineano l'importanza di una compagine azionaria concentrata per limitare forme di *empasse* decisionale, e per garantire una effettiva implementazione delle scelte strategiche.

4.2. LA DURATA DEGLI INVESTIMENTI

Un atteggiamento speculativo da parte degli investitori potrebbe manifestarsi con maggiore probabilità negli investimenti di breve durata, mentre interventi di lungo periodo nel capitale delle aziende *target* fanno presupporre un reale interessamento al miglioramento delle performance delle aziende *target*, oltre che alla massimizzazione del proprio ritorno sull'investimento. Nei casi in cui l'*holding period* risulti limitato è plausibile che gli investitori abbiano cercato di imprimere alle aziende *target* un percorso di crescita molto sostenuto, con scelte che potrebbero anche minare l'equilibrio finanziario e patrimoniale della società *target*. La conseguenza potrebbe essere, da un lato, un maggior grado di rischio delle attività aziendali, e dall'altro, proprio un calo di redditività nel breve termine, provocando un elemento importante di disallineamento rispetto agli interessi degli imprenditori.

Il test di significatività ottenuto confrontando la variazione di redditività media dei "*quick flips*" ³³ (-3,3) rispetto a quella di investimenti più lunghi (-2,1) sembra smentire questa ipotesi (*p-value* = 0,65), sebbene ancora una volta i valori (e il differenziale di redditività media) siano coerenti con le aspettative. Risultati analoghi si ottengono dividendo il campione in investimenti con durata inferiore e superiore alla media (3,3 anni).

In sintesi, dall'analisi dei dati a disposizione dell'Osservatorio AUB non sembrano trovare conferma le tesi spesso sostenute in letteratura circa un presunto atteggiamento speculativo adottato dagli operatori di *private equity*. Al contrario, le cause del peggioramento delle *performance* reddituali sembrano per lo più riconducibili a motivazioni differenti, come osservato in precedenza.

³³ Investimenti di durata inferiore a due anni.

4.3. LA LEADERSHIP

Sul versante dei modelli di leadership, si è voluto in questa sede valutare se le aziende in possesso di determinate caratteristiche prima del *deal* abbiano permesso un intervento più efficace da parte degli operatori di *private equity*, annullando o limitando il differenziale negativo di redditività mediamente registrato nei tre anni successivi al *deal*. Si ricorda peraltro, come evidenziato nella seconda sezione, che le strategie di selezione delle aziende *target* adottate dagli investitori sembravano riporre estrema attenzione verso questa dimensione.

Si è provato, pertanto, a testare la significatività della differenza, in termini di variazione delle *performance* reddituali, tra aziende con una leadership individuale (-1,4) e aziende con una leadership collegiale (-2,8). Il test restituisce un risultato non significativo (*p-value* pari a 0,31). Risultati analoghi emergono effettuando i test di significatività sulle differenze fra diversi modelli di leadership (amministratore unico, presidente esecutivo, AD singolo e team di AD). Sembra pertanto di poter affermare che i modelli di leadership adottati nelle aziende *target* non siano determinanti, come lecito attendersi, per il successo del *deal*.

Sembra avere effetti positivi, invece, la presenza di un leader donna. Nei casi in cui il leader alla guida dell'azienda è una donna, sia prima del cambio di proprietà che dopo l'ingresso di un fondo di *private equity*, l'impatto sulla redditività aziendale è stato significativamente superiore (+4,2 punti di ROA a fronte di -1,9 punti nel resto del campione, con *p-value* pari a 0,08). Con ogni probabilità, le donne che sono state confermate alla guida dell'azienda anche dopo l'ingresso di un investitore finanziario sono in possesso di indubbie capacità manageriali.

4.4. LA CONCENTRAZIONE AZIONARIA

Per valutare il legame tra una compagine proprietaria più o meno concentrata e le *performance* reddituali dell'azienda si è soliti utilizzare in letteratura un indicatore – Herfindahl – il cui valore è tanto più elevato quanto minore è il numero di soci e maggiore è la dimensione delle quote possedute da ciascuno di essi. Gli stessi investitori sembrano prestare particolare attenzione alle caratteristiche della compagine proprietaria delle aziende in cui decidono di investire.

Nelle operazioni di *private equity*, un azionariato concentrato dovrebbe al contempo garantire una maggiore efficienza decisionale, un migliore allineamento degli interessi fra investitori ed imprenditori, e un controllo più attento dell'operato del *management*.

Tali benefici legati ad un azionariato più concentrato hanno un impatto diretto e positivo anche sulle *performance* reddituali: le variazioni osservate per gli investimenti in aziende che presentavano un indice (di concentrazione della proprietà) superiore alla media appaiono meno negative (-0,9) rispetto agli investimenti rivolti verso aziende *target* con una compagine proprietaria più frammentata (-3,4). Tale differenziale di performance è significativo dal punto di vista statistico, come dimostra il *p-value* pari a 0,06.

4.5. LE DIMENSIONI AZIENDALI

L'impatto del *deal* sulla redditività operativa delle aziende *target* (in termini di ROA) risultano anche positivamente legate alla dimensione aziendale. Dividendo il campione oggetto di analisi rispetto alla mediana del valore degli *assets* si osserva una differenza significativa (*p-value* = 0,004) fra il differenziale di performance conseguito dalle aziende più grandi (-0,7 punti di ROA) e quello delle aziende di minori dimensioni (-4,4 punti di ROA). Risultati analoghi si ottengono dividendo il campione in base alla media dei ricavi di vendita.

Sembrerebbe dunque che gli interventi degli operatori di *private equity* risultano più efficaci nelle aziende di maggiori dimensioni, probabilmente perché tali aziende sono in grado di conseguire un maggior grado di economicità sfruttando economie di scala e di scopo, oltre a disporre di maggiori risorse finanziarie per affrontare la competizione sul mercato globale.

CONCLUSIONI

I risultati evidenziati nel rapporto suggeriscono importanti riflessioni circa la rilevanza, la diffusione e il ruolo che gli operatori di *private equity* hanno rivestito e continuano a rivestire nello sviluppo del sistema industriale del nostro Paese.

5.1. LE PROPORZIONI DEL FENOMENO E LE PROSPETTIVE FUTURE

Il primo aspetto che emerge dal rapporto riguarda proprio la dimensione del fenomeno. Nonostante il mercato italiano fosse – almeno fino alla fine degli anni '90 – tendenzialmente nuovo ad operazioni di questo tipo, nel decennio preso in esame è stato possibile osservare un ritmo sorprendentemente crescente sia nel numero di operazioni che nel valore investito dagli operatori di *private equity*. Se da un lato un numero sempre maggiore di aziende italiane sono state valutate con favore per il loro potenziale di crescita, è anche incoraggiante la crescente apertura dimostrata da una parte della classe imprenditoriale italiana, che ha dimostrato di saper cogliere l'importanza – o la necessità - di competenze specializzate e risorse finanziarie aggiuntive per intraprendere un robusto percorso di crescita.

Come osservato, poi, il fenomeno appare ancora più accentuato nella provincia di Milano, che da sola ha avuto la capacità di attrarre circa il 30% degli investimenti complessivamente effettuati in Italia dagli operatori di *private equity*. La maggiore disponibilità di risorse qualificate e di competenze manageriali presenti sul territorio, che da sempre qualificano l'attrattiva di Milano e provincia, sono certamente fattori che hanno contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori. Di converso, altre aree del Paese sono caratterizzate da un'attrattiva ancora limitata, probabilmente anche per via di strutture di *governance* meno evolute, che non soddisfano ancora i requisiti minimi richiesti dagli operatori istituzionali.

In tal senso, se da un lato le evidenze di questo rapporto confermano l'importanza e il contributo che un fondo di *private equity* può fornire per lo sviluppo dell'azienda, dall'altro vi sono elementi di riflessione per tutte quelle aziende italiane, familiari e non, che si troveranno nei prossimi anni ad affrontare la sfida della crescita, con le conseguenti necessità di adeguamento della struttura manageriale e di governo che ne consegue.

5.2. IL PROCESSO DI CRESCITA

Lo studio conferma l'importanza e il ruolo fondamentale che i fondi di *private equity* hanno avuto nel sostenere il processo di crescita delle aziende italiane. In quest'ottica, e nella particolare congiuntura di incertezza economica che l'intero Paese sta attraversando negli ultimi anni, è possibile (e per certi versi auspicabile) che i fondi di *private equity* possano avere sempre più un ruolo complementare al tradizionale canale bancario. In un mercato in cui l'accesso al credito diviene sempre più difficoltoso, e gli istituti di credito sembrano meno disposti rispetto al passato a supportare gli investimenti necessari, infatti, il ruolo dei fondi di *private equity* può risultare significativo nel contribuire alla ripresa e allo sviluppo dell'intero sistema produttivo italiano.

5.3. IL PEGGIORAMENTO DELLE *PERFORMANCE* REDDITUALI (ALMENO NEL BREVE PERIODO)

Gli indiscussi benefici in termini di crescita e sviluppo aziendale, e il ruolo di primissimo piano che il fenomeno del *private equity* può rivestire in futuro come canale di finanziamento alternativo e parallelo rispetto a quello bancario tradizionale, non devono però nascondere il rischio di un calo delle *performance* reddituali a cui le aziende possono andare incontro nel breve termine, così come i dati in nostro possesso sembrano evidenziare. Infatti, il tasso di crescita dei risultati reddituali non risulta allineato, almeno negli anni immediatamente successivi ai *deals*, al tasso di crescita dimensionale e strutturale che le aziende *target* hanno sperimentato con il supporto degli investitori specializzati. Le ragioni alla base di una riduzione delle *performance* reddituali possono essere molteplici. Tra questi, possono aver rivestito un ruolo importante la particolare congiuntura economica che ha attraversato il Paese negli ultimi anni e un atteggiamento più speculativo di una parte degli investitori, caratterizzati per loro natura da una visione di più breve periodo. Tuttavia, dai dati dell'Osservatorio AUB, e dalle analisi illustrate in precedenza, non vi sono evidenze statistiche a supporto di tale ipotesi: la minore durata dell'investimento non sembra essere correlata negativamente con le *performance*, e la riduzione generalizzata delle *performance* reddituali sembra dovuta principalmente al forte rilancio degli investimenti messi in atto dai fondi di *private equity* dopo l'ingresso nell'azionariato.

5.4. LA QUOTA ACQUISITA E IL CAPITALE REALMENTE DISPONIBILE PER LA CRESCITA

La quota acquisita ha un impatto fondamentale sul grado di controllo delle aziende *target* che gli operatori riescono ad esercitare. Maggiore è la quota, maggiore sarà la libertà degli operatori nell'apportare gli interventi necessari al perseguimento dei propri obiettivi. Dai dati dell'Osservatorio AUB si evince come i maggiori cambiamenti nelle strutture di *governance* si siano osservati proprio per le operazioni in cui è stata acquisita la maggioranza del capitale. Tuttavia, soprattutto per le operazioni di maggioranza, il capitale richiesto da tali investimenti può essere anche molto elevato per via del c.d. "premio per il controllo", e una parte rilevante dell'investimento del fondo potrebbe essere destinata all'acquisto delle quote dai precedenti azionisti. Per tale motivo, i fondi potrebbero trovarsi ad avere minori disponibilità liquide da immettere per eventuali aumenti di capitale o emissione di nuove azioni, indispensabili per fornire alla società le risorse necessarie per avviare o rilanciare il percorso di crescita. Tale motivo potrebbe contribuire a spiegare come mai le aziende *target* hanno presentato, in base ai dati dell'Osservatorio AUB, un tasso di crescita più contenuto quando sono state oggetto di un'operazione di maggioranza.

5.5. GLI INVESTIMENTI NELLA PROVINCIA DI MILANO

La provincia di Milano ha sempre evidenziato un ambiente particolarmente dinamico ed innovativo per le aziende che operano nel nostro Paese, costituendo al contempo sia un importante punto di riferimento per l'attività economico – produttiva nel contesto italiano sia uno stabile polo attrattivo per gli interessi economici internazionali. I dati in nostro possesso dimostrano come, anche nel settore del *private equity*, il territorio milanese primeggi per numero di operazioni e ammontare del capitale investito. L'interesse evidenziato verso le aziende che operano in questo territorio si evince anche dalla elevata percentuale di *deals* avvenuti nell'ultimo decennio. Le aziende milanesi, peraltro, sembrano soddisfare molte delle caratteristiche alle quali gli investitori prestano particolare attenzione in sede di valutazione degli investimenti, grazie anche ad un serbatoio di risorse qualificate e di competenze manageriali presenti sul territorio, che certamente rappresentano una delle risorse che maggiormente qualificano l'attrattività di Milano e provincia. Probabilmente anche per questi motivi gli operatori di *private equity* hanno

preferito investire in aziende localizzate nella provincia di Milano, anche se mediamente più piccole rispetto alle altre aziende target operanti nel resto d'Italia.

5.6. ALCUNE CONSIDERAZIONI SULLE AZIENDE FAMILIARI

Tra le aziende oggetto di investimento, le aziende a controllo familiare sono certamente quelle che hanno avuto un ruolo di primo piano sul mercato del *private equity*, con un'incidenza pari al 45,2% dei *deals* avvenuti in Italia tra il 2000 e il 2011.

In base alle evidenze dell'Osservatorio AUB, si evince come gli operatori abbiano apportato cambiamenti nelle strutture di *governance* in linea con quelli osservati in altre tipologie di aziende, ma aspetti di assoluto rilievo emergono se il confronto viene effettuato con il profilo delle medie e grandi aziende familiari italiane. Confrontando i modelli di *governance* con la media delle aziende familiari che operano nel Paese, si evince come gli investitori abbiano selezionato aziende con una maggiore professionalità nelle strutture di governo, e con caratteristiche più in linea con le *best practices* in materia.

Sul fronte delle *performance*, è possibile affermare come i *deals* avvenuti nelle aziende a controllo familiare si siano caratterizzati per luci ed ombre: da un lato gli operatori sono stati in grado di garantire alle aziende *target* un *trend* di crescita molto sostenuto, probabilmente non ottenibile senza l'ingresso di un operatore specializzato nella compagine proprietaria; dall'altra l'ingresso del fondo non ha portato ad effettivi miglioramenti delle *performance* reddituali, almeno nel breve periodo. Uno dei possibili sviluppi del presente lavoro potrebbe essere proprio quello di estendere l'orizzonte temporale di analisi per valutare l'impatto delle operazioni di *private equity* sulle performance reddituali in un periodo di tempo più lungo, in quanto molti dei progetti di investimento avviati nelle aziende a controllo familiare potrebbero essere caratterizzati da una visione di più lungo periodo, con un ritorno sugli investimenti non osservabile a pieno nei tre anni analizzati nel presente rapporto.