

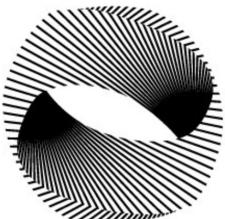
PARTNER TECNICO-SCIENTIFICO CORPORATE
GOVERNANCE LAB



MAIN PARTNER
OSSERVATORIO IMPRESE, CG LAB



MAIN PARTNER
OSSERVATORIO CRESCITA SOSTENIBILE,
INTERNAZIONALIZZAZIONE E APERTURA DEL
CAPITALE, CG LAB



N U O

SDA Bocconi
SCHOOL OF MANAGEMENT
CORPORATE GOVERNANCE
LAB

Aprirsi a Nuove Prospettive

Il valore aggiunto dell'apertura del capitale: performance, leadership, internazionalizzazione e valorizzazione del territorio

Joao Pedro Bastos Castilho
Knowledge Analyst, CG Lab SDA Bocconi

Simone Oddo
Investment Manager, NUO SpA

Daniela Montemerlo
SDA Bocconi Affiliate Professor
Professore Ordinario Università dell'Insubria

Alessandro Minichilli
Professore Ordinario Università Bocconi, SDA Professor di Strategia, Imprenditorialità e Governance
Direttore Corporate Governance Lab, Co-Direttore eSG Lab, SDA Bocconi

PREMESSE. I DEALS DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA



L'apertura del capitale a Private Equity*

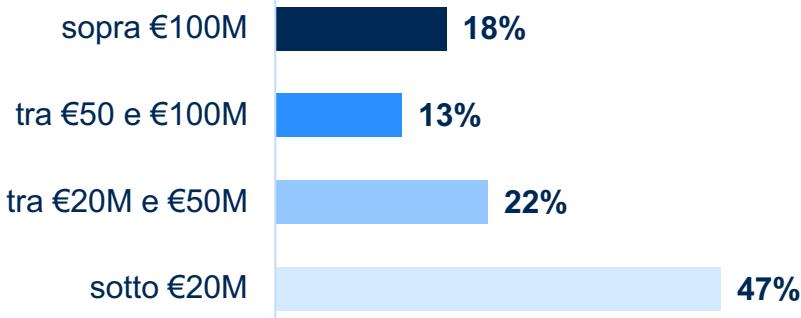


identificati e monitorati
dal 2011 al 2021**



1.398 imprese italiane
oggetto dei deals

Distribuzione dei deals per dimensione di fatturato



Fonte: Private Equity Monitor, LIUC Business School

*I deals comprendono le operazioni con fondi di private equity e società di partecipazioni, sia pubbliche sia private.

**Per l'anno 2021, non è stata considerata un'operazione nella regione del Lazio dell'importo di €9 miliardi tra CDP e Autostrade per l'Italia.

Distribuzione annuale dei deals PE



% di deals per intensità dell'apertura di capitale



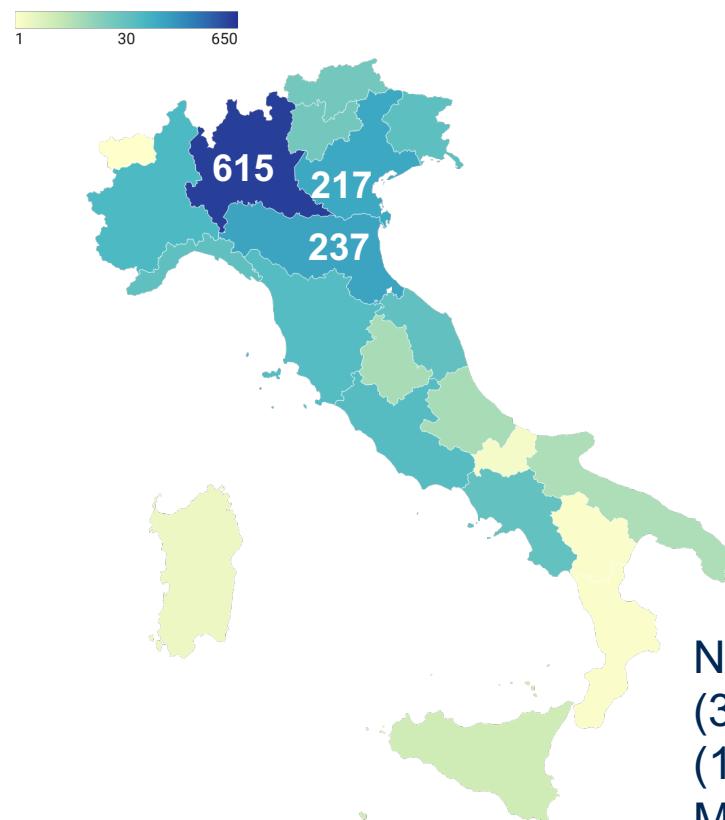
Nel corso degli anni, si è osservata una chiara **tendenza di crescita dell'apertura di capitale attraverso le operazioni di Private Equity in Italia**. Prendendo in considerazione i dati finanziari nell'anno precedente al deal, quasi la metà delle operazioni ha avuto come target delle imprese con meno di €20 milioni di fatturato. Inoltre, si è osservata una tendenza in crescita per quanto riguarda **l'acquisizione di una posizione di rilevanza** dalla parte dei fondi di Private Equity, che nel 2021 spesso arriva al 100% del capitale dell'impresa.

L'apertura del capitale a Private Equity

Le dinamiche regionali e settoriali

Numero di deals PE per regione

periodo 2011-2021



Distribuzione dei deals per settore – 2011-2021



Nel periodo 2011-2021, in **Lombardia** è avvenuta la maggior parte dei deals PE (38%, 615 deals), seguita dall'Emilia Romagna (14%, 237 deals) e del Veneto (13%, 217 deals). Mentre le regioni che hanno presentato pochi deals sono: Molise (3), Basilicata (2), Calabria e Valle d'Aosta (1). Il **settore dei servizi** è quello più rappresentato, rispondendo per più del 20% dei deals. Tra questi, il 26% delle operazioni fa riferimento a imprese che sviluppano delle attività nell'ambito delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT), seguite da quelle che attuano nell'ambito dei servizi professionali (25%) e finanziari (10%).

Universo delle operazioni di Private Equity



1.638 deals
dal 2011 fino al 2021



1.398 imprese
italiane coinvolte

Campione analizzato
secondo la disponibilità dei dati di
Corporate Governance per le grandi
imprese (fatturato sopra i €50M)

338 deals
dal 2013 fino al 2020

294 imprese
analizzate

L'apertura del capitale a Private Equity

Le imprese oggetto dell'analisi



338

deals PE completati tra il
2013 e il 2020 con la
governance identificabile



294

imprese comprese
(sul totale di 1.398)

deals PE 2011-2021

1,638

deals PE 2013-2020

1,116

deals PE con imprese sopra i €50M
di fatturato

553

deals PE con disponibilità di dati di
governance CG Lab (2012-2021)

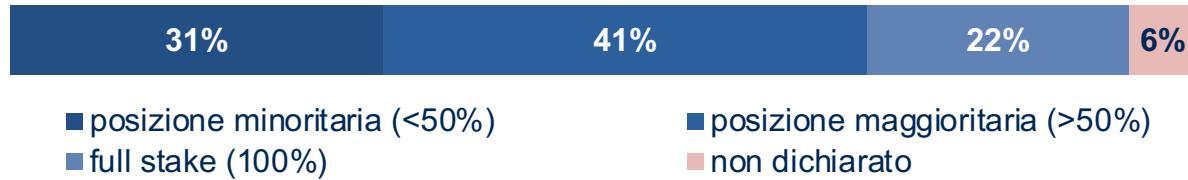
338

Partendo dalla disponibilità dei dati del Corporate Governance Lab a partire dal 2012 e fino al 2021 per le imprese con livello di fatturato annuale sopra i €50M, sono stati identificati **338 deals di private equity completati tra il 2013 e il 2020 che hanno coinvolto 294 di queste imprese.**

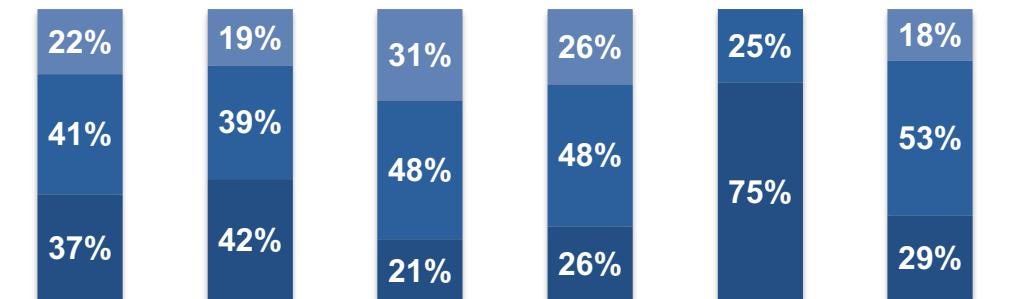
L'apertura del capitale a Private Equity

Focus sulla Proprietà

% di deals per intensità di apertura di capitale



Distribuzione dei deals per tipologia di assetto proprietario ed intensità di apertura di capitale



■ posizione minoritaria (<50%) ■ posizione maggioritaria (>50%) ■ full stake (100%)

Distribuzione per livello di fatturato al momento del deal – 2013-2020



La maggioranza delle imprese analizzate (168, il 57%) che sono state oggetto di un deal di private equity aveva un **assetto proprietario familiare** al momento del deal; seguono le imprese che erano già sotto il controllo di fondi di investimento. La maggior parte dei deals per le aziende analizzate sono stati di full stake (100%) o di maggioranza (>50%). In linea con il quadro generale, il 63% dei deals che hanno coinvolto aziende originariamente familiari sono stati di maggioranza (41%) o full stake (22%).

APERTURA A PE E DINAMICHE DI GOVERNANCE



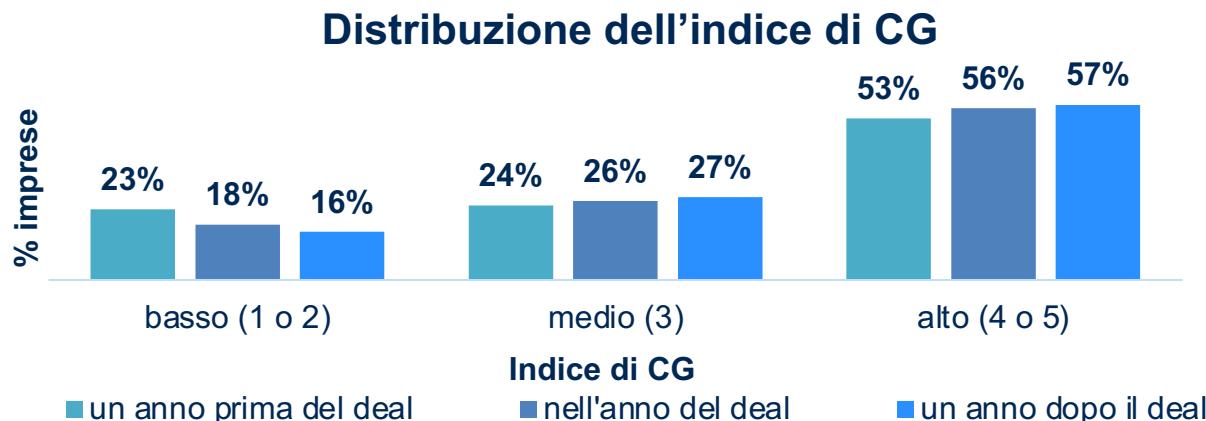
L'apertura del capitale a Private Equity

L'indice di Corporate Governance

Per le aziende che hanno aperto il loro capitale ad un fondo di private equity, in media si è osservato un indice di CG piuttosto elevato già nel momento precedente all'operazione. Inoltre i miglioramenti successivi ai deals avvengono solamente nell'anno dopo l'operazione.

3,39
nell'anno prima
del deal

3,53
sia nel 1° sia nel 3°**
anno dopo il deal



*L'indice di CG è stato sviluppato dal Corporate Governance Lab sulla base di numerose ricerche e delle principali prassi internazionali ed è composto da cinque elementi: presenza di un CdA, presenza di consiglieri outsider, separazione delle cariche di Presidente e Amministratore Delegato, presenza di una leadership individuale e presenza di una elevata diversity all'interno del CdA.

**La statistica per i 3 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 deals, mentre per gli altri 113 l'orizzonte temporale va oltre la disponibilità dei dati.

***La diversity dei CdA è stata valutata considerando l'eterogeneità dei CdA su tre dimensioni: età, bilanciamento di genere e provenienza geografica. Le imprese che hanno valori di diversity superiori alla mediana della distribuzione per ciascuna delle tre dimensioni sono quelle con elevato grado di diversity.

L'apertura del capitale a Private Equity

Le dimensioni dell'indice di Corporate Governance



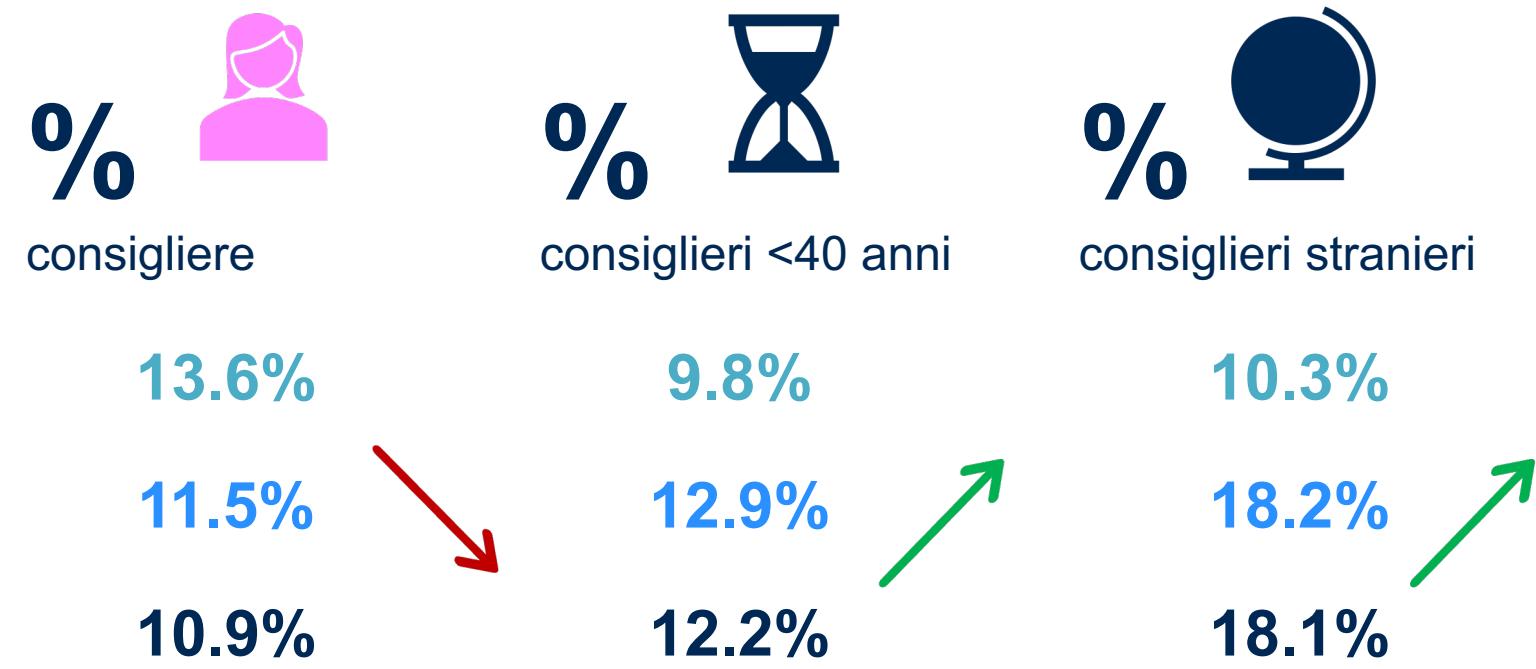
*La diversity dei CdA è stata valutata considerando l'eterogeneità dei CdA su tre dimensioni: età, bilanciamento di genere e provenienza geografica. Le imprese che hanno valori di diversity superiori alla mediana della distribuzione per ciascuna delle tre dimensioni sono quelle con elevato grado di diversity.

L'apertura del capitale a Private Equity

La diversity all'interno del CdA

Analizzando la composizione dei CdA delle imprese che hanno aperto il loro capitale ai fondi di Private Equity, si nota una **crescita dei consiglieri stranieri all'interno della composizione media dei CdA**.

Si osserva una crescita, pur meno intensa, anche per la quota media di giovani consiglieri. Diversamente, la **quota media di donne all'interno dei CdA ha mostrato un trend negativo** dopo la chiusura dell'operazione.



Un anno prima del deal

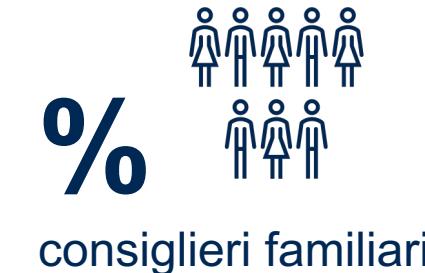
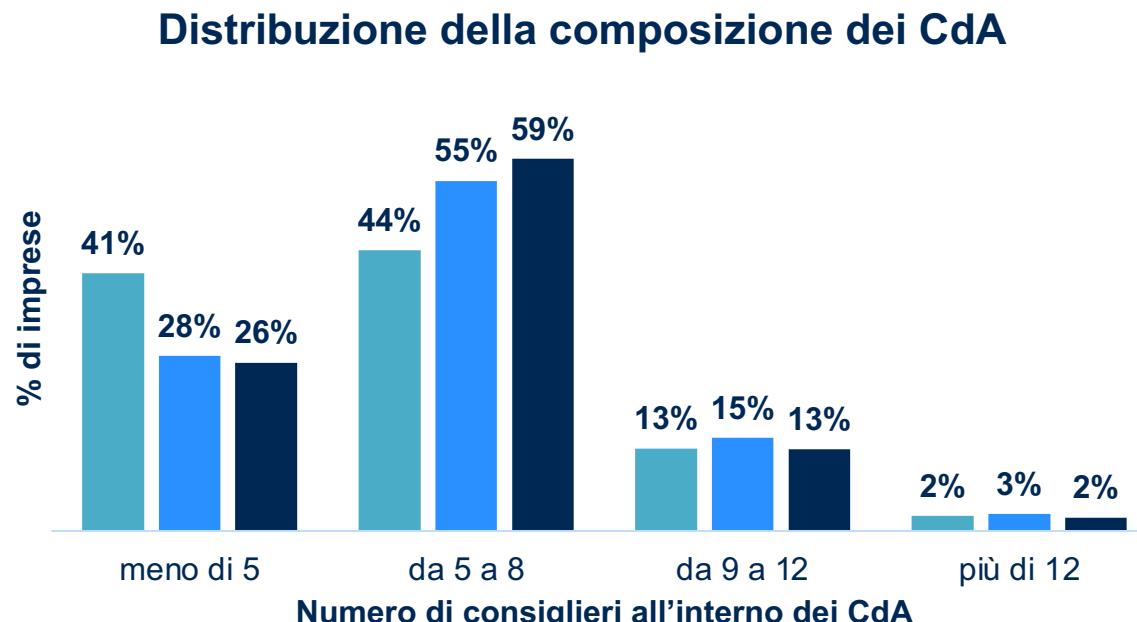
Un anno dopo il deal

Tre anni dopo il deal

L'apertura del capitale a Private Equity

La composizione del CdA

Dopo la chiusura del deal, si osserva un **forte calo della quota media di consiglieri familiari all'interno del consiglio di amministrazione**. Inoltre, si registra un aumento della numerosità media dei CdA (da 5 a 6 consiglieri), che si riflette anche nella quota media più elevata di consiglieri esterni.



Un anno prima del deal

Un anno dopo il deal

Tre anni dopo il deal

L'apertura del capitale a Private Equity

Le dinamiche dei modelli di leadership e il passaggio a un leader unico

Analizzando la governance pre e post l'apertura di capitale tramite un'operazione di PE, si identificano **185 casi** in cui le imprese hanno sostenuto cambiamenti nei loro modelli di leadership fino a tre anni dopo il deal, rispetto all'anno precedente all'operazione*:

	nel 1º anno dopo	nel 3º anno dopo	sia nel 1º sia nel 3º anno dopo
dall'Amministratore Unico all'Amministratore Delegato	9	4	-
dal Presidente Esecutivo all'Amministratore Delegato	44 di cui 35 AD singolo e 9 multipli AD	25 di cui 13 AD singolo e 12 multipli AD	11 di cui 9 AD singolo e 2 multipli AD
da multipli Amministratori Delegati al singolo Amministratore Delegato	33	17	9
dall'Amministratore Delegato singolo verso altri modelli	40 di cui 17 Presidente Esecutivo e 23 multipli AD	13 di cui 5 Presidente Esecutivo 8 multipli AD	16 di cui 6 Presidente Esecutivo 10 multipli AD

L'apertura del capitale a Private Equity

I cambiamenti del/degli leader

Oltre alle modifiche apportate ai modelli di leadership, sono stati osservati cambiamenti anche per quanto riguarda i leader stessi. Tra i casi in cui il modello di leadership ha subito un cambiamento, **solo per il 23% (43 casi) questo non ha rappresentato un cambiamento nelle persone in ruoli di leader** fino a tre anni* dopo l'operazione. In 142 casi, invece, si è osservato che, oltre ai cambiamenti del modello di leadership, questi hanno rappresentato anche l'introduzione di nuovi leader.

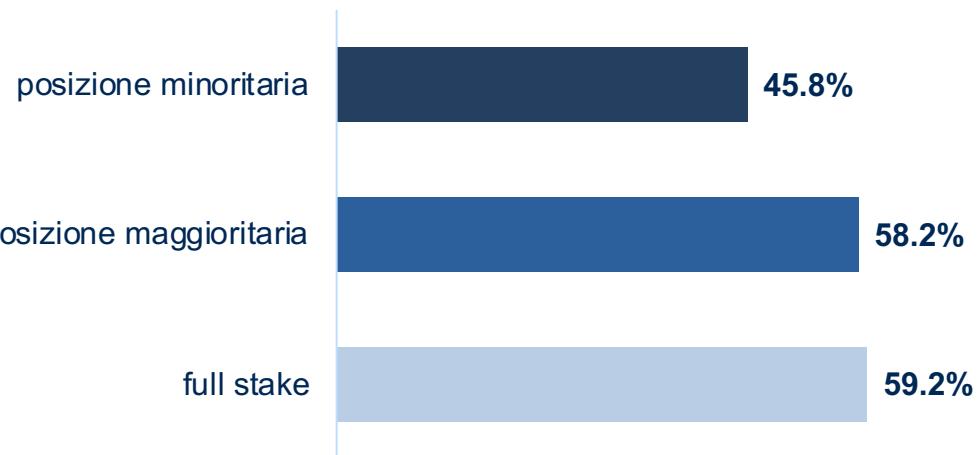
I cambiamenti dei leaders hanno portato ad una riduzione dell'età media degli stessi, accompagnata da una riduzione del numero di donne leader.



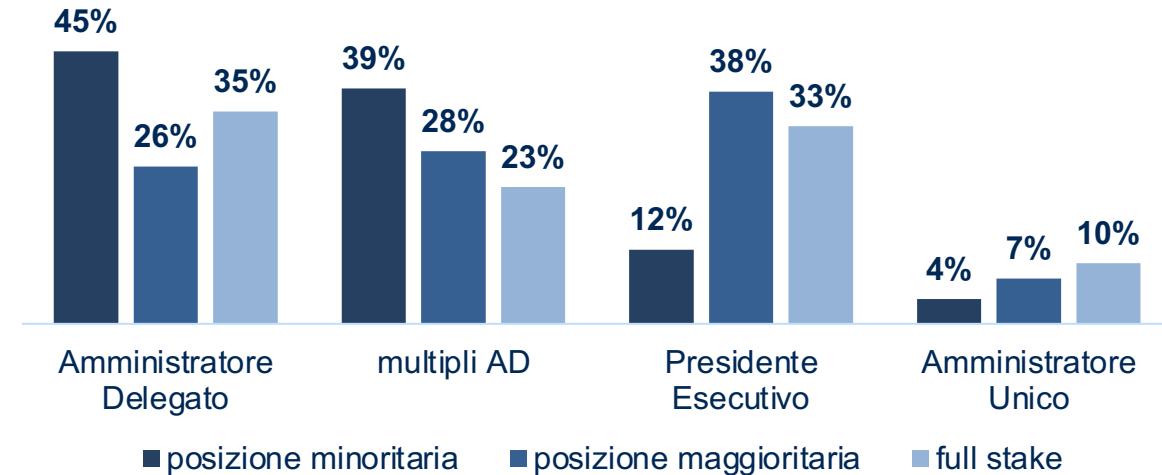
*La statistica per i 3 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 deals, mentre per gli altri 113 l'orizzonte temporale va oltre la disponibilità dei dati.

**Per il calcolo dell'età dei leaders si tiene come riferimento l'anno dell'operazione di private equity.

% dei casi in cui si osserva un cambiamento di modello di leadership post-deal, per intensità dell'apertura di capitale



Distribuzione dei deals per modello di leadership nell'anno prima del deal e intensità dell'apertura di capitale



Rispetto all'intensità dell'apertura del capitale, la scelta di **promuovere dei cambiamenti di leadership** fino a tre anni dopo l'operazione è più comune nei casi di posizione di maggioranza o full stake (dove è osservata in circa il 60% dei casi). Ed è in questi casi che si osserva una maggiore incidenza dei modelli di Amministratore Unico e Presidente Esecutivo nell'anno precedente al deal, mentre nei casi in cui il deal è di minoranza l'incidenza del modello dell'amministratore delegato prima del deal è più comune.

L'apertura del capitale a Private Equity

Quando i modelli di Leadership non cambiano (1)

Tra le imprese che **non hanno introdotto cambiamenti** nei loro modelli di leadership fino a tre anni dopo il deal, la grande maggioranza adottava già il modello con l'Amministratore Delegato prima dell'apertura di capitale.

Nel solo 18% dei casi (28) in cui non c'è stato un cambiamento nel modello di leadership non è stato osservato un cambiamento dei leader stessi fino al terzo anno* dopo l'operazione.

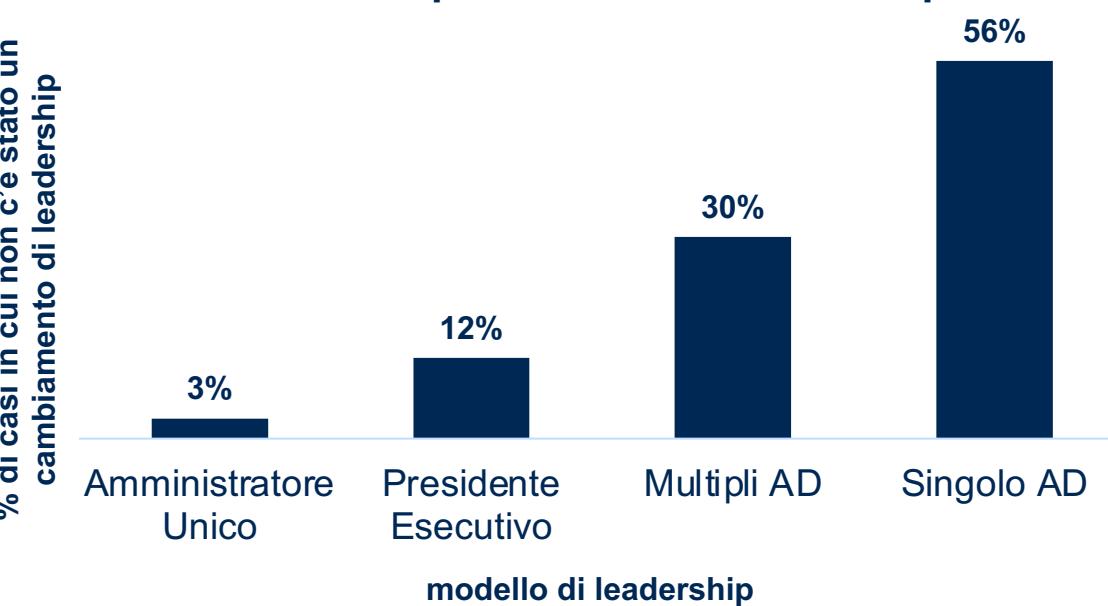
Invece, il cambiamento delle persone in ruoli di leadership, avvenuto in 125 casi, ha portato ad una **riduzione dell'età media** degli stessi** da **60 a 53 anni**.

Il numero di donne leader è rimasto praticamente stabile dall'anno precedente al deal (17 donne) fino al primo anno dopo il deal (18 donne).

In **153**

casi NON c'è stato un cambiamento
nel modello di leadership

Distribuzione per modello di leadership



*La statistica per i 3 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 deals, mentre per gli altri 113 l'orizzonte temporale va oltre la disponibilità dei dati.

**Per il calcolo dell'età dei leaders si tiene come riferimento l'anno dell'operazione di private equity.

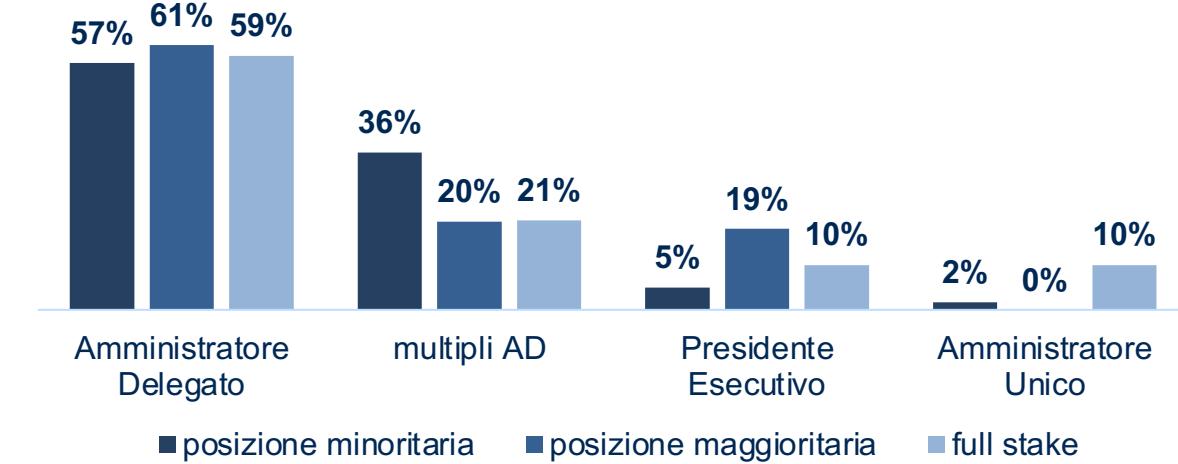
L'apertura del capitale a Private Equity

Quando i modelli di Leadership non cambiano (2)

% dei casi in cui NON si osserva un cambiamento di modello di leadership post-deal, per intensità dell'apertura di capitale

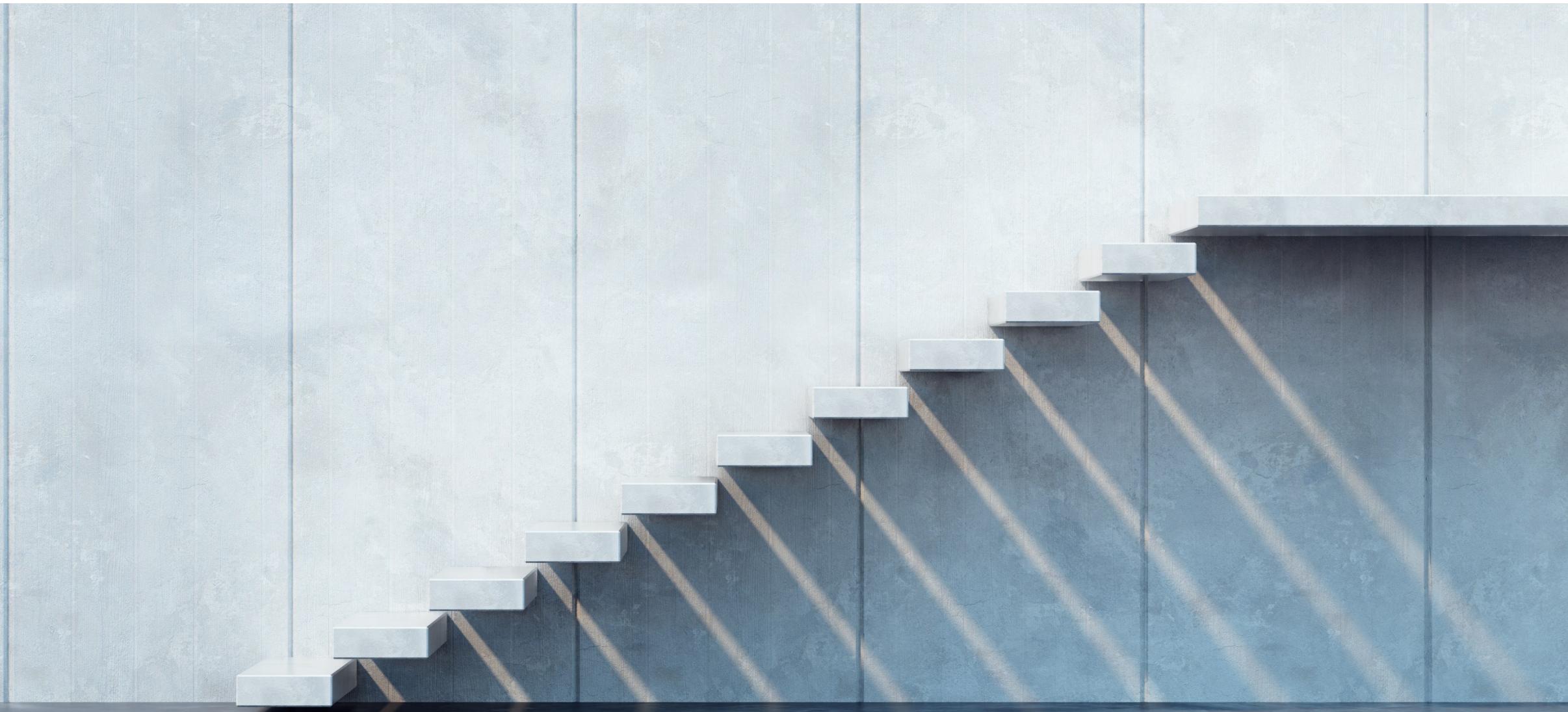


Distribuzione dei deals per modello di leadership nell'anno prima del deal e intensità dell'apertura di capitale



Rispetto all'intensità dell'apertura del capitale, la scelta di **non effettuare cambiamenti di leadership** fino a tre anni dopo l'operazione è osservata più spesso nei casi di posizione di minoranza – in più della metà delle operazioni di minoranza non c'è stato un cambiamento. E sono questi i casi in cui l'incidenza del modello dell'amministratore delegato (singolo o multiplo) nell'anno precedente all'operazione è più elevata (93% dei casi).

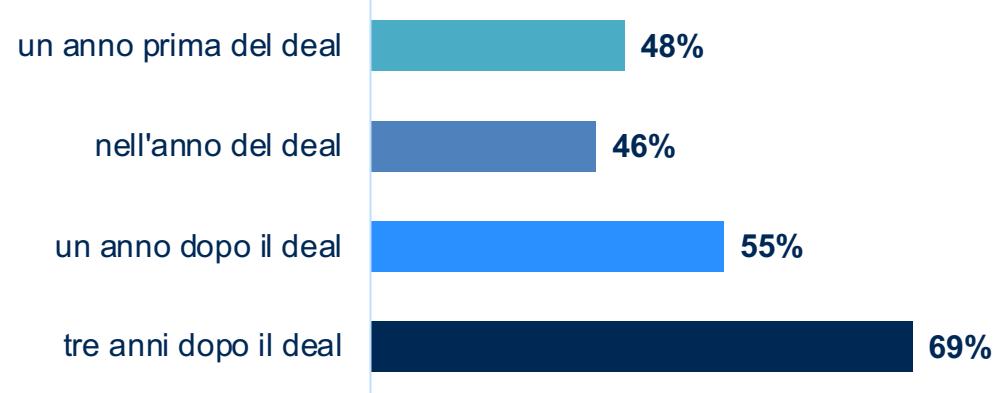
APERTURA A PE, STRATEGIE E PERFORMANCE



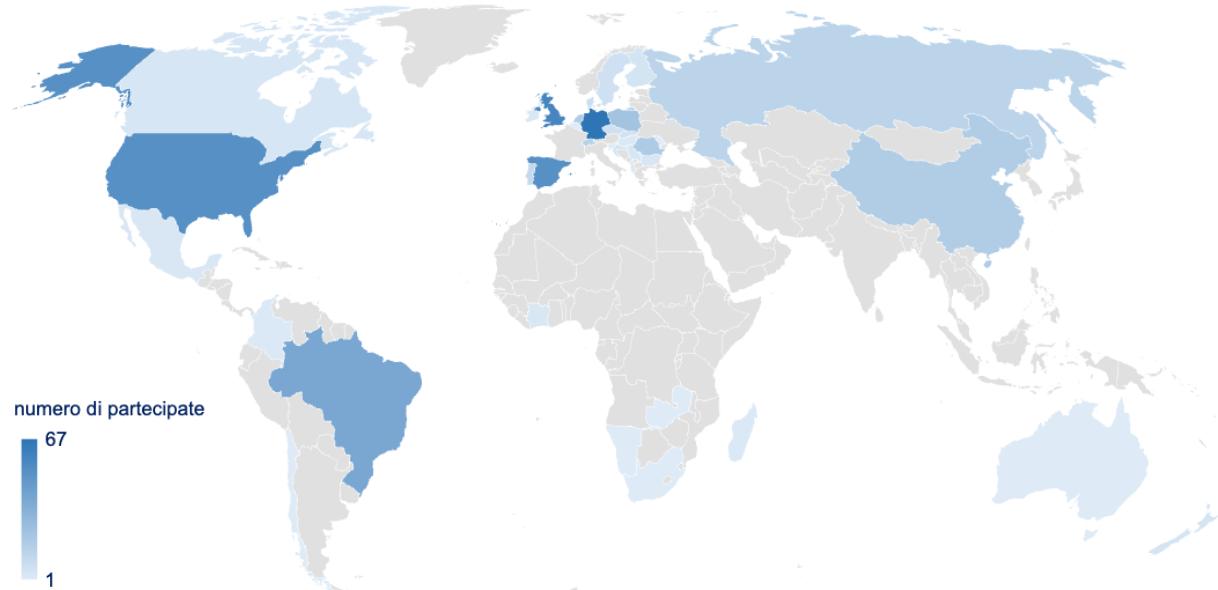
L'apertura del capitale a Private Equity

Investimenti all'estero delle imprese italiane

Percentuale di imprese con almeno una partecipata all'estero



Distribuzione delle partecipate all'estero per paese nel 2021



Numero medio di partecipate all'estero



L'apertura del capitale attraverso un'operazione di private equity si rivela un **chiaro motore per l'internazionalizzazione delle imprese**. Prima del deal, circa la metà delle aziende analizzate contava almeno una filiale all'estero, percentuale che cresce a più di due terzi tre anni dopo l'operazione. In media, prima dell'operazione ogni azienda aveva 4 filiali all'estero, mentre tre anni dopo questa cifra si raddoppia. Inoltre, il 50% delle società che non aveva una filiale all'estero prima dell'apertura del capitale è andato all'estero dopo tre anni dall'operazione*.

72

imprese hanno fatto almeno una operazione straordinaria di acquisizione e/o fusione per la prima volta dopo il deal PE

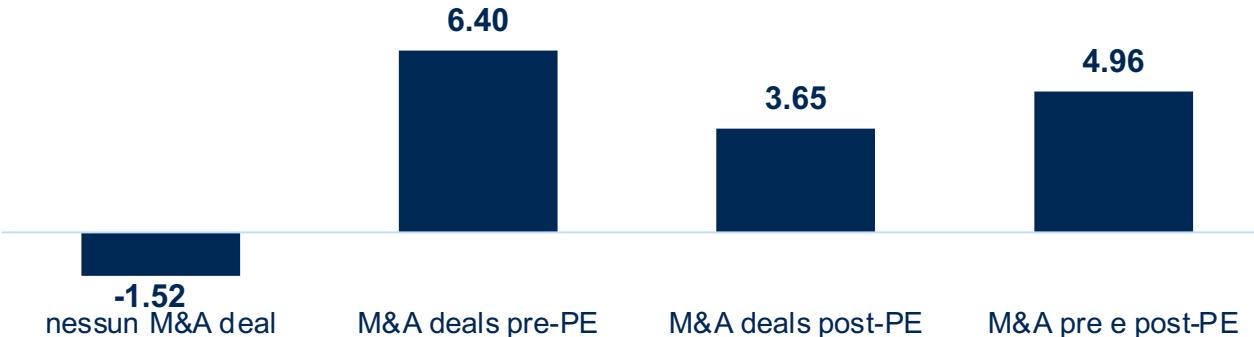
43

imprese avevano già effettuato una acquisizione e/o fusione prima del deal PE e hanno fatto almeno una operazione straordinaria di acquisizione dopo il deal PE

179

imprese non hanno effettuato acquisizioni e/o fusioni dopo il deal PE, e 142 di queste imprese non hanno svolto un'operazione straordinaria fino a 5 anni prima del deal

Media del rapporto PFN/EBITDA*



L'ingresso del private equity nel capitale dell'azienda rappresenta più che altro una **fonte di competenze chiave** poiché chi ha concluso un'operazione di M&A dopo l'apertura del capitale presenta in media un minor rapporto tra la posizione finanziaria netta (PFN) e l'EBITDA. Questo vuol dire che, prima del deal PE, le imprese che poi hanno effettuato una operazione straordinaria erano in una posizione più favorevole per contrarre ulteriori finanziamenti rispetto a quelle che hanno fatto acquisizioni e/o fusioni prima. Interessante notare che per le 142 imprese che non hanno svolto nemmeno una operazione di M&A si osserva in media una significativa disponibilità finanziaria (PFN/EBITDA negativo).

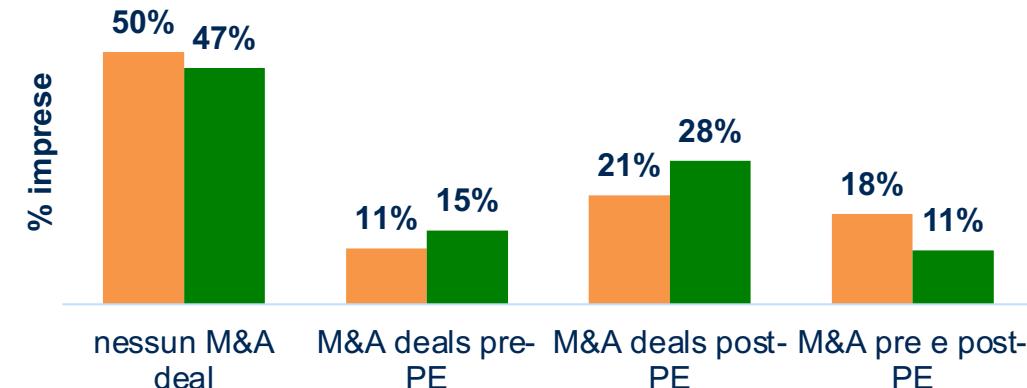
L'apertura del capitale a Private Equity

I percorsi strategici a seconda della nazionalità del PE

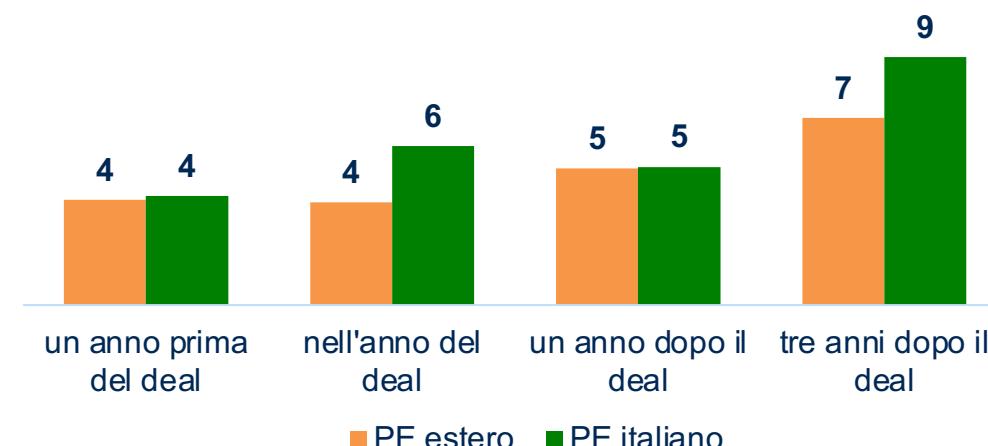
Percentuale di imprese con almeno una partecipata all'estero, per nazionalità PE



Distribuzione dei deals di M&A per nazionalità PE



Numero medio di partecipate all'estero, per nazionalità PE



Dei 338 deals di PE analizzati, 139 (41%) sono stati condotti da vettori di private equity italiani. Ed è tra queste che il **processo di internazionalizzazione si rivela più marcato**. Per le aziende acquisite da PE sia stranieri che italiani, circa il 50% aveva almeno una filiale all'estero prima dell'operazione. A distanza di 3 anni dal deal, quelle che sono state acquistate da un vettore italiano avevano una maggiore presenza all'estero. Per quanto riguarda la chiusura di operazioni straordinarie per la prima volta dopo il deal PE, più spesso è successo alle imprese che sono state acquistate da un PE italiano, mentre lo scenario è diverso per quelle che hanno chiuso un M&A sia prima sia dopo l'apertura del capitale.

Imprese aperte e chiuse

Campione analizzato e campione di confronto



Campione analizzato
secondo la disponibilità dei dati di
Corporate Governance

338 deals
dal 2013 fino al 2020



294 imprese
analizzate

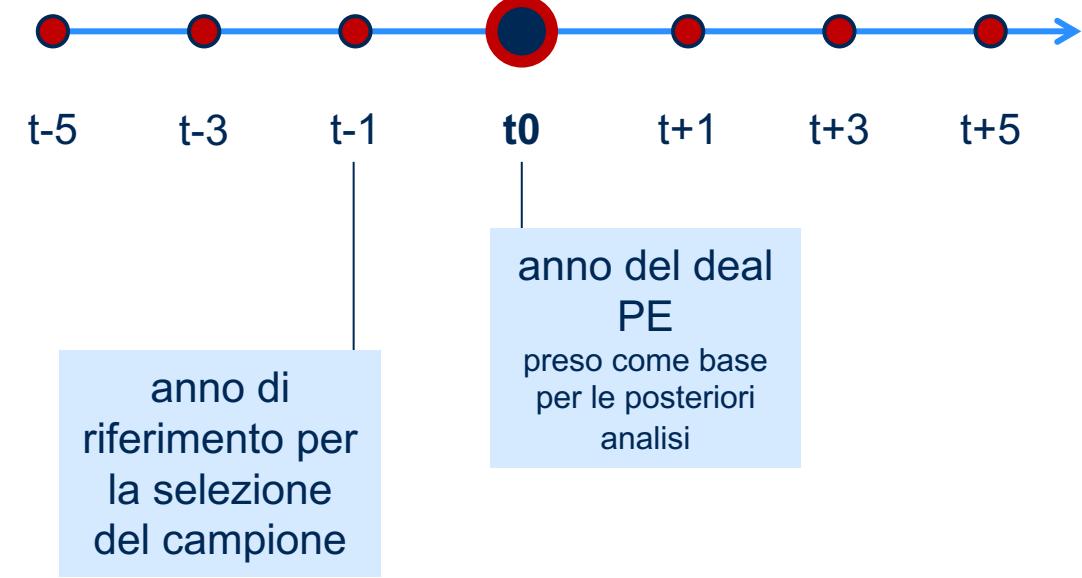
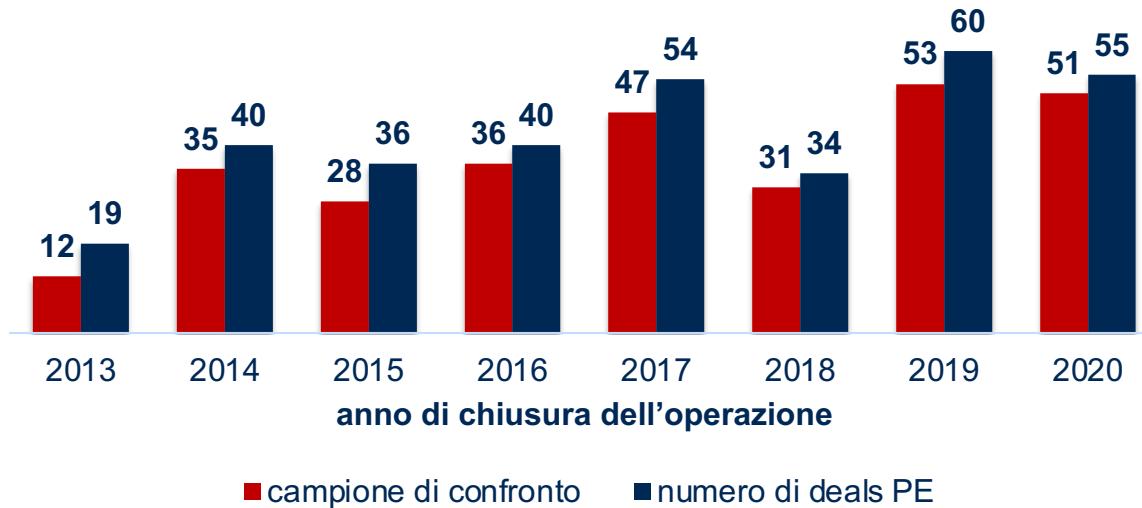
Campione di confronto
imprese che
rimangono a capitale
chiuso

269 imprese
analizzate

Imprese aperte e chiuse

Il campione di confronto

Distribuzione dei deals analizzati e del campione di confronto*



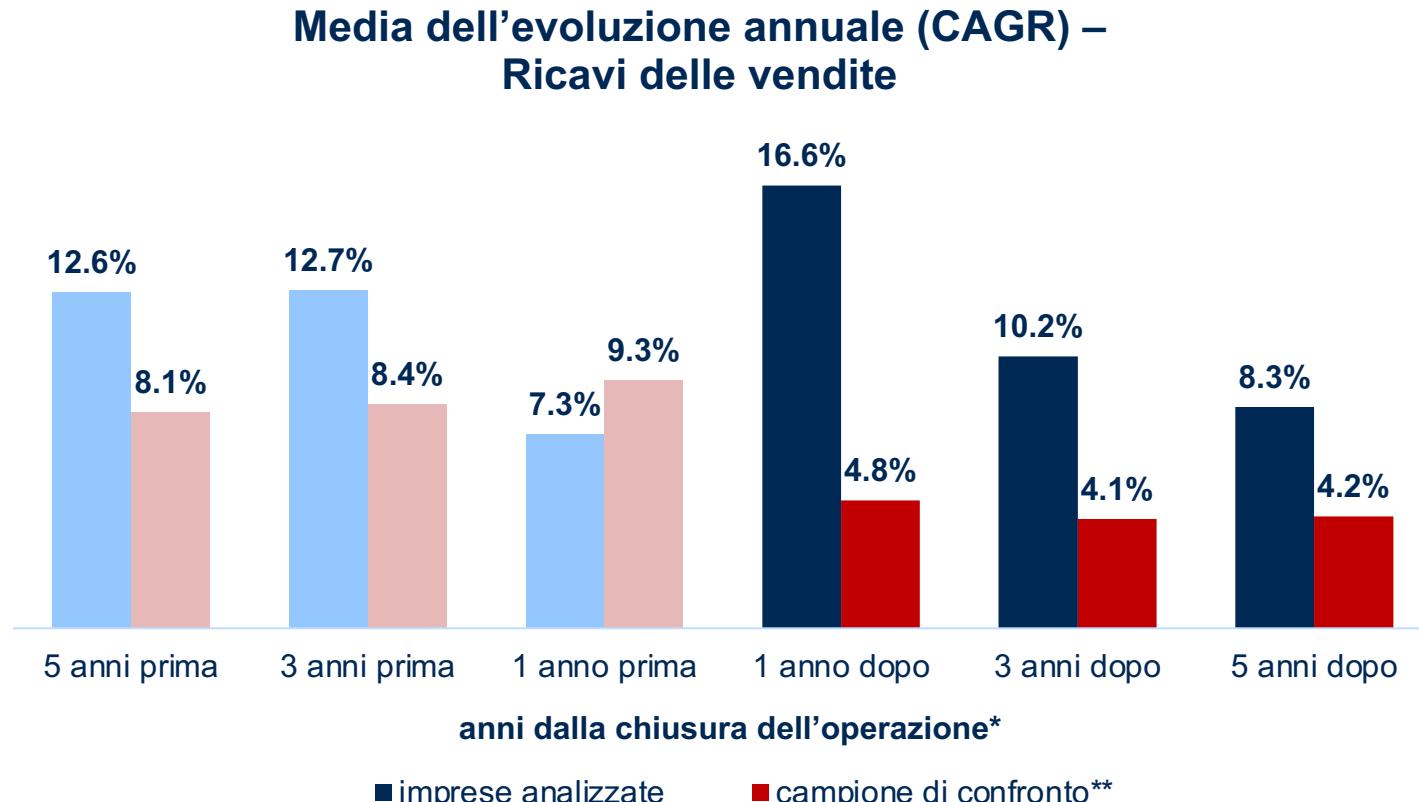
Per proporre un paragone verosimile, è stato rilevato un campione di confronto* a partire dalla popolazione del CG Lab al fine di stabilire un paragone con le aziende che non sono state oggetto di un'operazione di private equity. Per ogni anno tra il 2013 e il 2020 e per ogni operazione di private equity è stata individuata una società abbinata**, prendendo come riferimento i dati dell'anno precedente alla chiusura dell'operazione. Pertanto, il campione abbinato ammonta a **294 osservazioni** nel periodo rispetto a **269 società** simili a quelle che hanno aperto la loro struttura di capitale prima del completamento dell'operazione.

*Il campione di confronto è composto da 269 imprese ed è stato rilevato a partire dalla metodologia di Coarsened Exact Matching (CEM) in modo da ottenere un campione di imprese che non è stato oggetto di un deal di private equity ma che possiede caratteristiche simili a quelle oggetto delle operazioni analizzate. Sono stati raccolti dati relativi ad assetto proprietario, settore, ricavi, ROA e EBITDA un anno prima del deal di private equity per le imprese analizzate e per le imprese non oggetto di un deal e non quotate in borsa. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, consultare <https://qking.harvard.edu/files/cem-stata.pdf>.

**Per cui della mancanza di dati, per ogni anno il numero delle osservazioni di imprese che hanno fatto deal è più alto; inoltre, in 44 casi una società è stata oggetto di più di un'operazione e quindi di più osservazioni.

Imprese aperte e chiuse

Le performance di crescita



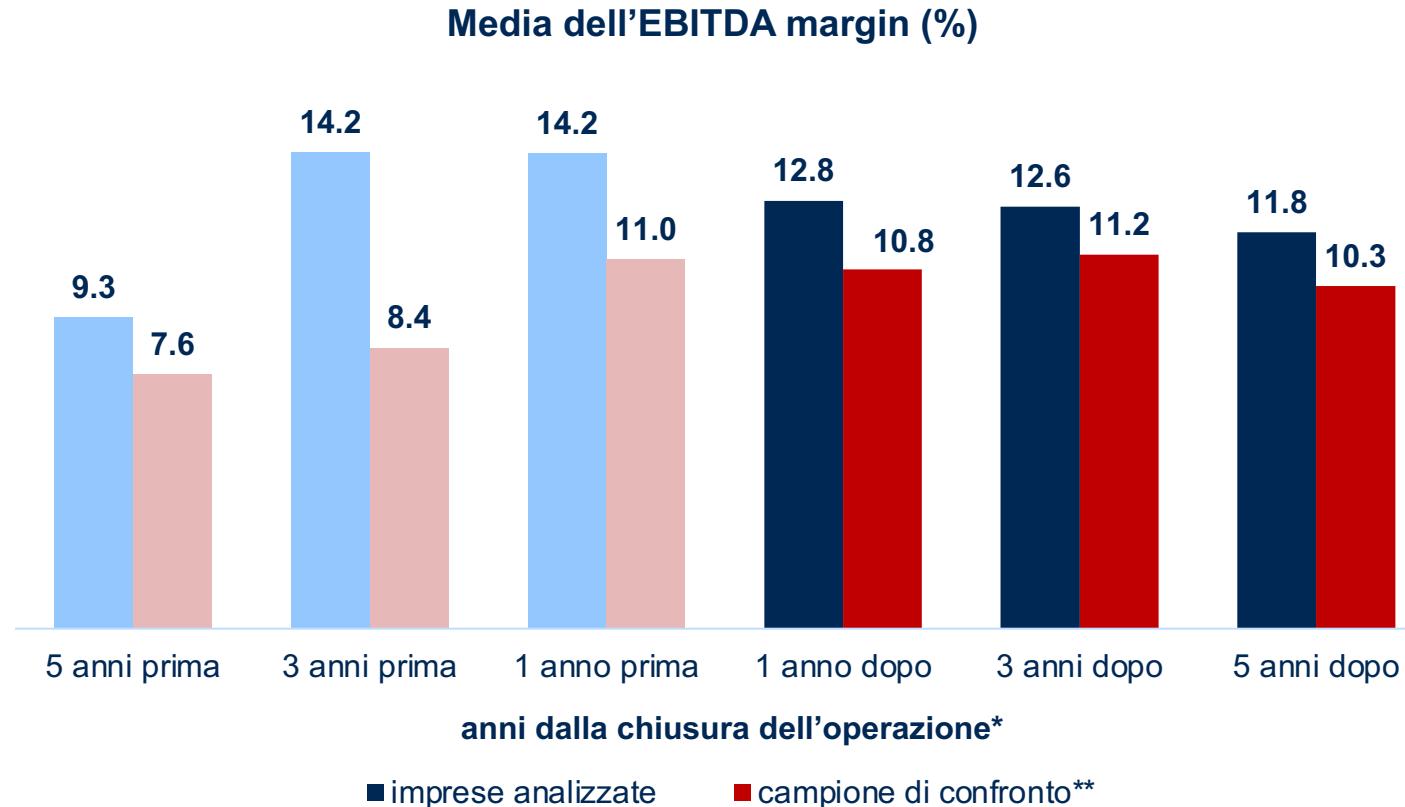
Per le imprese che sono state oggetto di un deal di private equity si osserva un salto nel fatturato nel primo anno dopo la chiusura dell'operazione. Inoltre, si osserva che queste imprese presentano mediamente una **performance annuale di crescita significativamente più elevata** di quella delle imprese del campione di corrispondenza fino ai 5 anni successivi al deal.

*Per il campione di confronto, gli anni sono figurativi e devono essere considerati a distanza dall'anno del deal abbinato. La statistica per i 3 e i 5 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 e 136 deals, rispettivamente, mentre per gli altri l'orizzonte temporale va oltre alla disponibilità dei dati.

**Il campione di confronto è composto da 269 imprese ed è stato rilevato a partire dalla metodologia di Coarsened Exact Matching (CEM) in modo da ottenere un campione di imprese che non è stato oggetto di un deal di private equity ma che possiede caratteristiche simili a quelle oggetto delle operazioni analizzate. Sono stati raccolti dati relativi ad assetto proprietario, settore, ricavi, ROA e EBITDA un anno prima del deal di private equity per le imprese analizzate e per le imprese non oggetto di un deal e non quotate in borsa. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, consultare <https://gking.harvard.edu/files/cem-stata.pdf>.

Imprese aperte e chiuse

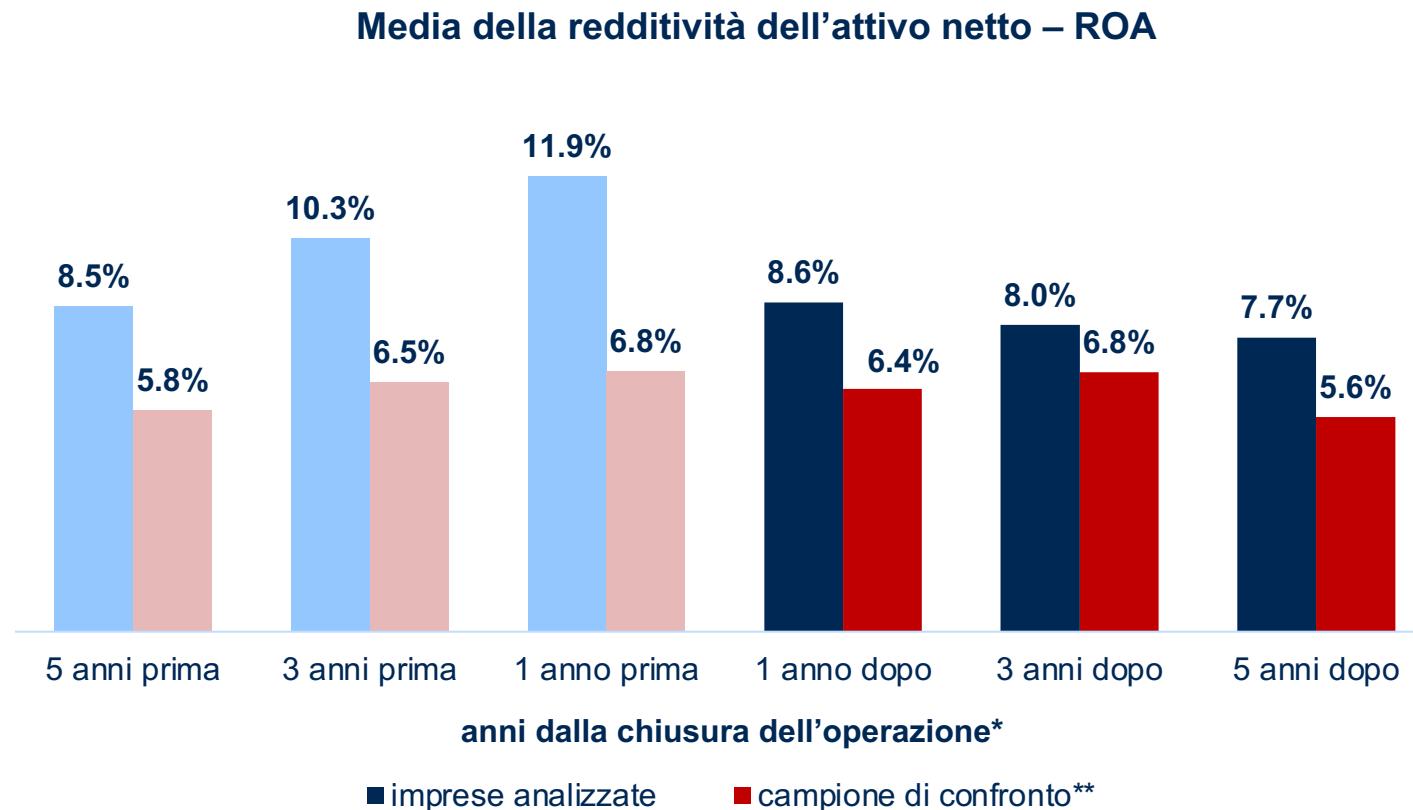
Le performance reddituali – EBITDA margin



Con riguardo all'EBITDA, si osserva che le aziende oggetto di un deal presentavano un **livello di redditività superiore a quelle che non hanno aperto il loro capitale**. Dopo l'operazione di apertura, lo scenario favorevole alle imprese con il capitale aperto si mantiene, anche se il vantaggio rispetto alle imprese rimaste chiuse diminuisce per via degli investimenti (e di conseguenza dei maggiori costi) volti al rafforzamento della struttura manageriale e del capitale umano.

Imprese aperte e chiuse

Le performance reddituali – ROA



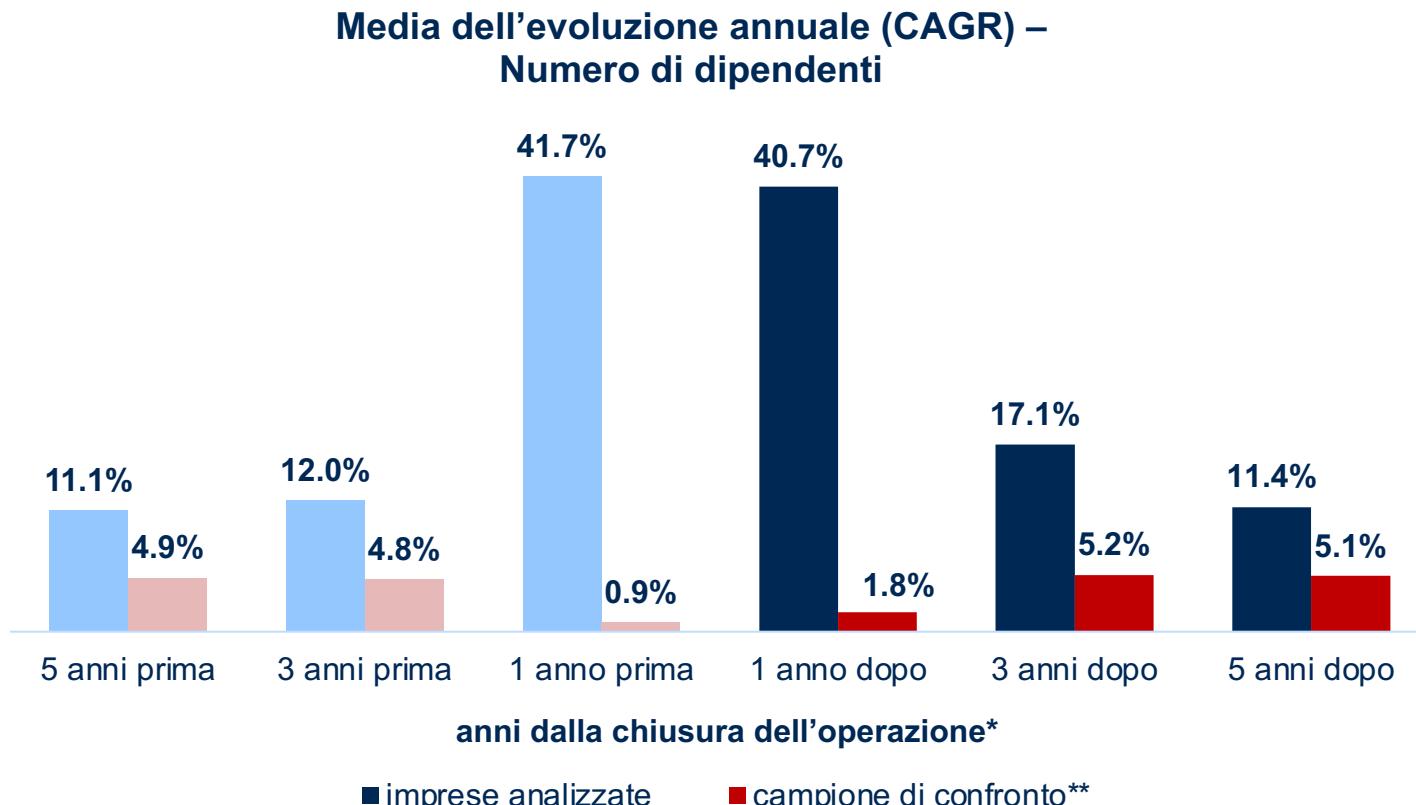
Per quanto riguarda il ROA, le **imprese che hanno aperto la loro struttura di capitale attraverso un'operazione di private equity presentano una migliore performance** rispetto al campione di confronto. È interessante notare che queste presentano un rendimento piuttosto elevato nell'anno precedente all'operazione, che si riduce negli anni successivi, ma si mantiene superiore a quello osservato per il campione di confronto.

*Per il campione di confronto, gli anni sono figurativi e devono essere considerati a distanza dall'anno del deal abbinato. La statistica per i 3 e i 5 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 e 136 deals, rispettivamente, mentre per gli altri l'orizzonte temporale va oltre alla disponibilità dei dati.

**Il campione di confronto è composto da 269 imprese ed è stato rilevato a partire dalla metodologia di Coarsened Exact Matching (CEM) in modo da ottenere un campione di imprese che non è stato oggetto di un deal di private equity ma che possiede caratteristiche simili a quelle oggetto delle operazioni analizzate. Sono stati raccolti dati relativi ad assetto proprietario, settore, ricavi, ROA e EBITDA un anno prima del deal di private equity per le imprese analizzate e per le imprese non oggetto di un deal e non quotate in borsa. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, consultare <https://gking.harvard.edu/files/cem-stata.pdf>.

Imprese aperte e chiuse

L'occupazione (1)



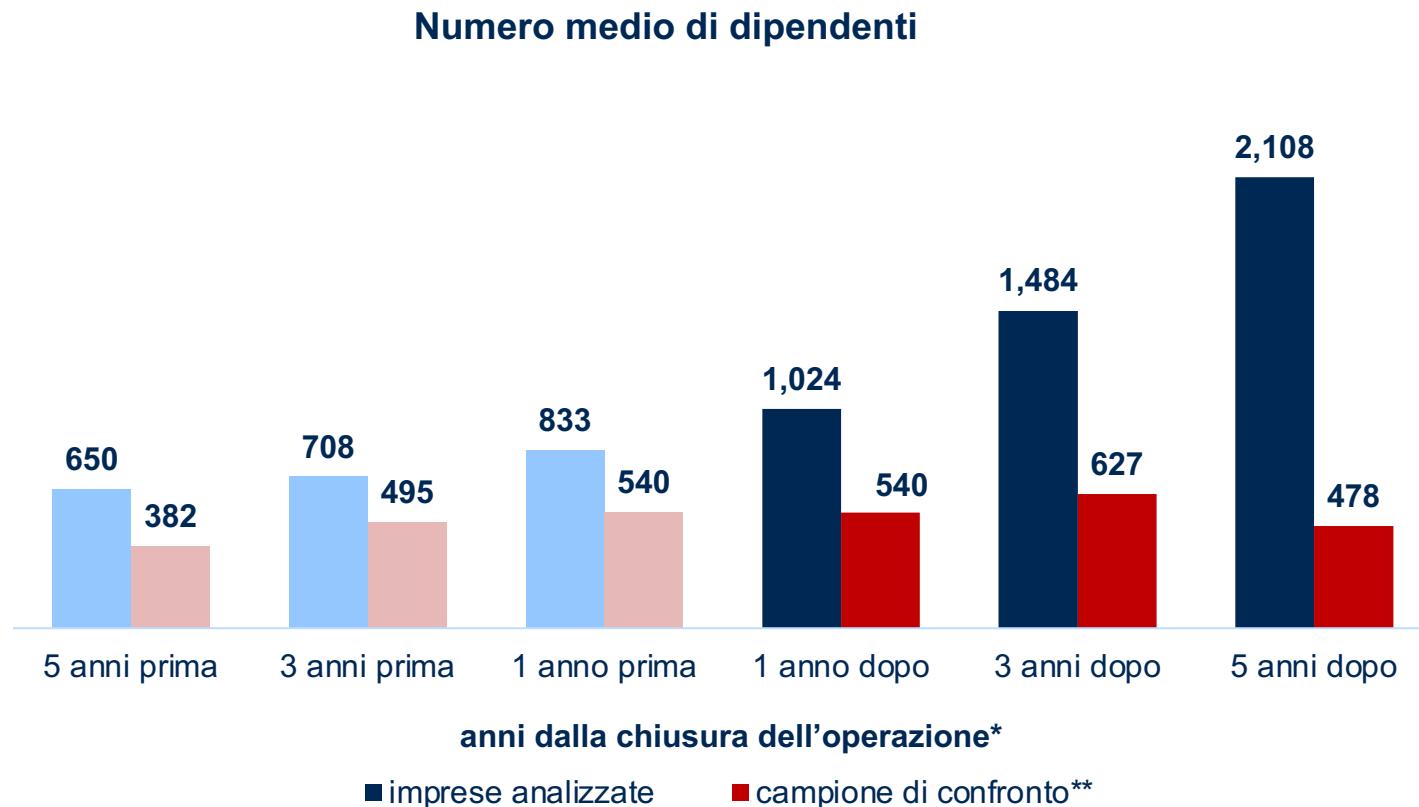
Per quanto riguarda l'occupazione, si osserva una **forte crescita media annuale sia nell'anno precedente che in quello successivo alla chiusura dell'operazione**. Questa tendenza rallenta negli anni successivi al deal, ma si mantiene significativamente più alta rispetto a quanto osservato per il campione di confronto.

*Per il campione di confronto, gli anni sono figurativi e devono essere considerati a distanza dall'anno del deal abbinato. La statistica per i 3 e i 5 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 e 136 deals, rispettivamente, mentre per gli altri l'orizzonte temporale va oltre alla disponibilità dei dati.

**Il campione di confronto è composto da 269 imprese ed è stato rilevato a partire dalla metodologia di Coarsened Exact Matching (CEM) in modo da ottenere un campione di imprese che non è stato oggetto di un deal di private equity ma che possiede caratteristiche simili a quelle oggetto delle operazioni analizzate. Sono stati raccolti dati relativi ad assetto proprietario, settore, ricavi, ROA e EBITDA un anno prima del deal di private equity per le imprese analizzate e per le imprese non oggetto di un deal e non quotate in borsa. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, consultare <https://gking.harvard.edu/files/cem-stata.pdf>.

Imprese aperte e chiuse

L'occupazione (2)



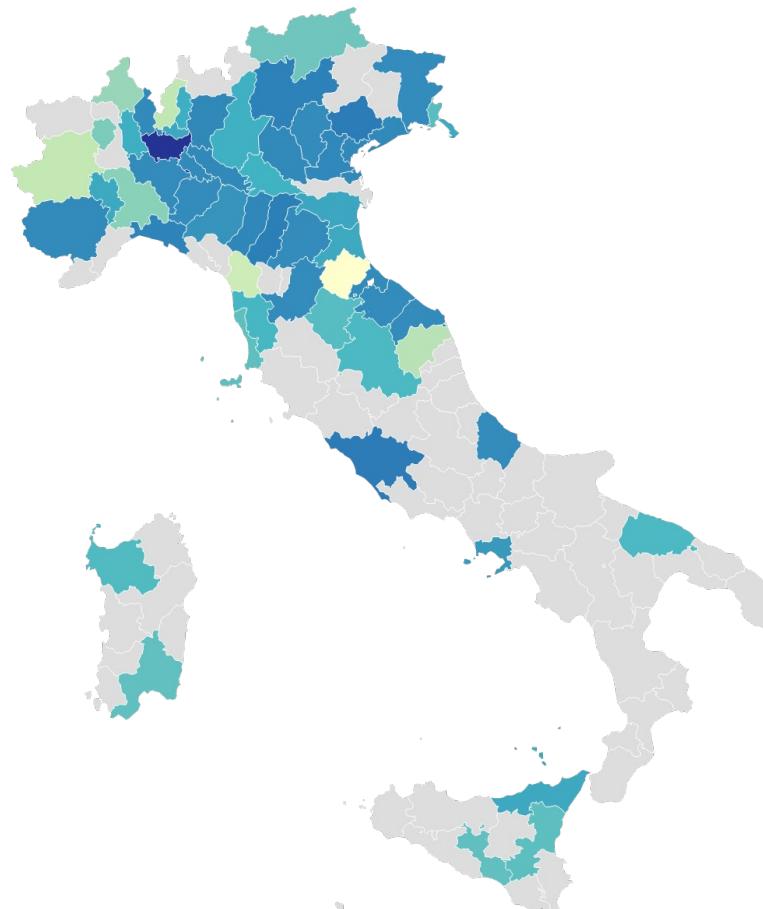
In media, il **numero di dipendenti dell'azienda oggetto di un'operazione di private equity è più che triplicato tra il quinto anno precedente e il quinto anno successivo all'operazione**. Tale crescita è osservata soprattutto dall'anno successivo all'operazione, con il numero medio di dipendenti più che raddoppiato cinque anni dopo. Invece, il numero medio di dipendenti per le aziende del campione di confronto rimane piuttosto stabile nel tempo e paragonabile al livello di partenza delle imprese che si sono aperte, con una leggera diminuzione alla fine del quinto anno analizzato.

*Per il campione di confronto, gli anni sono figurativi e devono essere considerati a distanza dall'anno del deal abbinato. La statistica per i 3 e i 5 anni posteriori all'operazione viene calcolata su 225 e 136 deals, rispettivamente, mentre per gli altri l'orizzonte temporale va oltre alla disponibilità dei dati.

**Il campione di confronto è composto da 269 imprese ed è stato rilevato a partire dalla metodologia di Coarsened Exact Matching (CEM) in modo da ottenere un campione di imprese che non è stato oggetto di un deal di private equity ma che possiede caratteristiche simili a quelle oggetto delle operazioni analizzate. Sono stati raccolti dati relativi ad assetto proprietario, settore, ricavi, ROA e EBITDA un anno prima del deal di private equity per le imprese analizzate e per le imprese non oggetto di un deal e non quotate in borsa. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, consultare <https://gking.harvard.edu/files/cem-stata.pdf>.

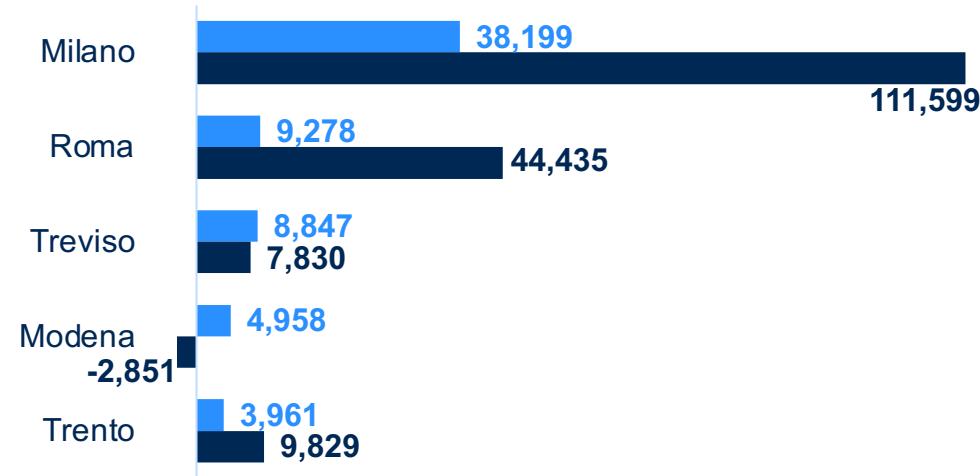
Numero netto di posti di lavoro creati dalle imprese oggetto di un deal PE, per provincia

periodo 2012-2021

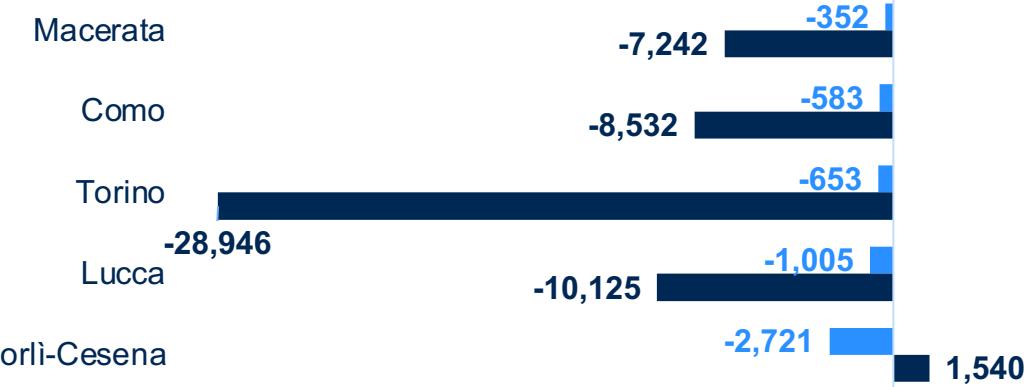


Livello occupazionale nel periodo 2012-2021*

Province TOP 5



Province BOTTOM 5



■ netto posti di lavoro imprese PE ■ netto posti di lavoro provincia

Grazie