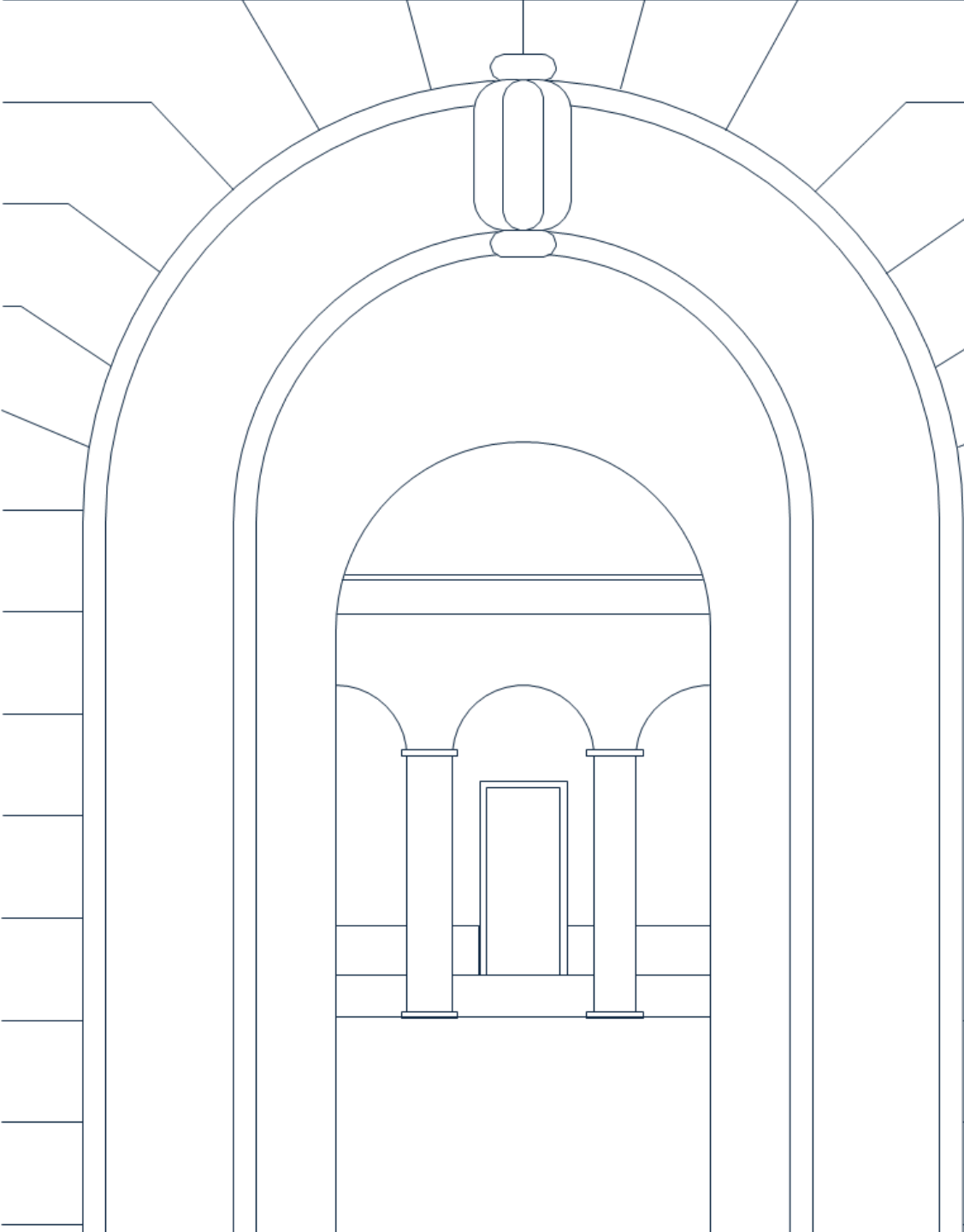




PRIVATE EQUITY E MID CAP: VENT'ANNI DI STORIA

Milano, 2 ottobre 2025

LIUC | BUSINESS
SCHOOL

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt



AREA STUDI
MEDIOBANCA

SOMMARIO

1. Il progetto di ricerca
2. Le caratteristiche del campione
3. Analisi delle performance post-investimento
4. Appendici

LIUC BUSINESS
SCHOOL

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt



AREA STUDI
MEDIOBANCA

IL PROGETTO DI RICERCA

Private Equity e Mid Cap: vent'anni di storia



OGGETTO E FINALITÀ

Il progetto di ricerca

Il contesto

- ◆ Le medie imprese rappresentano un pilastro dell'economia italiana. Nel contesto attuale si ritrovano esposte a sfide complesse:
 - ◆ crescita dimensionale;
 - ◆ apertura ai mercati internazionali;
 - ◆ transizione digitale e sostenibilità;
 - ◆ miglioramento della governance.
- ◆ In questo scenario, il Private Equity (PE) si pone come partner strategico, capace di apportare alle aziende non solo risorse finanziarie, ma anche competenze manageriali e network relazionale.

Obiettivo

- ◆ Lo studio, nato dalla collaborazione tra l'Area Studi Mediobanca, il Private Equity Monitor della LIUC Business School e l'Ufficio Studi di AIFI, **ha l'obiettivo di analizzare l'impatto degli operatori di Private Equity su società italiane Mid Cap oggetto di investimento nei primi due decenni del XXI secolo.**
- ◆ L'analisi, per profondità temporale e ampiezza di copertura, offre una rappresentazione unica e significativa del ruolo svolto dal Private Equity nel tessuto industriale italiano, restituendo una fotografia di lungo periodo.

I SOGGETTI PROMOTORI

Il progetto di ricerca

**Area Studi Mediobanca:
80 anni di analisi
economico-finanziarie**

**Private Equity Monitor:
25 anni di mappatura del
mercato italiano del PE**

**AIFI:
40 anni di attività
istituzionale**

- ◆ Nata contestualmente alla fondazione di Mediobanca, svolge analisi ed indagini sui settori produttivi e sul family business italiano.
- ◆ Le analisi economico-finanziarie sulle imprese si basano sull'elaborazione in house esclusivamente di fonti primarie.
- ◆ Fondato nel 2000 presso la LIUC Business School, il Private Equity Monitor svolge un'attività continuativa di analisi sugli investimenti in capitale di rischio realizzati da operatori di Private Equity in Italia.
- ◆ Da oltre vent'anni rappresenta una fonte informativa di riferimento per operatori, analisti, studiosi e istituzioni.
- ◆ In 25 anni di attività ha censito oltre 5,500 operazioni, disponendo di un database unico nel panorama italiano.
- ◆ Nata nel 1986, AIFI è l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, che sviluppa, coordina e rappresenta, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano. I membri Associati ad AIFI sono fondi e società specializzati che investono prevalentemente in aziende non quotate, attraverso la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni e che offrono strumenti di debito flessibili e adattabili in relazione alle esigenze delle singole realtà.
- ◆ All'interno dell'Associazione, l'Ufficio Studi e Ricerche raccoglie, analizza ed elabora dati e statistiche sul mercato italiano del private equity, venture capital e private debt, seguendo una metodologia condivisa a livello europeo e realizzando analisi specifiche su temi rilevanti per il mercato.

I DATABASE

Il progetto di ricerca

**Database
proprietario ASM
«Le medie imprese
manifatturiere»**

- ◆ Pubblicazione annuale di natura censuaria, in partnership con Unioncamere e Centro Studi Guglielmo Tagliacarne, che analizza le medie imprese manifatturiere italiane, secondo la seguente definizione:
 - ◆ 50–499 addetti;
 - ◆ 19–415 milioni di euro di fatturato (consolidato se disponibile);
 - ◆ proprietà indipendente e italiana.

**Database
proprietario del
Private Equity
Monitor**

- ◆ Comprende la lista di società che hanno ricevuto investimenti in capitale di rischio da parte di operatori di Private Equity^(*) in Italia.

LA METODOLOGIA

Il progetto di ricerca

- ◆ I due dataset sono stati incrociati al fine di individuare le società Mid Cap presenti nel database Mediobanca che hanno ricevuto investimenti da operatori di Private Equity (campione delle aziende 'trattate').
- ◆ Per stimare l'impatto del Private Equity sulle performance aziendali è stato inoltre costruito un campione di società comparabili (campione di controllo) che non hanno ricevuto investimenti da parte di operatori di Private Equity.
- ◆ Sono state analizzate solo le società per le quali erano disponibili dati contabili completi a partire dall'anno precedente l'investimento del PE fino ai due anni successivi.
- ◆ Periodo di analisi: 2001-2021.
- ◆ Campione:
 - ◆ **imprese target:** 319 aziende oggetto di investimento da parte di un operatore di PE;
 - ◆ **campione di controllo:** 659 aziende.

LE DOMANDE DI RICERCA

Il progetto di ricerca

Quali caratteristiche hanno le medie imprese oggetto di investimento da parte di operatori di PE?

- ◆ Analisi descrittive delle società target nell'anno precedente all'investimento.

Quali effetti produce l'ingresso di un operatore di PE sulle performance economico-finanziarie delle imprese target?

- ◆ Analisi descrittive e test statistici (t-test) per confrontare l'andamento dei principali indicatori economico-finanziari tra le società trattate e il campione di controllo.
- ◆ Stima di regressioni lineari per valutare l'impatto del PE sulle performance aziendali, isolandone l'effetto rispetto a dinamiche esogene.

LE CARATTERISTICHE DEL CAMPIONE

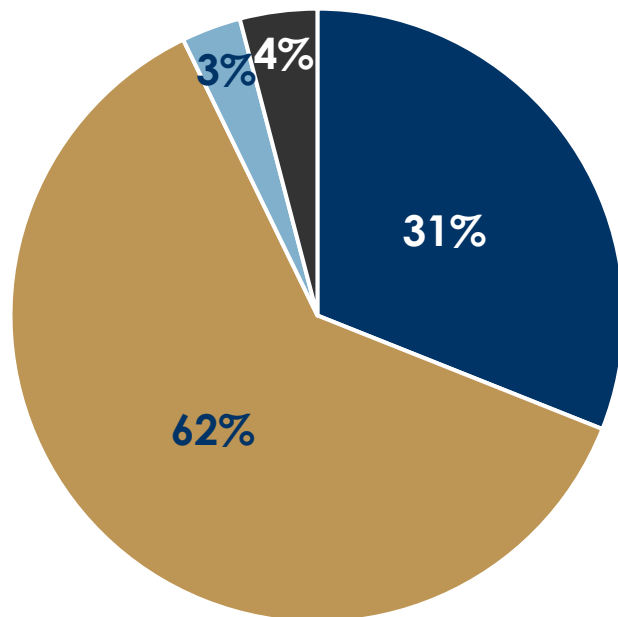
Quali caratteristiche hanno le medie imprese oggetto di investimento da parte di operatori di PE?



LA TIPOLOGIA DI OPERAZIONI

Le caratteristiche del campione

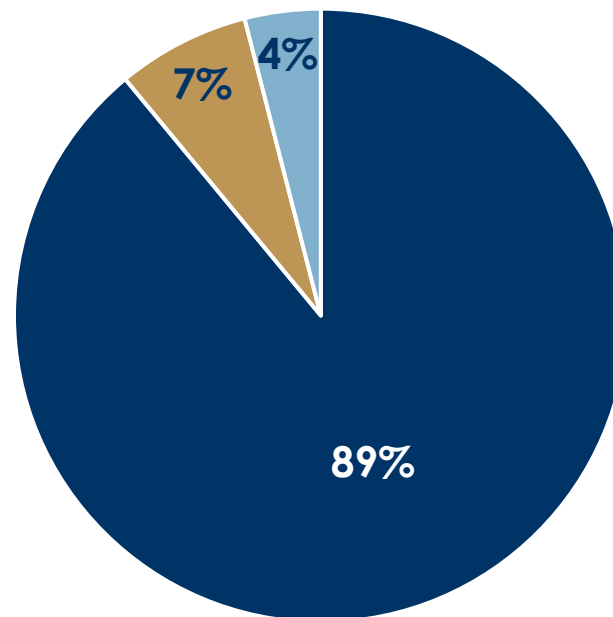
Tipologia di investment stage



■ Expansion ■ Buy Out ■ Turnaround ■ Replacement

◆ Nel 12% dei casi si tratta di operazioni add-on.

Deal origination



■ Family & Private ■ Carve-out ■ Secondary Buy Out

LA TIPOLOGIA DI INVESTITORE

Le caratteristiche del campione

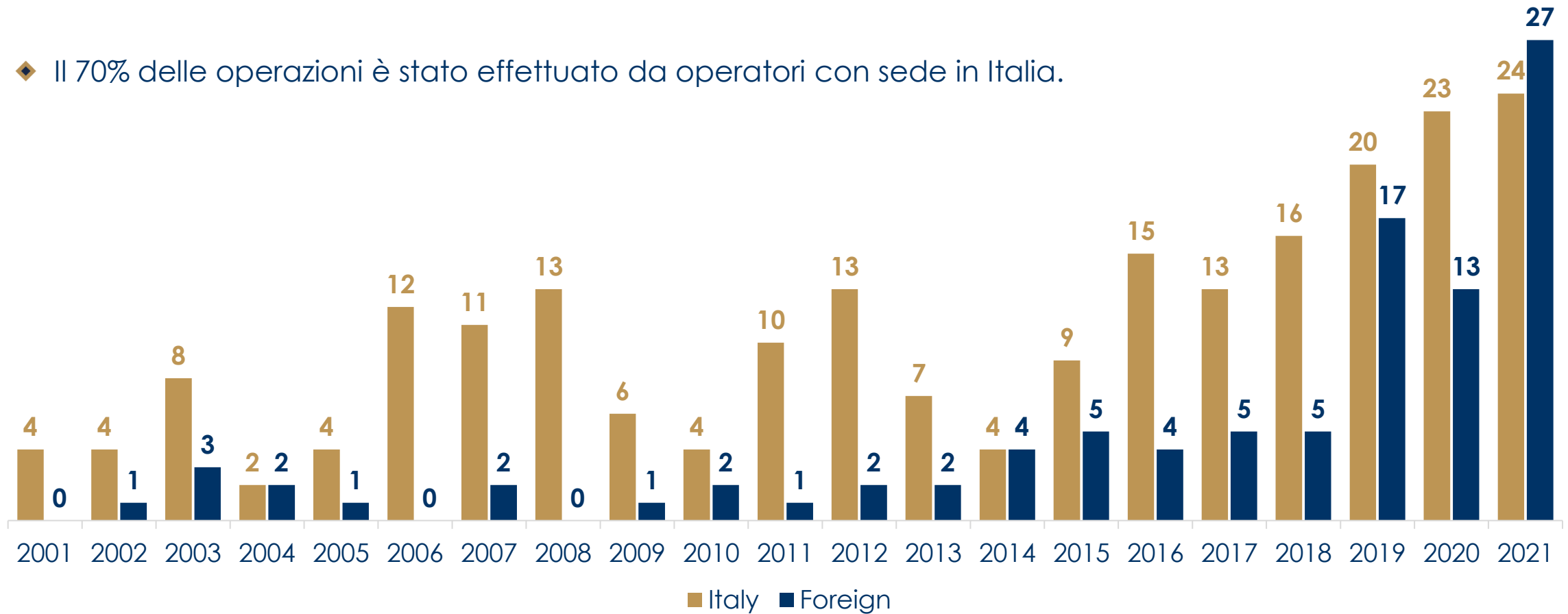
Tipologia di investitore	in %	Fatturato medio impresa target (€ mil.)
Private Equity	82,1%	55,5
Holding	9,4%	46,0
Limited Partners	2,5%	53,8
Club Deal	2,2%	30,1
Finanziaria regionale	1,9%	33,5
Family Office	1,6%	37,0
Sovereign Fund	0,3%	106,9
Totale	100%	53,4

DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELL'INVESTITORE

Le caratteristiche del campione

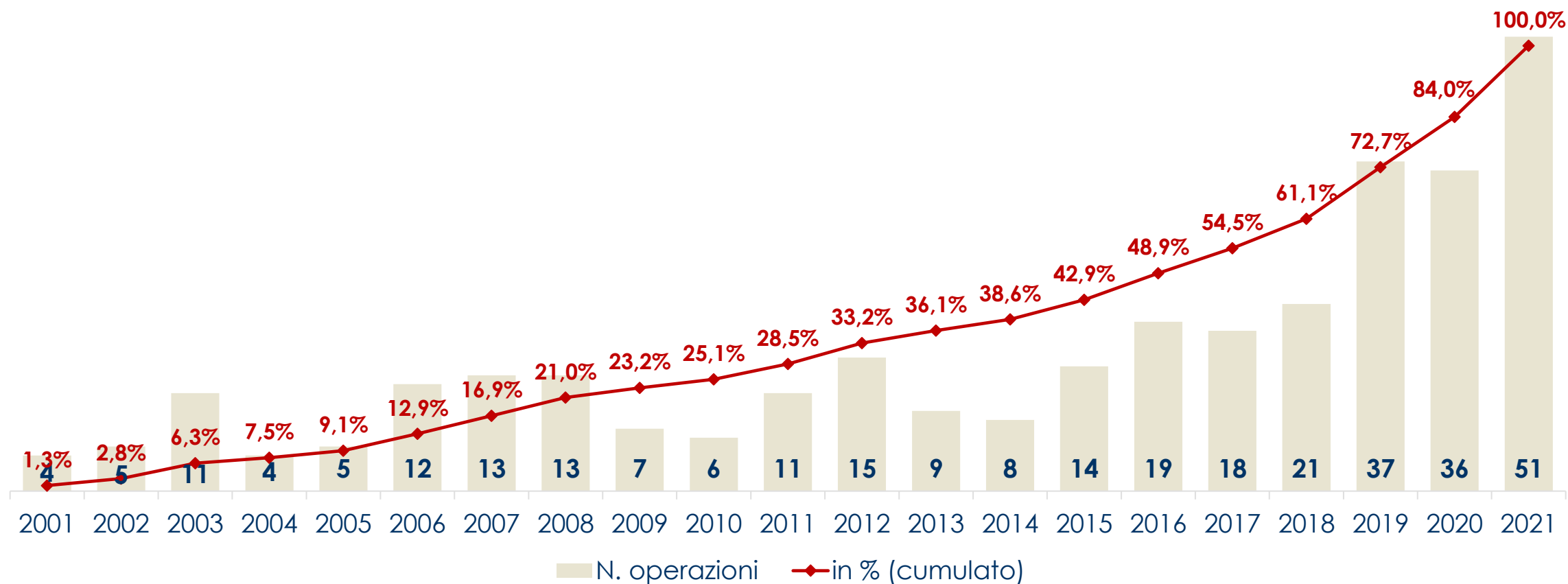
N. di imprese target

◆ Il 70% delle operazioni è stato effettuato da operatori con sede in Italia.



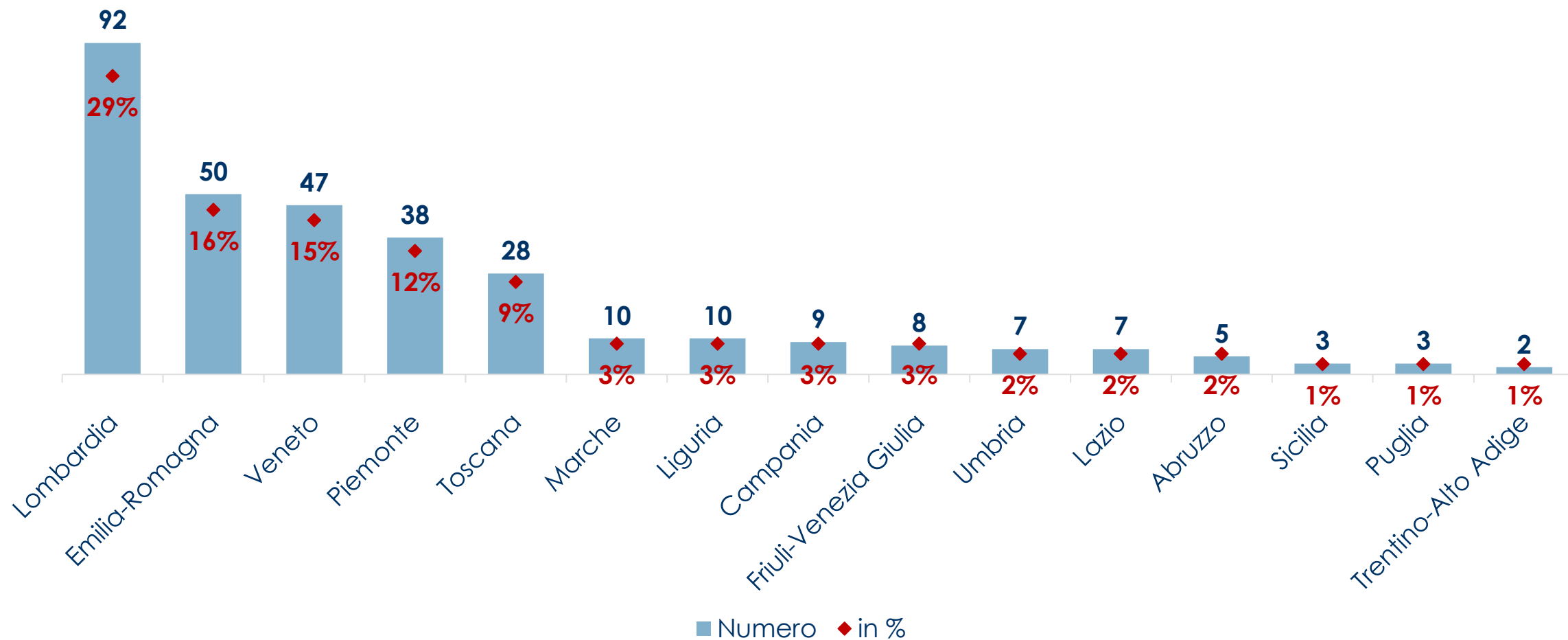
DISTRIBUZIONE TEMPORALE DEGLI INVESTIMENTI

Le caratteristiche del campione



DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI

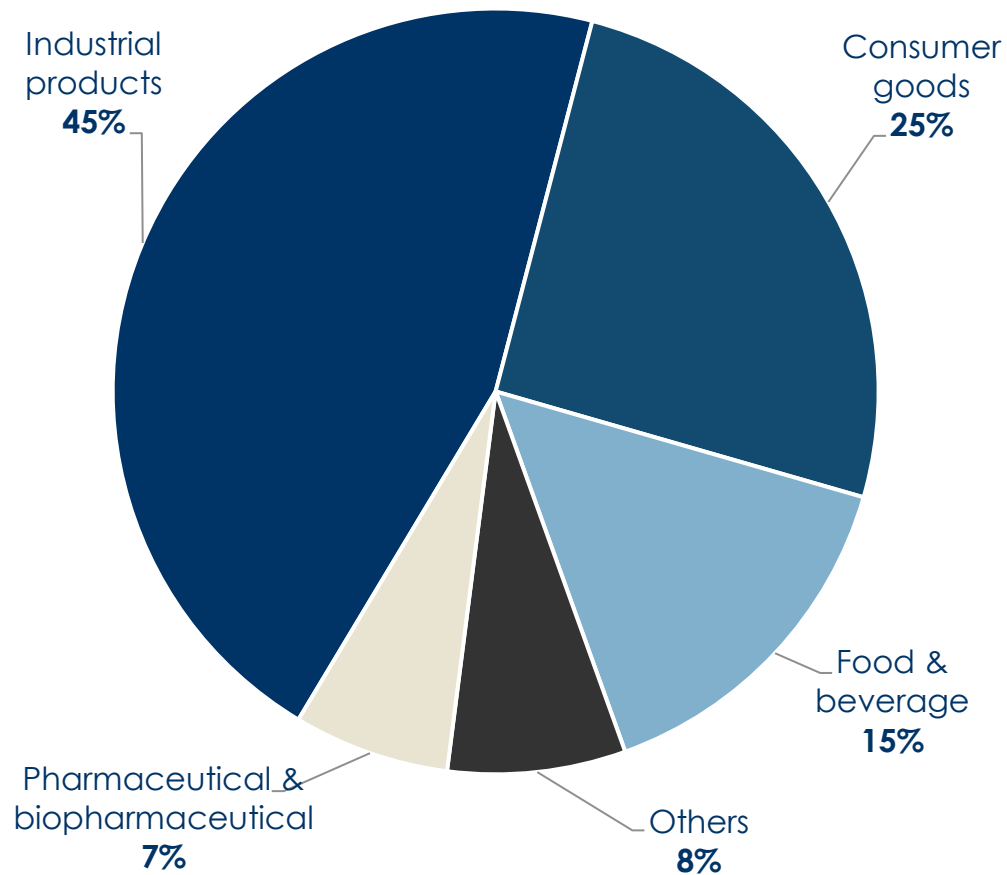
Le caratteristiche del campione



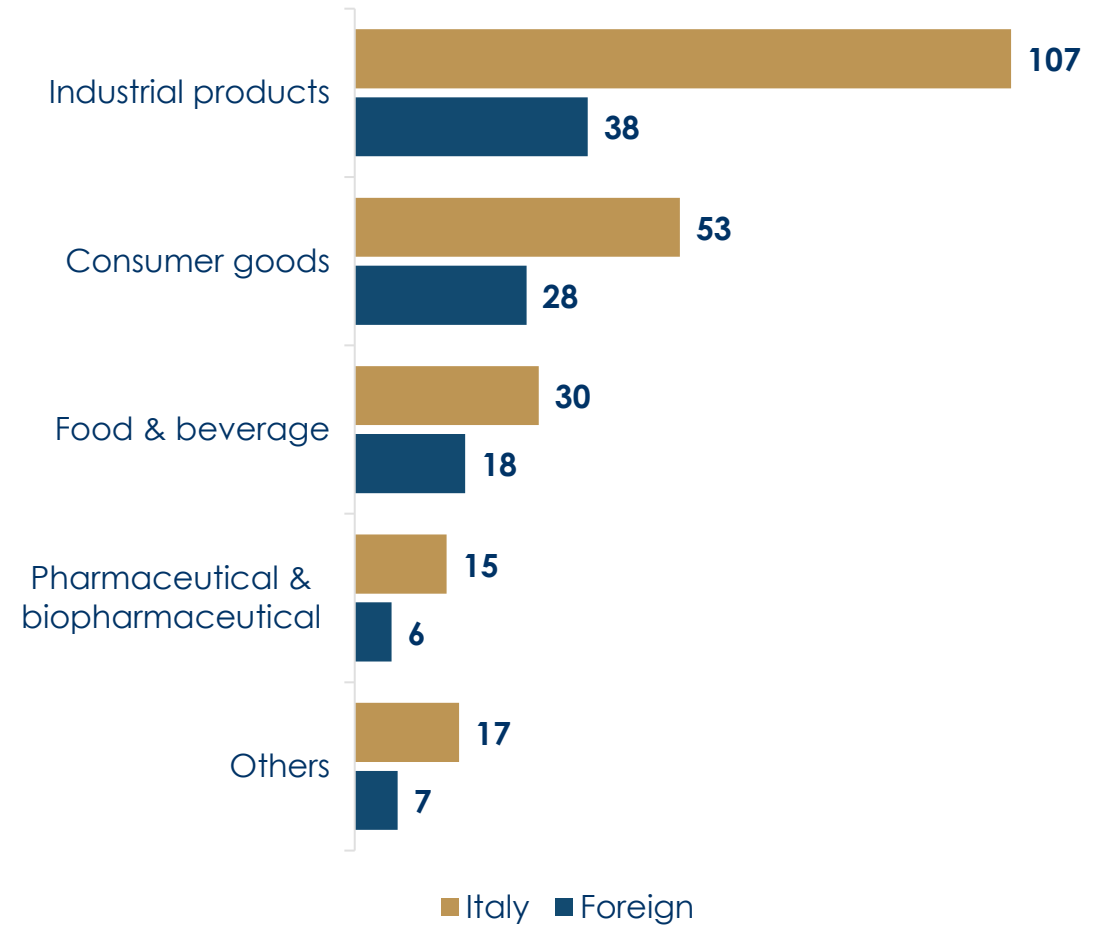
DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI INVESTIMENTI

Le caratteristiche del campione

In % sul totale



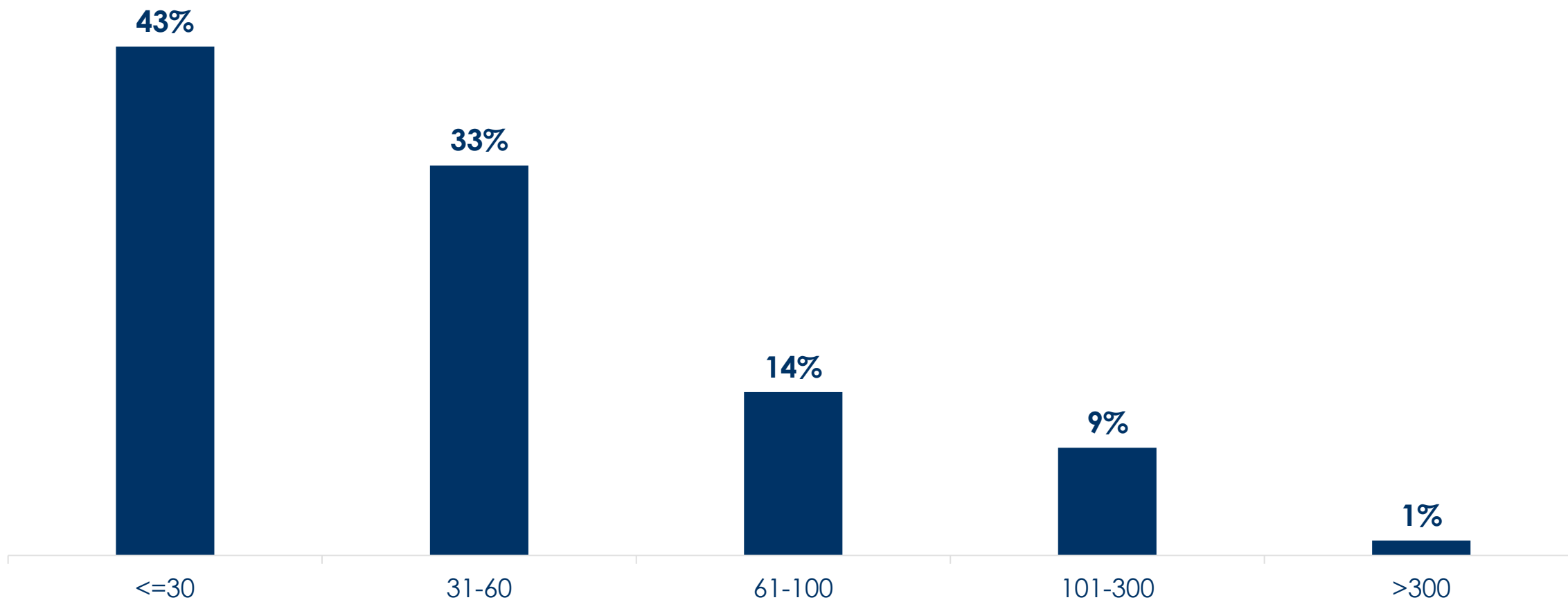
Numero



LA DIMENSIONE MEDIA DELLE IMPRESE

Le caratteristiche del campione

% di operazioni per classe di fatturato (milioni di euro)

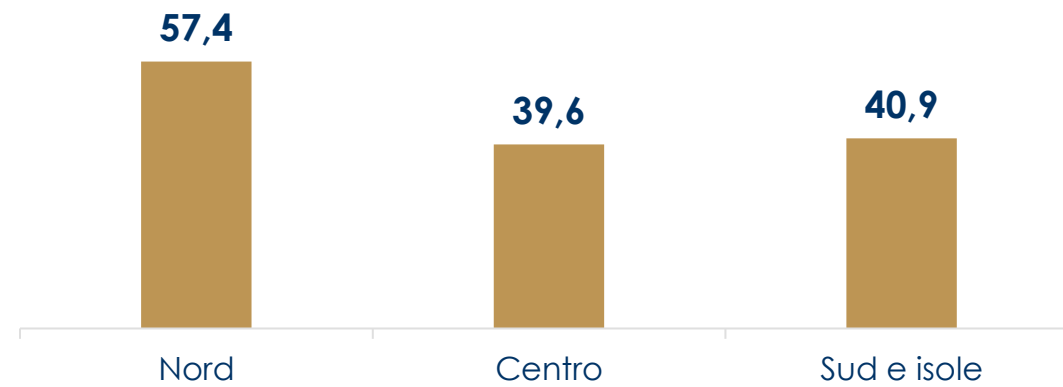


LA DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE PER DIMENSIONE

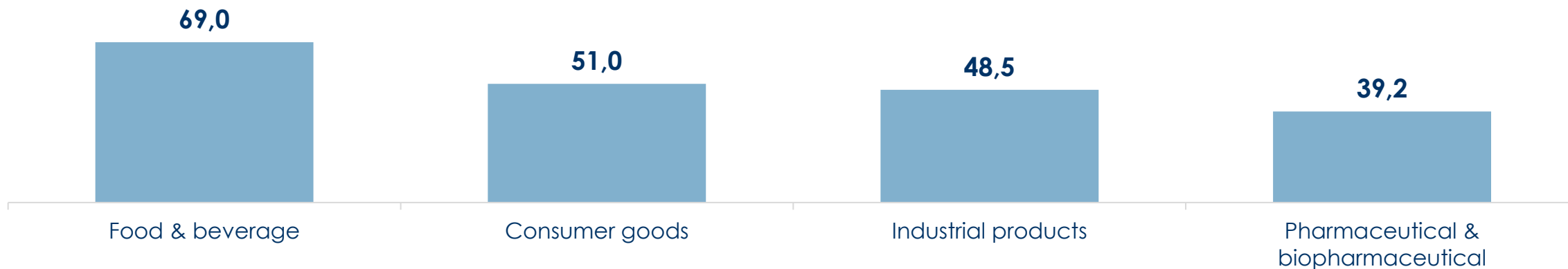
Le caratteristiche del campione

Fatturato medio per sede dell'investitore (milioni di euro)

Fatturato medio per area geografica (milioni di euro)



Fatturato medio per settore (milioni di euro)



I PRINCIPALI KPI DELLE IMPRESE TARGET

Le caratteristiche del campione

Indicatore	Media	Mediana
Fatturato (€ mln)	53,4	35,2
MOL (€ mln)	6,6	4,4
EBITDA margin	12,7%	12,5%
PFN (€ mln)	9,2	4,3
PFN/EBITDA	1,4x	0,97x
Dipendenti	173	113
ROA	5,5%	5,5%
% Export	48,5%	52,2%

HIGHLIGHTS

Le caratteristiche del campione

- ◆ Le operazioni sono prevalentemente Buy-Out (acquisizione di maggioranza, con uso della leva finanziaria).
- ◆ Negli ultimi anni si ravvisa un incremento degli investimenti realizzati da operatori internazionali.
- ◆ A livello settoriale, il 45% delle aziende target opera nella produzione di beni industriali (B2B), il 55% in quella di beni di consumo (B2C).
- ◆ Le operazioni si localizzano soprattutto nelle aree a maggiore vocazione manifatturiera: Lombardia, Emilia-Romagna, Veneto e Piemonte.
- ◆ Il 90% delle società oggetto di investimento ha un fatturato inferiore o pari a €100 mln, e il 43% inferiore o pari a €30 mln.

HIGHLIGHTS

Le caratteristiche del campione

- ◆ Elevata marginalità, ridotto indebitamento e propensione all'export risultano criteri centrali di selezione delle imprese target.
- ◆ Le imprese target presentano un fatturato medio/mediano pari a circa €54/35 milioni, con una marginalità (EBITDA margin) double digit (a fronte di una marginalità pari a 8,5% nelle società del campione di controllo).
- ◆ Il rapporto PFN/EBITDA è < di 1,5x (a fronte di un valore medio di circa 3x nel campione di controllo), evidenziando il margine per efficientare la struttura finanziaria.
- ◆ L'internazionalizzazione e la propensione all'export sono una caratteristica ricercata dagli operatori di PE: circa la metà del fatturato delle società target nell'anno precedente all'investimento deriva dall'export (a fronte di circa il 43% nel campione di controllo).

ANALISI DELLE PERFORMANCE POST-INVESTIMENTO

Quali effetti produce l'ingresso di un operatore di PE sulle performance economico-finanziarie delle imprese target?



L'ANALISI DESCRITTIVA - T-TEST

Analisi delle performance post-investimento

- ◆ L'analisi descrittiva si basa sul confronto della **variazione % pre-post investimento** (tra l'anno -1 e l'anno +2) delle aziende oggetto di investimento da un operatore di PE rispetto alle imprese incluse nel campione di controllo.

Valori medi (Var. % -1/+2)

Variabile	Società target	Campione di controllo	Delta (p.p.)	T-test
Fatturato	+25,0%	+9,2%	+15,8	(***)
Valore Aggiunto pro-capite	+11,0%	+9,3%	+1,7	No sign.
MOL	+2,9%	+4,9%	-2,0	No sign.
Dipendenti	+17,6%	+1,3%	+16,3	(***)
PFN	+63,0%	-60,3%	+123,2	No sign.
Totale attivo	+81,9%	+13,8%	+68,1	(***)
% export	-1,0%	+2,8%	-3,8	No sign.

L'ANALISI DESCRITTIVA – T-TEST

Analisi delle performance post-investimento

- ◆ Il campione di imprese partecipate dal PE mostra una **traiettoria di crescita sensibilmente più favorevole** rispetto alle società del gruppo di controllo (incremento significativamente superiore di fatturato, occupazione e totale attivo)^(*).
- ◆ Tale crescita si accompagna a dati meno distintivi in termini di **produttività e marginalità (seppur sempre positivi)** rispetto alle aziende del campione di controllo^(*).
- ◆ **Non emergono differenze rilevanti nel trend dell'export.**
- ◆ L'incremento della PFN riflette la struttura tipica dei leveraged buyout; ciononostante, il rapporto PFN/EBITDA medio (2,4x) e mediano (2,2x) registrati al secondo anno post-investimento rimane ampiamente al di sotto della soglia comunemente considerata sostenibile (3x), evidenziando come **il settore del Private Equity in Italia storicamente abbia adottato un utilizzo della leva finanziaria prudente.**

^(*) L'impatto positivo in termini di crescita dimensionale (aumento del fatturato, attivo, occupazione) e differenze non significative in termini di produttività e marginalità tra imprese con e senza supporto di PE sono risultati in linea con la letteratura scientifica (Amess & Wright, 2007; Goossens, Manigart & Meuleman, 2008; Wilson et al., 2012; Scellato & Ughetto, 2013; Croce & Martí, 2014; Goergen, O'Sullivan & Wood, 2014a, 2014b; Battistin et al., 2017)

L'ANALISI DI REGRESSIONE LINEARE

Analisi delle performance post-investimento

- ◆ Regressione OLS in cui la variabile dipendente è rappresentata dalla variazione del fatturato/variazione del totale attivo a due anni dall'investimento.
1. Variabile dipendente: crescita del fatturato.
 - ◆ Le imprese investite mostrano un aumento del fatturato mediamente del 16,5% in più rispetto al gruppo di controllo;
 - ◆ un livello di leva finanziaria più elevato è associato a una crescita leggermente inferiore del fatturato.
 2. Variabile dipendente: crescita totale attivo.
 - ◆ le imprese investite mostrano un aumento del totale attivo significativamente superiore rispetto al gruppo di controllo (+58%);
 - ◆ un livello più alto di leva finanziaria è correlato a un aumento leggermente inferiore del totale attivo;
 - ◆ le imprese più produttive tendono a incrementare leggermente di più il totale attivo.

ULTERIORI SPUNTI DI RICERCA

Tematiche

- ◆ Estensione degli anni di osservazione post ingresso investitore PE per verificare il «long-term» effect.
- ◆ Approfondimento dei temi di marginalità e produttività delle società PE-backed post investimento nel breve e nel medio periodo.
- ◆ Analisi dell'attivo corrente vs attivo immobilizzato per evidenziare i driver di crescita dell'attivo.
- ◆ Analisi della redditività del capitale investito.
- ◆ Approfondimento della profilazione della «target ideale» del PE in Italia.
- ◆ Analisi di tematiche di governance.
- ◆ Analisi dell'eterogeneità degli investitori: diversa profilazione di target, quale performance post-investimento.
- ◆ Ruolo dell'M&A come driver di crescita.

APPENDICE 1: L'ANALISI DI REGRESSIONE



L'IMPATTO DEL PE: L'ANALISI DI REGRESSIONE

Appendice 1: L'analisi di regressione

- ◆ Per valutare l'impatto del Private Equity sulla crescita delle imprese target, è stata stimata una regressione OLS in cui la variabile dipendente è rappresentata dalla variazione del fatturato/variazione del totale attivo a due anni dall'investimento.
- ◆ La variabile indipendente oggetto di osservazione è una dummy che identifica le società oggetto di investimento da parte di operatori di Private Equity (società «trattate») rispetto alle aziende presenti nel campione di controllo.
- ◆ Per isolare l'effetto del PE, il modello include un insieme di variabili di controllo relative a diverse dimensioni contabili delle società target e riferite all'anno precedente all'investimento (dimensione, valore aggiunto pro capite, redditività operativa, numero di dipendenti, indebitamento, totale attivo ed export).

REGRESSIONE 1 – VARIABILE DIPENDENTE: CRESCITA DEL FATTURATO

Appendice 1: L'analisi di regressione

Deltafatturato	Coef.	Std. Err.	t	P>t	95% Conf. Interval		Number of obs = 978		
Trattamento	0.1649907	0.0296372	5.57	0	0.1068271	0.2231543	F(48,929) = 6.6		
Fatturatomeno1	-1.82E-06	6.86E-07	-2.66	0.008	-3.17E-06	-4.76E-07	Prob>F=0		
VAprocapitemeno1	-0.0003717	0.0005278	-0.7	0.481	-0.001408	0.0006641	R-squared = 0.2331		
MOLmeno1	1.04E-06	3.55E-06	0.29	0.769	-5.93E-06	8.01E-06	Root MSE = 0.3135		
NumeroDipenmenodentimeno1	3.87E-06	0.0001796	0.02	0.983	-0.000349	0.0003564			
PFNmeno1	-1.16E-06	6.64E-07	-1.75	0.081	-2.46E-06	1.41E-07			
TotaleAttivomeno1	9.70E-07	6.97E-07	1.39	0.164	-3.98E-07	2.34E-06			
INDICEEXPORTmeno1	0.0002742	0.0004505	0.61	0.543	-0.00061	0.0011584			
PFNEbitdameno1	-0.000149	0.0000334	-4.46	0	-0.000215	-0.0000835			
Year fixed effects	SI'								
Industry fixed effects	SI'								

REGRESSIONE 1 – VARIABILE DIPENDENTE: CRESCITA DEL FATTURATO

Appendice 1: L'analisi di regressione

- ◆ L'analisi tramite regressione lineare permette di stimare l'impatto dell'ingresso di un operatore di PE sulla performance delle imprese target, tenendo conto delle caratteristiche iniziali delle aziende.
- ◆ Dalla regressione emerge che:
 - ◆ Effetto del trattamento (PE-backed): le imprese investite mostrano un aumento del fatturato mediamente del 16,5% in più rispetto al gruppo di controllo ($p < 0,01$). Questo evidenzia un impatto positivo e significativo del Private Equity sulla crescita delle aziende target.
 - ◆ Indebitamento iniziale (PFN/EBITDA): un livello di leva finanziaria più elevato è associato a una crescita leggermente inferiore del fatturato, indicando che una minore possibilità di sfruttare la leva finanziaria influisce sulla capacità di espansione.
 - ◆ Altri fattori di controllo (valore aggiunto pro capite, MOL, numero dipendenti, PFN, totale attivo, export) non risultano significativi.

REGRESSIONE 2 – VARIABILE DIPENDENTE: DELTA TOTALE ATTIVO

Appendice 1: L'analisi di regressione

Delta totale attivo	Coef.	Std. Err.	t	P>t	95% Conf. Interval		Number of obs = 978
Trattamento	0.5775635	0.0675265	8.55	0	0.4450413	0.7100857	F(48, 929) = 7.51
Fatturatomeno1	8.55E-07	1.01E-06	0.85	0.397	-1.12E-06	2.83E-06	Prob > F = 0.0000
Vaprocapitemeno1	0.0027249	0.0014331	1.9	0.058	-8.75E-05	0.0055373	R-squared = 0.2600
MOLmeno1	0.0000114	9.40E-06	1.22	0.224	-7.01E-06	0.0000299	Root MSE = .69004
NumeroDipenmenodentimenno1	0.0003883	0.000307	1.26	0.206	-0.000214	0.0009908	
PFNmeno1	-2.30E-06	1.40E-06	-1.64	0.101	-5.05E-06	4.47E-07	
TotaleAttivomeno1	-3.50E-06	9.71E-07	-3.61	0	-5.41E-06	-1.60E-06	
INDICEEXPORTmeno1	0.0009401	0.0009942	0.95	0.345	-0.001011	0.0028912	
PFNEbitdameno1	-0.0001983	0.0000602	-3.3	0.001	-0.000316	-0.0000802	
Year fixed effects	SI'						
Industry fixed effects	SI'						

REGRESSIONE 2 – VARIABILE DIPENDENTE: DELTA TOTALE ATTIVO

Appendice 1: L'analisi di regressione

- ◆ L'analisi tramite regressione lineare permette di stimare l'effetto dell'ingresso di un operatore di PE sulla performance delle imprese target, tenendo conto delle caratteristiche iniziali delle aziende.
- ◆ Dalla regressione emerge che:
 - ◆ Effetto del trattamento (PE-backed): le imprese investite mostrano un aumento del totale attivo significativamente superiore rispetto al gruppo di controllo (+58%, $p < 0,01$). Questo indica che il PE supporta fortemente la crescita patrimoniale e gli investimenti delle aziende target.
 - ◆ PFN/EBITDA iniziale: un livello più alto di leva finanziaria è correlato a un aumento leggermente inferiore del totale attivo ($p = 0,001$), suggerendo che la struttura finanziaria influisce sulla capacità di espansione patrimoniale.
 - ◆ Valore aggiunto pro capite iniziale: la relazione è marginalmente significativa ($p = 0,058$), indicando che imprese più produttive tendono a incrementare leggermente di più il totale attivo.
 - ◆ Altri controlli (fatturato, MOL, numero dipendenti, PFN, export) non risultano significativi.

APPENDICE METODOLOGICA



COSTRUZIONE DEL CAMPIONE DI CONTROLLO

Appendice metodologica

- ◆ Per stimare l'impatto del PE sulle performance delle imprese è necessario confrontare le aziende partecipate con altre realtà simili che non hanno ricevuto l'investimento di un operatore di PE.
- ◆ A tal fine è stato costruito un campione di controllo, con i seguenti passaggi:
 - ◆ selezione iniziale: tutte le medie imprese italiane presenti nel database Mediobanca appartenenti allo stesso settore (sulla base di classificazione ATECO a 3 cifre) delle società target oggetto di investimento da parte di un operatore di PE.
 - ◆ Dopo questo pre-filtraggio, è stato implementato un modello di Propensity Score Matching (PSM^(*)) controllando le condizioni ex-ante delle società oggetto di investimento da parte di operatori di PE e delle potenziali società di confronto in termini di dimensione (fatturato), redditività (ROA) e produttività (valore aggiunto).

BIBLIOGRAFIA CITATA

- ◆ Amess, K., & Wright, M. (2007). The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 179–195. <https://doi.org/10.1080/13571510701343923>.
- ◆ Battistin, E., Bortoluzzi, P., Buttignon, F., & Vedovato, M. (2017). Minority and majority private equity investments: Firm performance and governance. *Journal of Management and Governance*, 21(3), 659–684. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9364-2>.
- ◆ Croce, A., & Martí, J. (2014). Productivity growth in private-equity-backed family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(3), 657–683. <https://doi.org/10.1111/etap.12121>.
- ◆ Goergen, M., O'Sullivan, N., & Wood, G. (2014a). The consequences of private equity acquisitions for employees: New evidence on the impact on wages, employment and productivity. *Human Resource Management Journal*, 24(2), 145–158. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12032>.
- ◆ Goergen, M., O'Sullivan, N., & Wood, G. (2014b). The employment consequences of private equity acquisitions: The case of institutional buyouts. *European Economic Review*, 71, 67–79. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2014.06.015>.
- ◆ Goossens, L., Manigart, S., & Meuleman, M. (2008). The change in ownership after a buyout: Impact on performance. *The Journal of Private Equity*, 12(1), 31–41. <https://doi.org/10.3905/jpe.2008.12.1.031>.
- ◆ Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts. *Journal of Business Research*, 66(12), 2642–2649.
- ◆ Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. S., & Scholes, L. (2012). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 193–205. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.11.008>.

GLI AUTORI DELLO STUDIO

- ◆ Area Studi Mediobanca
- ◆ Ufficio Studi AIFI
- ◆ Università LIUC
 - *Michele Lertora, Post-doc*
 - *Margherita Mietto, Post-doc*