

Research Paper

A.I.F.I.

L'impatto economico dei Management Leveraged Buy-Out

The economic impact of Management Leveraged Buy-Out

INSEAD

 UNIVERSITÀ
CATTANEO
CASTELLANZA

A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio, è stata istituita nel maggio 1986 con la finalità di promuovere, sviluppare e rappresentare, istituzionalmente, l'attività di venture capital e private equity in Italia.

A.I.F.I. è costituita da istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti in capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

A.I.F.I., Italian Private Equity and Venture Capital Association, was founded in May 1986, in order to promote, develop and institutionally represent, the venture capital and private equity industry in Italy.

A.I.F.I. members are private equity players and venture capitalists that, professionally, take equity participation in enterprises, mainly unquoted. The investment is characterized by an active commitment in managing portfolio companies, in order to reach a steady growth.

**L'IMPATTO ECONOMICO DEI
MANAGEMENT LEVERAGED BUY-
OUT**

**THE ECONOMIC IMPACT OF
MANAGEMENT LEVERAGED BUY-
OUT**

LUGLIO - JULY 2001

L'IMPATTO ECONOMICO DEI MANAGEMENT LEVERAGED BUY-OUT

Il campione analizzato

- ⇒ Le operazioni di buy-out in Italia hanno coinvolto un elevato numero di imprese di piccole e medie dimensioni.
- ⇒ La maggioranza delle operazioni è concentrata nel Nord Italia.
- ⇒ Le operazioni di buy-out sono sensibilmente concentrate nei settori tradizionali, pur essendo presenti anche operazioni in settori "innovativi".
- ⇒ Il canale di disinvestimento più utilizzato è stato la vendita a partner industriali.

I risultati

- ⇒ In quasi tutte le operazioni di buy-out è stato coinvolto il management interno o esterno all'azienda target ed è stata utilizzata la leva finanziaria, quindi **la tecnica del leveraged buy-out si è dimostrata particolarmente utile per favorire il cambiamento degli assetti proprietari a favore di soggetti di comprovate capacità professionali.**
- ⇒ La maggior parte delle operazioni di buy-out è collegata al ricambio generazionale, **quindi le operazioni di management leveraged buy-out si integrano perfettamente nel contesto economico italiano, caratterizzato dalla forte presenza di piccole e medie imprese a proprietà e conduzione familiare.**
- ⇒ La motivazione all'acquisto da parte dell'investitore istituzionale risiede, nella maggioranza dei casi, nella constatazione di un potenziale di crescita non sfruttato da parte dell'azienda target, quindi **la principale spinta alla realizzazione di operazioni di management leveraged buy-out da parte degli investitori istituzionali è rappresentata dalla volontà di creazione di ulteriore valore nell'azienda target.**
- ⇒ Mediamente, le aziende oggetto di buy-out riescono, nel periodo successivo all'operazione, ad accelerare il loro processo di sviluppo e, al tempo stesso, a migliorare i principali indicatori di performance, quindi **l'impatto economico delle operazioni di management leveraged buy-out sulle aziende target risulta, in generale, molto positivo.**
- ⇒ Nel periodo immediatamente successivo al buy-out vengono posti in essere interventi che tendono ad una maggiore managerializzazione e trasparenza delle aziende target, quindi **le operazioni di management leveraged buy-out hanno un impatto positivo sull'assetto organizzativo delle imprese.**
- ⇒ Solo una minima parte delle risorse umane impiegate nelle aziende target viene sacrificata ai fini della riorganizzazione aziendale, quindi **la creazione di valore nelle operazioni di management leveraged buy-out non passa, in misura significativa, attraverso la riduzione occupazionale.**
- ⇒ In conclusione, **per la maggior parte dei casi l'esito dell'operazione è stato al di sopra delle aspettative.**

THE ECONOMIC IMPACT OF MANAGEMENT LEVERAGED BUY-OUT

The sample

- ⇒ The buy-out deals in Italy includes mainly small and medium sized enterprises.
- ⇒ The majority of deals are located in Northern Italy.
- ⇒ Buy-out deals in Italy are mostly in traditional industry sectors. Nevertheless some deals involve high tech companies.
- ⇒ The dominant way out has been the trade sale.

The results

- ⇒ Most of the buy-out deals involved the management team of target companies and used financial leverage (management leveraged buy-out – MLBO). **The leverage buy-out technique has demonstrated its usefulness to assign the property of the firm to the most competent professionals.**
- ⇒ The most important source of buy-out in Italy has been linked to generation transition. **The buy-out technique appears to be well integrated in the Italian economy context, characterised by the strong presence of family run businesses.**
- ⇒ Often times, a major motivation for private equity investors to undertake buy-out deals is the opportunity to exploit growth potential. **Value creation is the primary goal of private equity investors to undertake management leveraged buy-out deals.**
- ⇒ On average after the change in ownership, target companies grow faster, improving their overall economic performance. **The economic impact of management leveraged buy-out deals tends to be, in general, strongly positive.**
- ⇒ After the buy-out, actions to create a more managerial environment and to increase transparency are undertaken. **There is empirical evidence that buy-outs have a strong positive impact on the organisation of the target companies.**
- ⇒ Only a minimum part of the total workforce is laid-off in rationalisation efforts. **The evidence is that in MLBO deals value creation is not directly linked to workforce reduction.**
- ⇒ In conclusion, **most of the responding investors declared that the results of the buy-outs were above their expectations.**

Premessa

Con il termine **buy-out** si intende una qualsiasi operazione di acquisizione di impresa. In funzione del soggetto che intende assumere il controllo dell'azienda acquisita, si distingue tra **investor buy-out (IBO)**, dove il principale attore è l'investitore istituzionale; **management buy-out (MBO)**, quando è il gruppo manageriale a sostituire i precedenti azionisti; **employees buy-out (EBO)**, se vengono coinvolti tutti i dipendenti; e altre possibili formule.

L'acquisizione può caratterizzarsi, inoltre, per l'utilizzo, più o meno ampio dello strumento della leva finanziaria: si parla in tal caso di **leveraged buy-out (LBO)**, indipendentemente dal soggetto che diviene portatore dell'interesse imprenditoriale. Qualora l'acquisizione da parte del management venga realizzata attraverso l'utilizzo della leva, l'operazione viene definita **management leveraged buy-out (MLBO)**.

Nella pratica, la tecnica finanziaria del **leveraged buy-out** risulta quasi sempre, indispensabile, per la realizzazione di operazioni di **management buy-out**, favorendo, in tal modo, la creazione di imprenditorialità diffusa e professionale. Il prevalente utilizzo di capitale di debito rende infatti possibile, a manager di comprovata esperienza e professionalità, ma con contenute disponibilità finanziarie, l'acquisizione della responsabilità imprenditoriale, quasi sempre con il contributo di investitori istituzionali nel capitale di rischio che si rendono parte attiva nella strutturazione dell'operazione e nell'individuazione delle banche finanziatrici.

Per investitori istituzionali nel capitale di rischio si intendono istituzioni finanziarie che investono in partecipazioni di società non quotate con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Nell'ambito di tale attività, definita internazionalmente **Private Equity**, i **management buy-out** concentrano tradizionalmente, a livello europeo, circa il 50% dei capitali investiti, per un numero totale di operazioni che, nell'intero continente, nel 2000 ha raggiunto le 1.065 unità.

Il presente studio, primo di questo genere e portata realizzato in Italia, si è posto l'obiettivo di analizzare la capacità delle operazioni di buy-out condotte con la partecipazione di investitori istituzionali nel capitale di rischio di creare valore per le aziende target. Lo studio è stato realizzato dall'Università Carlo Cattaneo di Castellanza-LIUC, in collaborazione con l'INSEAD, business school di primaria importanza a livello internazionale, ed è stato promosso da A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio.

La ricerca, ha preso avvio da una dettagliata mappatura di tutte le operazioni di buy-out condotte in Italia da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio nel periodo compreso tra il 1988 e il primo semestre 2000, risultate essere più di 400 e corrispondenti a 203 imprese target. Da qui si è giunti, tramite l'invio di questionari agli investitori, ad acquisire informazioni dettagliate su 101 aziende oggetto di buy-out, un campione altamente rappresentativo dell'universo di riferimento.

Introduction

The term **buy-out** refers to any kind of firm acquisition. Considering the subject who aims to control the company, it is possible to distinguish between **investor buy-out (IBO)**, **management buy-out (MBO)** or **management buy-in (MBI)**, **employees buy-out (EBO)**, and other forms.

The acquisition could be characterised by the use of the financial leverage: these can be defined as **leveraged buy-out (LBO)**. If the management undertakes the operation using the financial leverage, the deal is defined as a **management leveraged buy-out (MLBO)**.

The leveraged buy-out technique is usually of vital importance to the realisation of **management buy-out** operations and it can be regarded as a powerful vehicle to spread entrepreneurship across the economy as a whole. The massive use of debt capital enables professional managers who have strong industry experience, but limited financial resources, to gain entrepreneurial responsibilities, almost always with the support of private equity investors. These investors take part in the selection process of the top management, and play an important role in the organisation of the deal structure and in the selection of banks, that will finance the deal.

Private equity investors provide medium-long term equity capital to enterprises not quoted on a Stock market. Considering the whole European industry, **management buy-outs** represent about 50% of capital invested, corresponding to 1.065 deals (in year 2000).

This study, the first of its kind ever conducted in Italy, analyses the effects of buy-outs, undertaken with the support of private equity investors, on the value creation of their target companies. The study was conducted by the University Carlo Cattaneo Castellanza-LIUC, in collaboration with INSEAD, rated as one of the most prestigious business school on an international level, and promoted by A.I.F.I., the Italian Private Equity and Venture Capital Association.

The research started with a detailed mapping of all buy-out deals undertaken in Italy by private equity investors, in the period from 1998 through the first semester of 2000. This sample consists of a total of 400 deals corresponding to 203 different target firms. A detailed questionnaire on those deals has been sent to the respective investors. Bases on the responses to those questionnaires, it has been possible to construct a database of 101 companies which corresponds to about 50% of all Italian buy-out deals and that can be regarded as highly significant.

Il campione analizzato

Le operazioni di buy-out in Italia hanno coinvolto un elevato numero di imprese di piccole e medie dimensioni.

Il **campione** oggetto di indagine risulta composto da **101 imprese italiane**, molte delle quali di piccole e medie dimensioni. Il valore complessivo delle aziende del campione al momento dell'acquisizione è risultato pari a circa 6.100 milioni di Euro, per un controvalore medio di 60 milioni di Euro. Con riferimento allo stesso anno in cui si è verificato il buy-out, il fatturato medio risultava ammontare a circa 75 milioni di Euro, mentre il numero medio di dipendenti era di circa 330.

Di fatto, al di là dei valori medi sopra riportati, il 65% delle operazioni analizzate ha coinvolto aziende con fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro, e per più di un terzo dei casi il volume di affari non raggiungeva i 25 milioni di Euro.

Sul fronte della distribuzione per numero di dipendenti, sono il 56% i casi riscontrati in cui gli occupati non superavano le 250 unità, con una quota del 13% relativa ad aziende con meno di 50 dipendenti e del 26% di aziende della fascia compresa tra i 50 e i 150 dipendenti.

Tabella 1 - Caratteristiche del campione oggetto di analisi

Numero imprese	101
Numero investitori coinvolti	19
Fatturato medio annuo (€milioni)	75
Numero medio di dipendenti	333
Valore totale al momento dell'acquisizione (€milioni)	6.094
Valore medio al momento dell'acquisizione (€milioni)	60
Primo anno di investimento	1988
Ultimo anno di investimento	2000
Numero di disinvestimenti	57
Primo anno di disinvestimento	1990
Ultimo anno di disinvestimento	2000
Tempo medio di permanenza dell'investitore (anni)	3

The sample

The buy-out deals in Italy includes mainly small and medium sized enterprises.

The **analysed sample** consists of **101 Italian companies**. Many of these companies can be classified as small and medium sized enterprises (SMEs). Measured at the time of the deal, the overall enterprise value was approximately 6.100 million Euro, with an average amount equal to 60 million Euro. The average revenues in the buy-out year were about 75 million Euro, whereas the average number of employees was about 330.

65% of the analysed deals are related to companies with an average 50 million Euro revenues, and among them one third does not reach 25 million Euro revenues.

Considering the distribution by size of workforce, 56% of the companies have less than 250 employees, 13% of the firms have a total number of employees below 50, and 26% of the sample in the range between 50 and 150 employees.

Table 1 - Characteristics of the sample

Number of companies	101
Number of investors	19
Average yearly turnover (€Million)	75
Average number of employees	330
Overall enterprise value at the time of the deal (€Million)	6.094
Average enterprise value (€Million)	60
First year of investment	1988
Last year of investment	2000
Number of divestments	57
First year of divestment	1990
Last year of divestment	2000
Average length of the investment period (years)	3

Fig. 1 - Distribuzione delle aziende target per classi di fatturato (€ milioni)

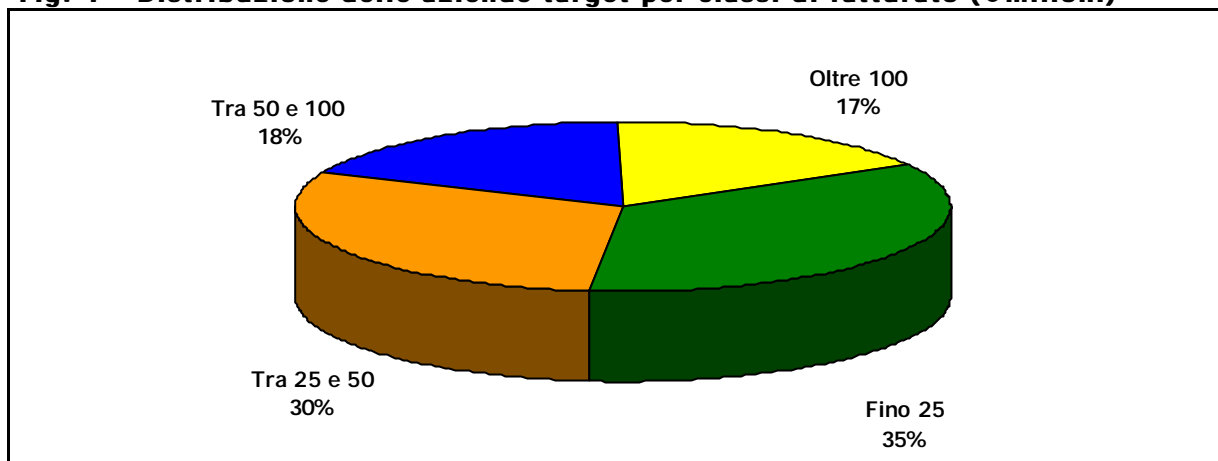


Fig. 2 - Distribuzione delle aziende target per numero di dipendenti

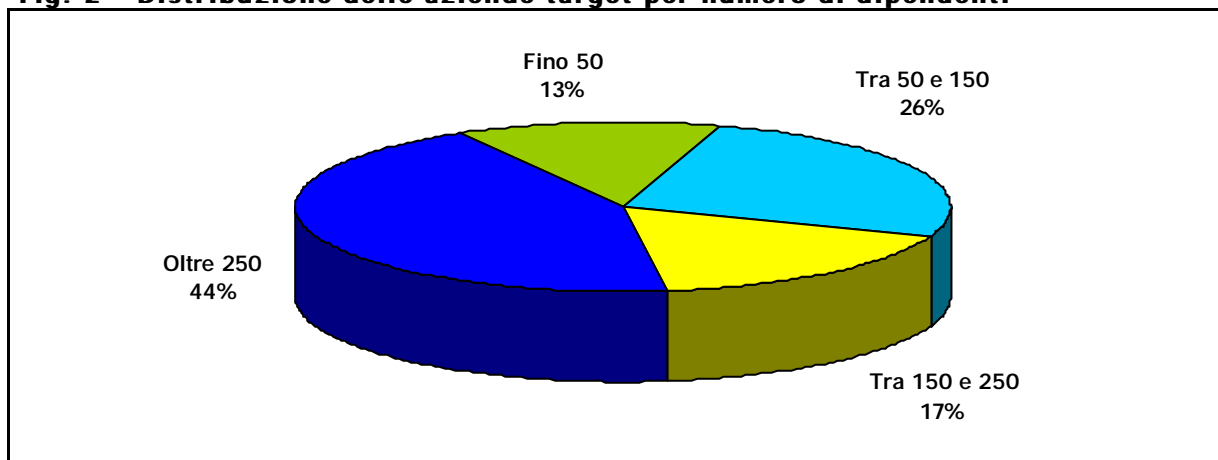


Fig. 1 - Target companies distribution by turnover (€ million)

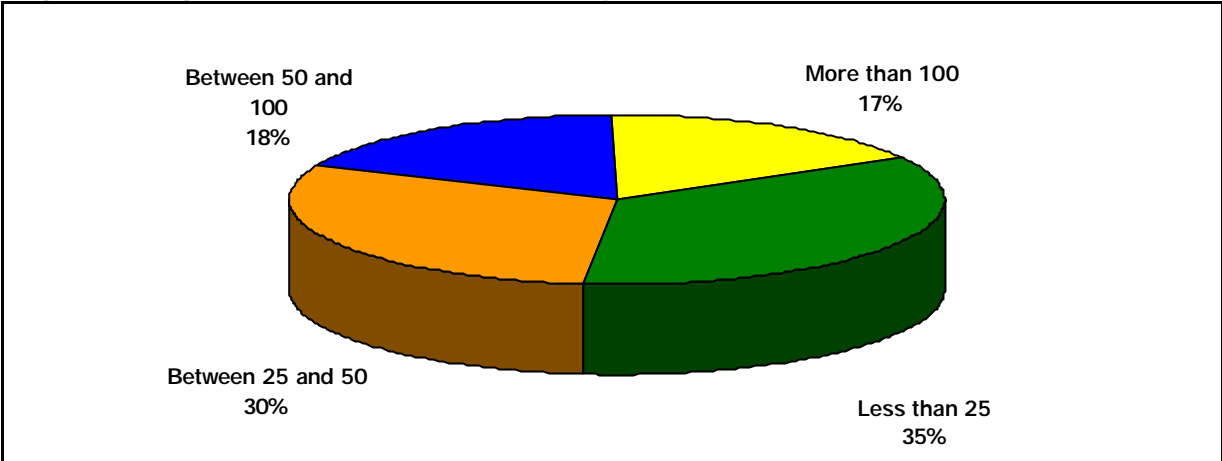
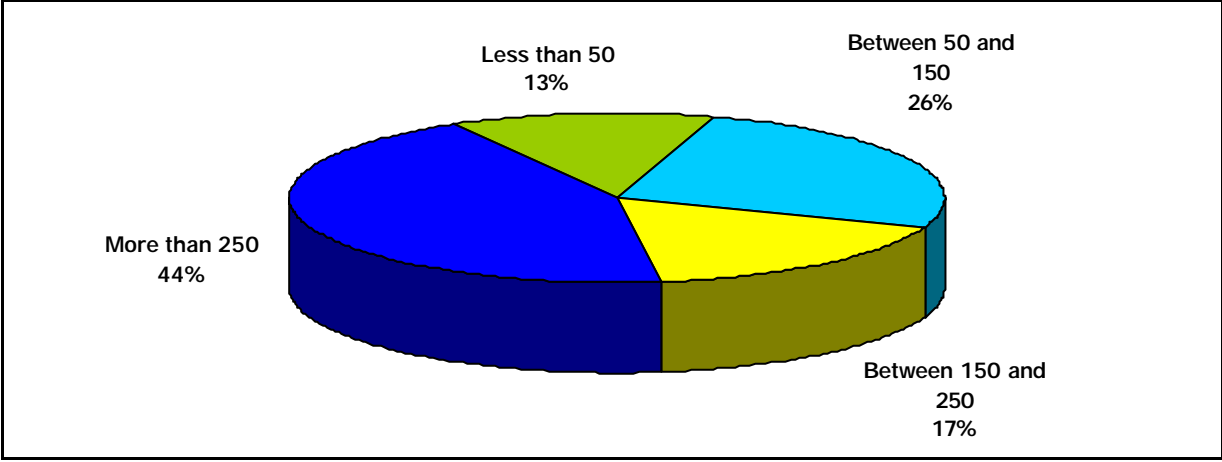


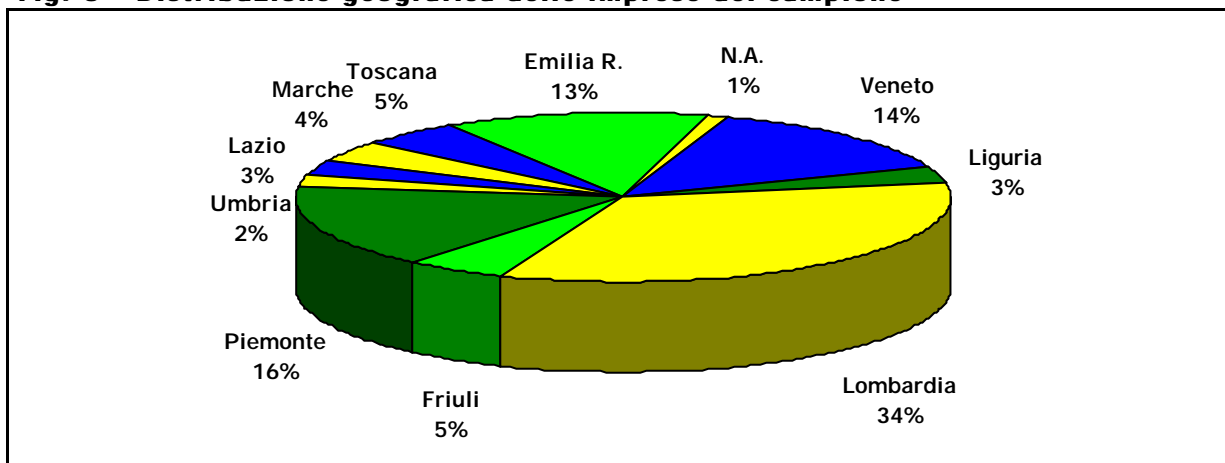
Fig. 2 - Target companies distribution by number of employees



La maggioranza delle operazioni è concentrata nel Nord Italia.

Sulla base della distribuzione geografica delle aziende target, le regioni più rappresentate sono state quelle dell'Italia settentrionale, cui è complessivamente riconducibile l'84% del totale delle operazioni. In **Lombardia** e in **Piemonte** si sono verificate il maggior numero di acquisizioni (rispettivamente pari al **33%** e al **16%** del totale), seguite dal **Veneto (14%)** e l'Emilia Romagna (13%). Assenti sono risultate, invece, le regioni del sud Italia, mentre nel centro Italia si sono riscontrate operazioni in Lazio (4%), Toscana (5%), Marche (4%) e Umbria (2%).

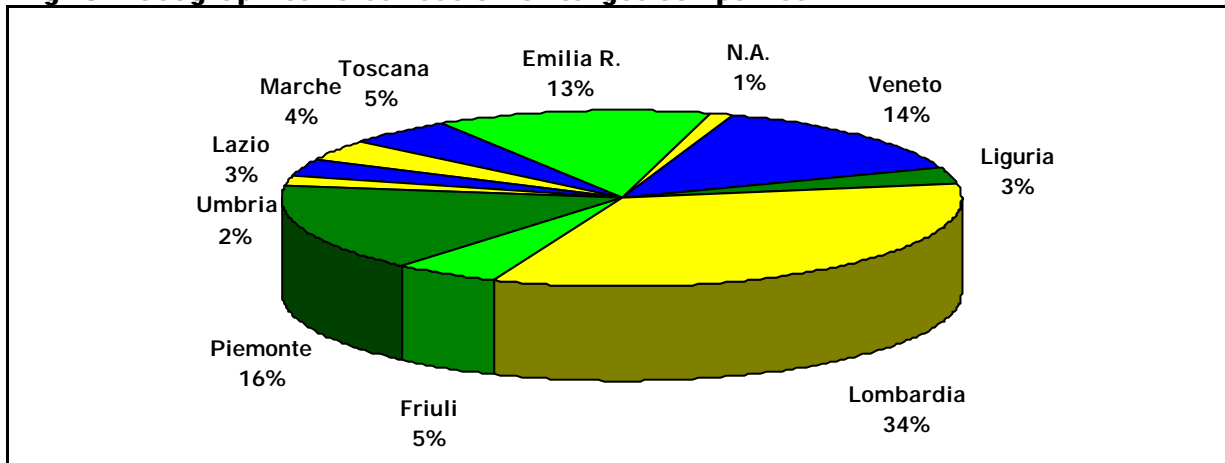
Fig. 3 - Distribuzione geografica delle imprese del campione



The majority of deals are located in Northern Italy.

In terms of geographical distribution, the Northern regions are dominant, representing 84% our sample. The highest number of buy-outs has been observed in **Lombardia** and **Piemonte** (respectively **33%** and **16%** of the total), followed by **Veneto** (**14%**) and Emilia Romagna (13%). The Southern regions are not represented at all while in Central Italy, Lazio accounts for 4% of the total, Toscana 5%, Marche 4% and Umbria 2%.

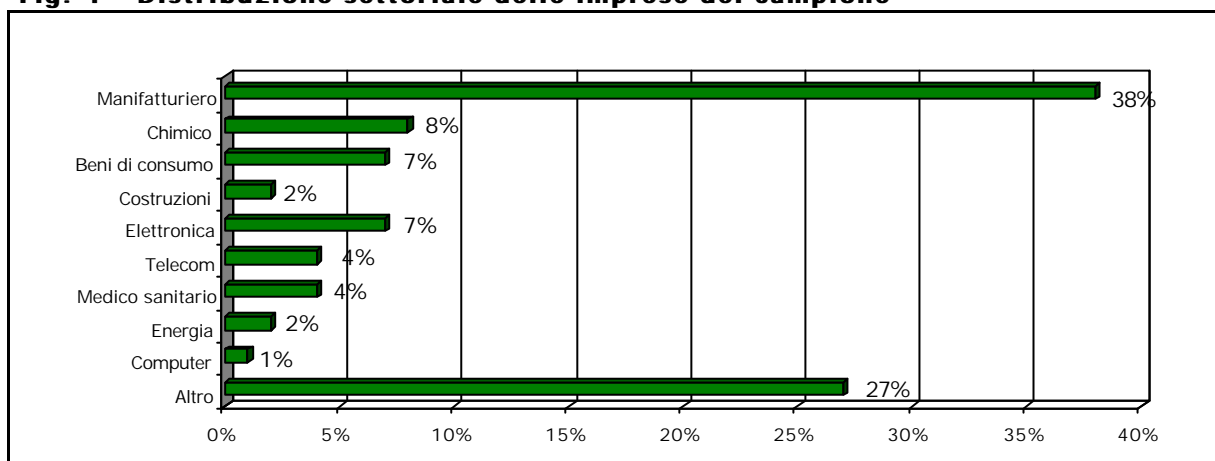
Fig. 3 - Geographical distribution of target companies



Le operazioni di buy-out sono sensibilmente concentrate nei settori tradizionali, pur essendo presenti anche operazioni in settori "innovativi".

Il settore **manifatturiero** ha catalizzato la maggior parte degli investimenti, rappresentando circa il **38%** del totale, seguito dal comparto **chimico (8%)** e da quello dei **beni di largo consumo (7%)**. A livello di settori a maggior contenuto tecnologico, è da evidenziare l'incidenza del comparto **elettronico (7%)** e la presenza di aziende operanti in ambito **medicale/biotechologico (4%)** e **informatico (1%)**. L'acquisizione di aziende high tech da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio è, comunque, un fenomeno che ha cominciato ad affermarsi negli anni più recenti ed è tuttora in crescita.

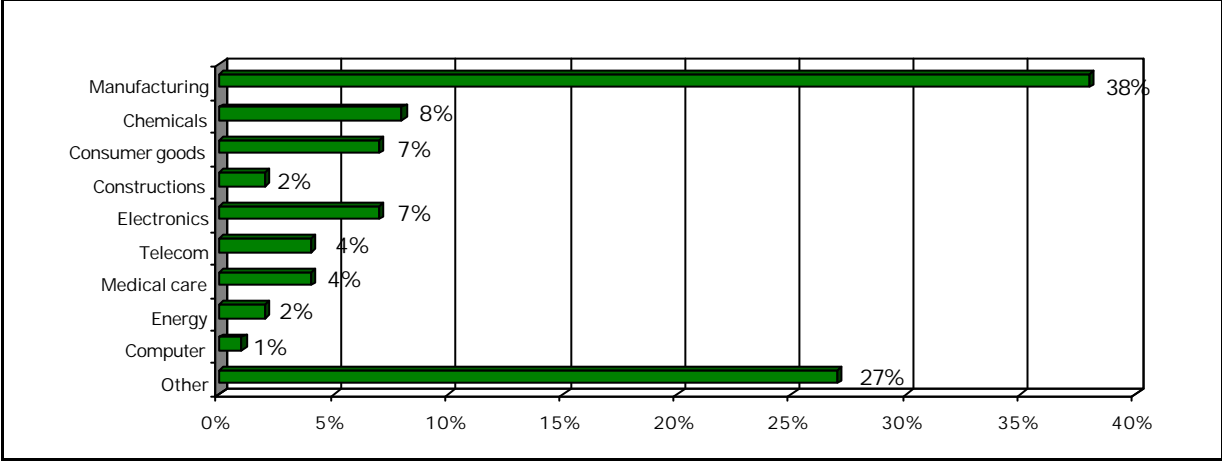
Fig. 4 - Distribuzione settoriale delle imprese del campione



Buy-out deals in Italy are mostly in traditional industry sectors. Nevertheless some deals involve high tech companies.

The majority of deals comes from the **Manufacturing** sector (**38%**), followed by **Chemicals** (**8%**) and **Consumer Goods** (**7%**). As far as the technological sectors are concerned, **Electronics** accounts for **7%**, **Medicals and Biotechnology** for **4%** and **Information Technology** for **1%**. The acquisition of high tech companies by private equity investors is a recent trend in the Italian buy-out market that is expected to grow steadily in the future

Fig. 4 - Target companies distribution by sectors



Il canale di disinvestimento più utilizzato è stata la vendita a partner industriali.

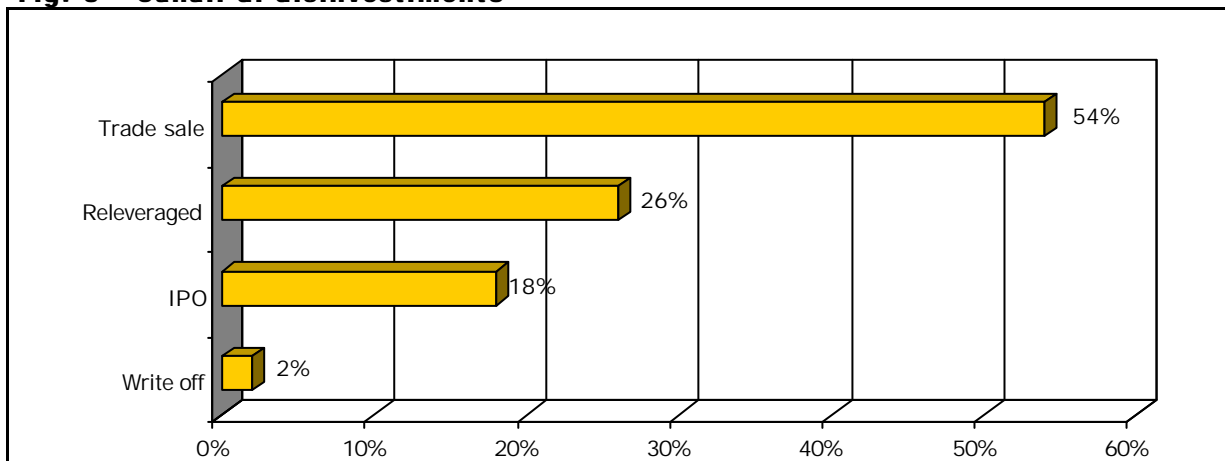
In 57 casi (56% del totale) le società, all'interno del periodo di analisi, sono risultate essere state anche oggetto di disinvestimento, con una corrispondente permanenza media all'interno della compagine azionaria da parte dell'investitore istituzionale di circa 3 anni.

Con riferimento alle modalità di disinvestimento utilizzate:

- nel **54%** dei casi il canale di disinvestimento è stato quello della vendita a un partner industriale (**trade sale**);
- nel **26%** dei casi si è trattato di cessione della quota di partecipazione ai manager dell'impresa o altri investitori finanziari, per lo più attraverso una nuova operazione di **leveraged buy-out (releveraged)**;
- nel **18%** dei casi l'azienda è stata oggetto di quotazione in Borsa (**Initial Public Offering**);
- nel rimanente **2%**, l'uscita della partecipazione dal portafoglio dell'investitore è riconducibile all'azzeramento totale del valore della partecipazione stessa (**write off**), a seguito di avvio di procedura fallimentare.

È da sottolineare come, al di là dei casi già disinvestiti e della modalità tecnica di disinvestimento, il numero dei write off non è rappresentativo delle operazioni cui è riconducibile un andamento negativo, essendo comunque emerse aziende con performance negativa non ancora cedute, o cedute ad altri partner industriali o finanziari a valori "scontati".

Fig. 5 - Canali di disinvestimento



The dominant way out has been the trade sale.

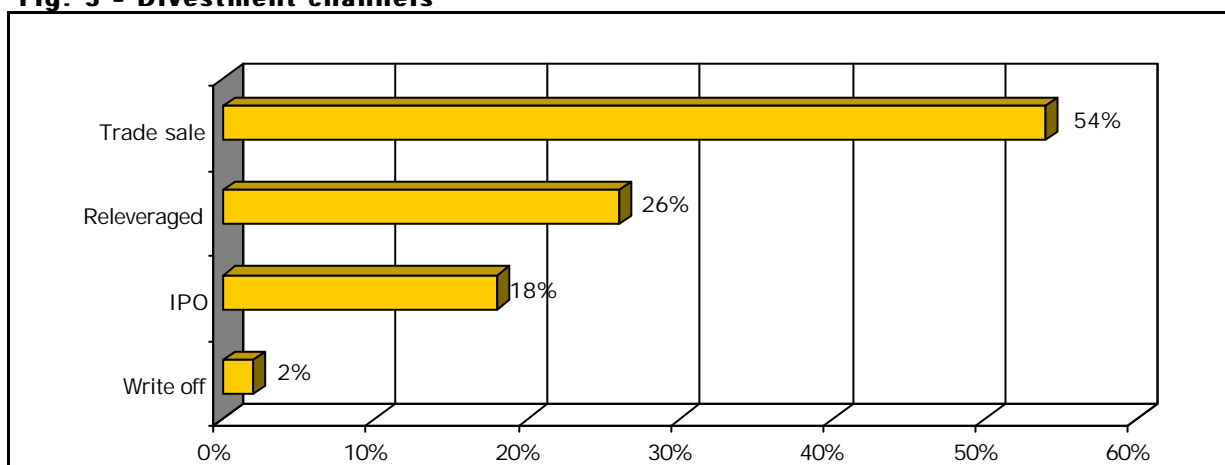
During the observation period, private equity investors have divested 57 companies (56% of the total) with an average length of the investment of 3 years.

A closer look at the different exit forms reveals that:

- the most frequent way out was the **trade sale**, with a share of **54%**;
- **26%** of the times the company has been **releveraged**;
- **18%** of divestments have been made through an **Initial Public Offering (IPO)**;
- in the remaining **2%**, there has been a **total write off**.

It is important to point out that, independent of the distribution of divestments, the number of write off is not equal to the number of deals characterised by negative performance assessment. As a matter of fact, several companies that received poor performance assessment are still in the investors' portfolios, or have been sold "at a discount" to other industrial or financial investors.

Fig. 5 - Divestment channels



I risultati

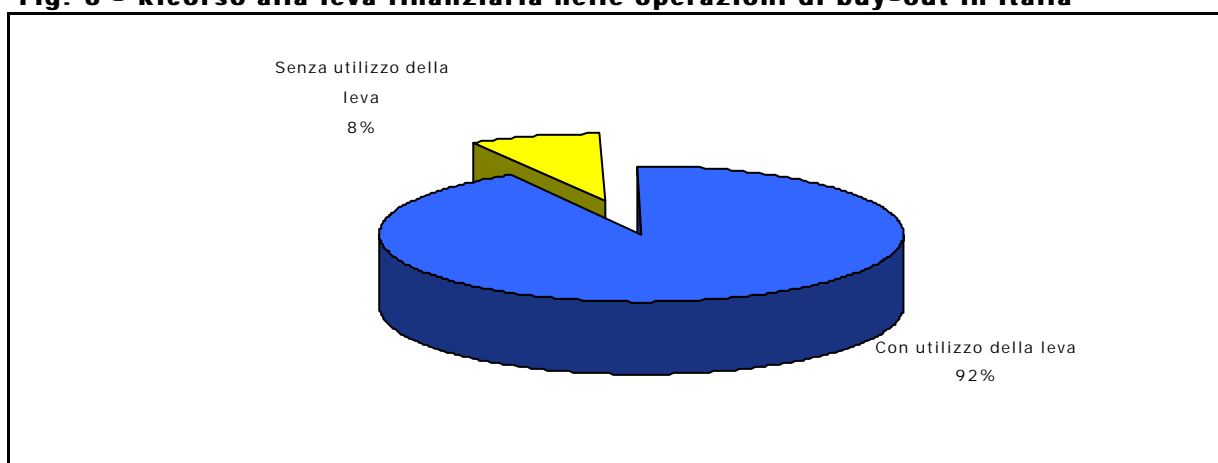
In quasi tutte le operazioni di buy-out è stato coinvolto il management interno o esterno all'azienda target ed è stata utilizzata la leva finanziaria,

QUINDI:

la tecnica del leveraged buy-out si è dimostrata particolarmente utile per favorire il cambiamento degli assetti proprietari verso soggetti di comprovate capacità professionali.

La quasi totalità (93%) delle operazioni di **buy-out** realizzate in Italia nell'ultimo decennio da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio ha coinvolto, nel processo di acquisizione, il management, con particolare riferimento alle figure già presenti all'interno dell'azienda target, e ha utilizzato lo strumento della leva finanziaria (92% delle operazioni), configurandosi, pertanto, come **management leveraged buy-out (MLBO)**.

Fig. 6 - Ricorso alla leva finanziaria nelle operazioni di buy-out in Italia



The results

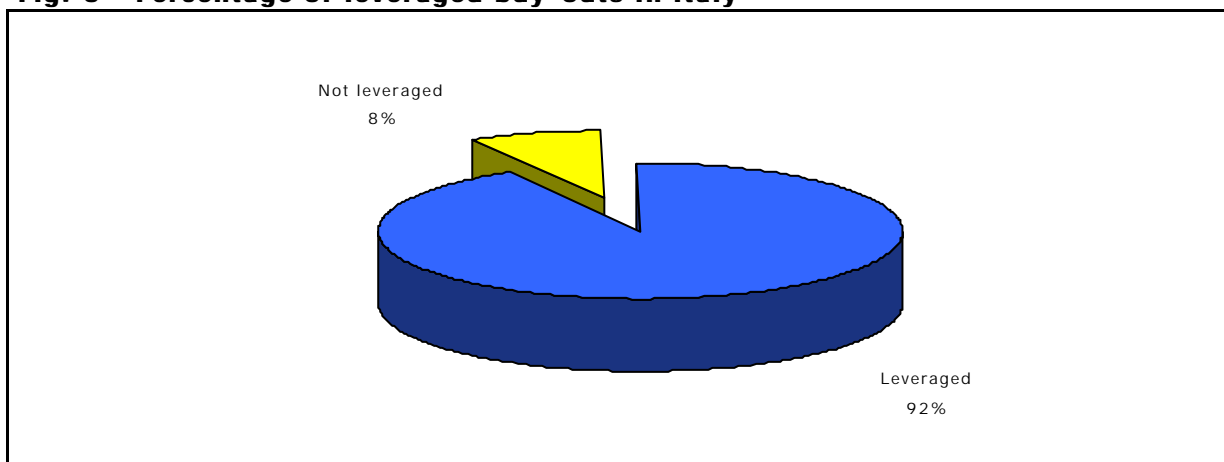
Most of the buy-out deals involved the management team of target companies and used financial leverage (management leveraged buy-out - MLBO).

The management of the target companies has been involved in almost all (93%) the transactions. At the same time it must be noted that in 92% of the cases financial leverage has been used. Therefore most of the buy-outs can be classified as **management leveraged buy-out (MLBO)**.

THEN:

the leverage buy-out technique has demonstrated its usefulness to assign the property of the firm to the most competent professionals.

Fig. 6 - Percentage of leveraged buy-outs in Italy



La maggior parte delle operazioni di buy-out è collegata al ricambio generazionale,

QUINDI:

le operazioni di management leveraged buy-out si integrano perfettamente nel contesto economico italiano, caratterizzato dalla forte presenza di piccole e medie imprese a proprietà e conduzione familiare.

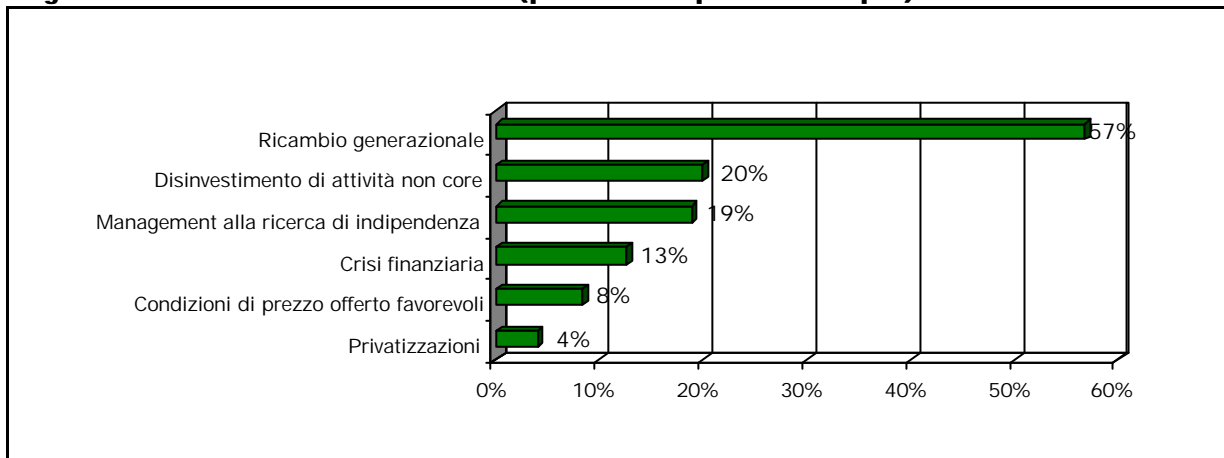
La principale motivazione della cessione dell'azienda agli investitori istituzionali è il **ricambio generazionale (57%)**.

Nel **20%** dei casi, alla base della vendita è risultata la volontà di gruppi industriali privati di **dismettere attività considerate non strategiche**. A questi va aggiunto un altro 4% del totale delle operazioni scaturito dal processo di privatizzazione di aziende o rami di aziende pubbliche.

Nel 19% dei casi una delle spinte è stata rappresentata dalla ricerca di maggior indipendenza da parte del management.

Più del 10% delle operazioni di buy-out analizzate nel campione è stato motivato dalla necessità di risolvere una crisi finanziaria.

Fig. 7 - Motivazione della vendita (prevista risposta multipla)



The most important source of buy-out in Italy has been linked to generation transition.

THEN:

the buy-out technique appears to be well integrated in the Italian economy context, characterised by the strong presence of family run businesses.

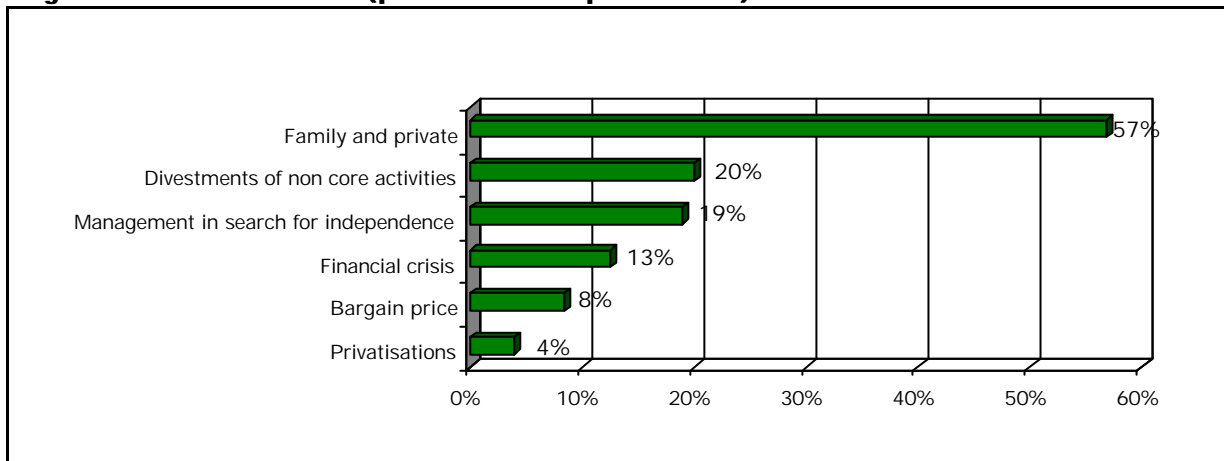
The most frequent motivates of the sellers has been linked to the **generation transition** in the ownership of the company (**57%**).

In **20%** of the cases the motivation was the intention of private industrial groups to **divest non core activities**. 4% of the total number of deals came from privatisations.

A management team in search of independence was an incentive to sell in 19% of the cases.

More than 10% of the deals in the sample have been motivated by financial crisis.

Fig. 7 - Reasons to sell (possible multiple answer)



La motivazione all'acquisto da parte dell'investitore istituzionale risiede, nella maggioranza dei casi, nella constatazione di un potenziale di crescita non sfruttato da parte dell'azienda target,

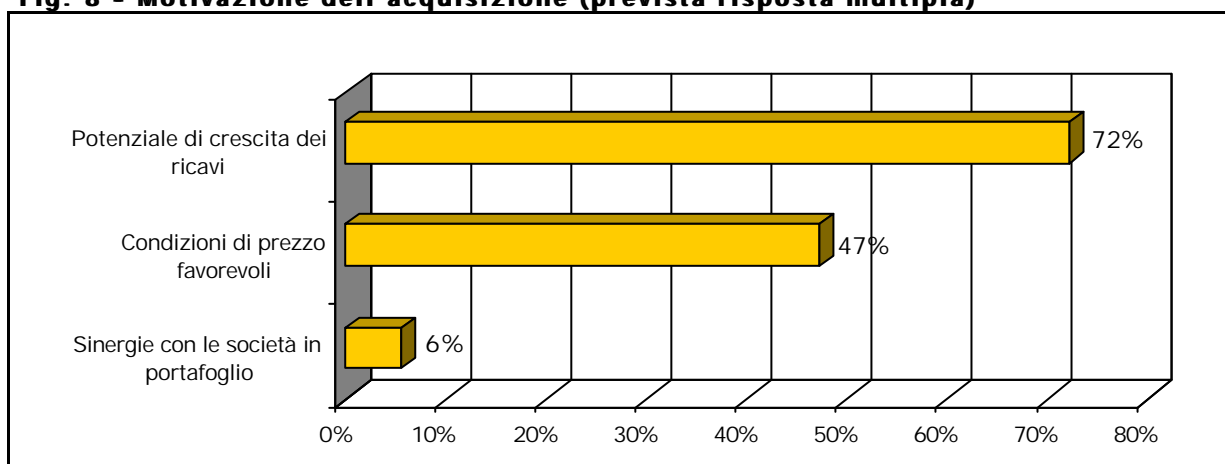
QUINDI:

la principale spinta alla realizzazione di operazioni di management leveraged buy-out da parte degli investitori istituzionali è rappresentata dalla volontà di creazione di ulteriore valore nell'azienda target.

La constatazione di un **potenziale di crescita non sfruttato** dell'azienda target rappresenta la motivazione all'acquisto più ricorrente (**72%**), spesso abbinata al riscontro, da parte dell'investitore, di **condizioni di prezzo favorevoli (47%)**.

Nel 6% circa dei casi analizzati, l'operazione è stata realizzata alla luce delle possibili sinergie attivabili tra l'azienda target e le altre imprese già presenti nel portafoglio dell'investitore istituzionale.

Fig. 8 - Motivazione dell'acquisizione (prevista risposta multipla)



Often times, a major motivation for private equity investors to undertake buy-out deal is the opportunity to exploit growth potential.

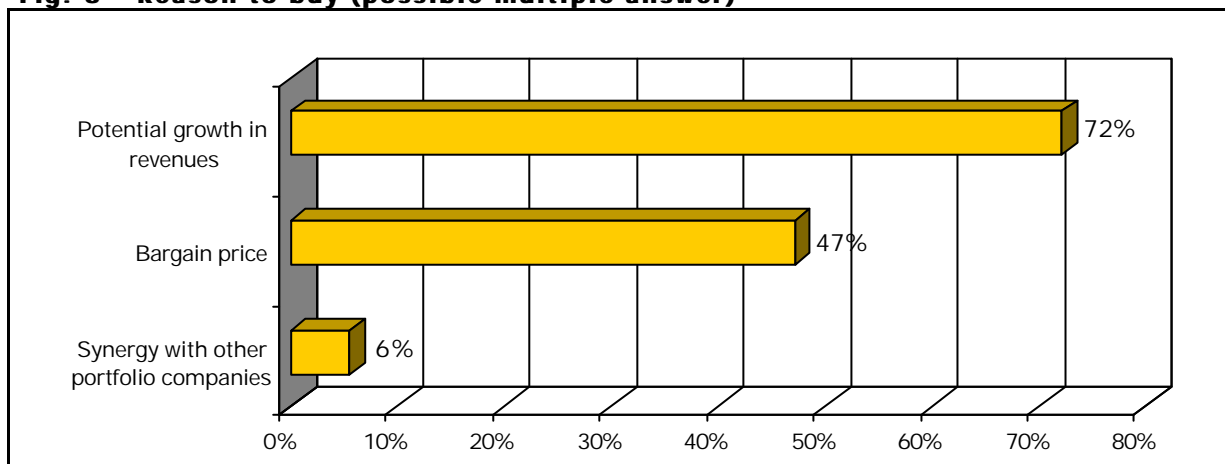
THEN:

value creation is the primary goal of private equity investors to undertake management leveraged buy-out deals.

The existence of **unexploited growth potential** of the company represents the most important reason for private equity investors to carry out the deal (**72%**), followed by **bargain price** (**47%**).

It has to be noticed that in 6% of the analysed cases, the motivation for the deal was a possible exploitation of synergies between the target company and other portfolio companies.

Fig. 8 - Reason to buy (possible multiple answer)



Mediamente, le aziende oggetto di buy-out riescono, nel periodo successivo all'operazione, ad accelerare il loro processo di sviluppo, al tempo stesso, a migliorare i principali indicatori di performance,

QUINDI:

L'impatto economico delle operazioni di management leveraged buy-out sulle aziende target risulta, in generale, molto positivo.

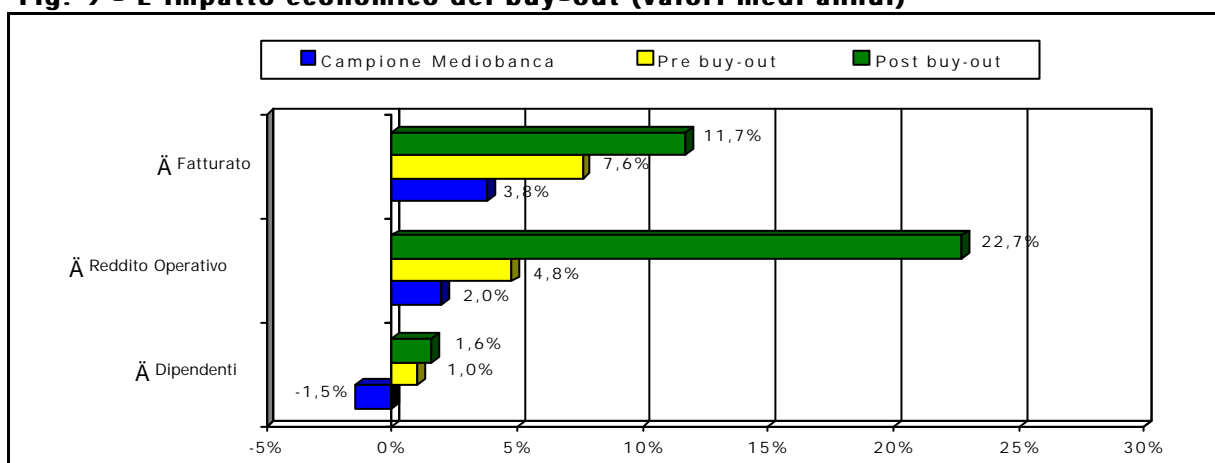
Il tasso di crescita medio annuo del **volume di affari** risulta aumentare dal 7,6%, nell'anno precedente al buy-out, all'11,7% nei due anni successivi all'operazione stessa. A titolo di confronto, la crescita media annua del fatturato fatta registrare nello stesso periodo dalle aziende comprese nel campione Mediobanca, rappresentativo delle piccole e medie imprese italiane, è risultata essere pari al 3,8%.

La crescita media annua del **reddito operativo** delle imprese oggetto di buy-out è passata dal 4,8% nell'anno precedente all'investimento, al 22,7% nei due anni successivi, di gran lunga maggiore rispetto a quella delle piccole e medie imprese, (registrato nel campione Mediobanca) risultata pari al 2%.

A fronte di una crescita media annua degli **occupati** nel periodo precedente all'acquisizione dell'1%, successivamente al buy-out le imprese analizzate hanno fatto registrare un incremento di tale indicatore dell'1,6%, mentre nelle piccole e medie imprese italiane l'occupazione diminuiva dell'1,5% nello stesso periodo.

Si sottolinea inoltre come, trattandosi di dati di andamento medio ponderati rispetto ai volumi, esista un'elevata varianza all'interno del campione d'analisi considerato.

Fig. 9 - L'impatto economico dei buy-out (valori medi annui)



On average after the change in ownership, target companies grow faster, improving their overall economic performance.

THEN:

the economic impact of management leveraged buy-out deals tends to be, in general, strongly positive.

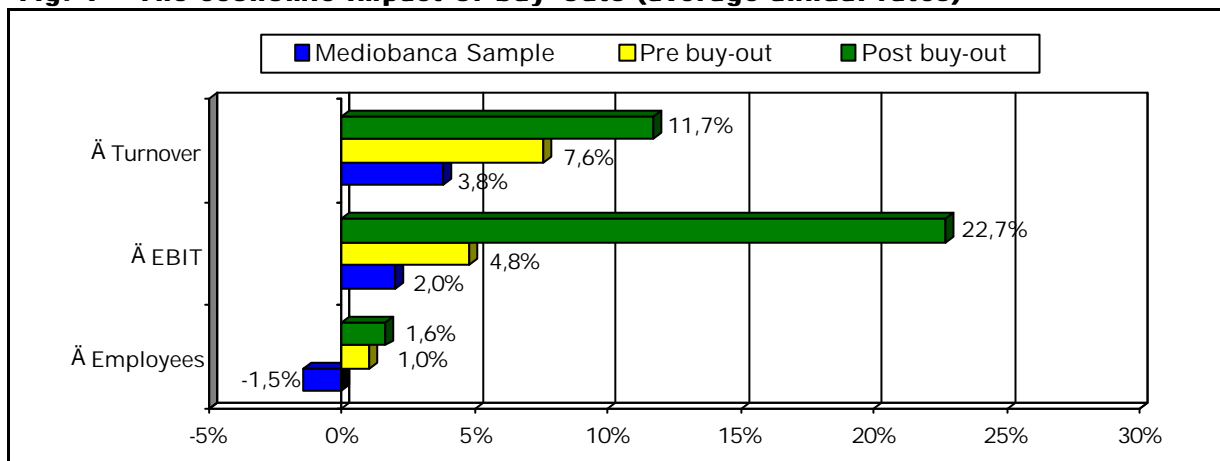
The impact of buy-outs on company's revenues is extremely positive. The average annual growth rate increased from 7,6% in the year prior to the buy-out to 11,7% annually compounded during the following two years. Over the same period, the annual revenue growth rate of the Italian small and medium sized enterprises (Mediobanca sample) was 3,8%.

The annual rate of growth in **EBIT** has risen from 4,8% in the year before the buy-out, to 22,7% in the two following years. The annual average growth in EBIT for the Italian SMEs was 2%.

While the annual growth rate in the number of **employees** was 1% before the buy-out, it increased to 1,6% after it, compared with a decrease of 1,5% on average in the Italian small and medium sized enterprises.

It is to be noticed that these variables show a high standard deviation.

Fig. 9 - The economic impact of buy-outs (average annual rates)



Nel periodo immediatamente successivo al buy-out vengono posti in essere interventi che tendono ad una maggiore managerializzazione e trasparenza delle aziende target,

QUINDI:

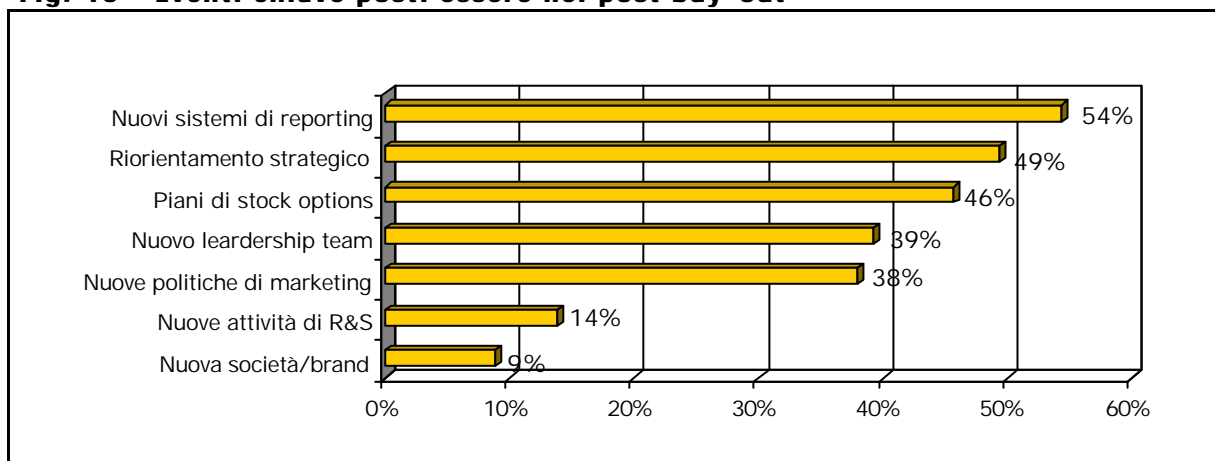
le operazioni di management leveraged buy-out hanno un impatto positivo sull'assetto organizzativo delle imprese.

La maggior parte dei cambiamenti organizzativi venutisi a realizzare nelle imprese target tendono ad una maggiore managerializzazione e trasparenza.

In particolare, tra gli interventi posti in essere nei mesi immediatamente successivi all'operazione di buy-out, gli eventi verificatesi più di frequente sono stati:

- l'adozione di **nuovi sistemi di reporting (54%** dei casi analizzati);
- un generale **riorientamento strategico dell'attività (50%)**;
- il ricorso a piani di incentivazione del gruppo manageriale, realizzati per lo più attraverso la distribuzione di **stock options (46%)**.

Fig. 10 - Eventi chiave posti essere nel post buy-out



After the buy-out, actions to create a more managerial environment and to increase transparency are undertaken.

THEN:

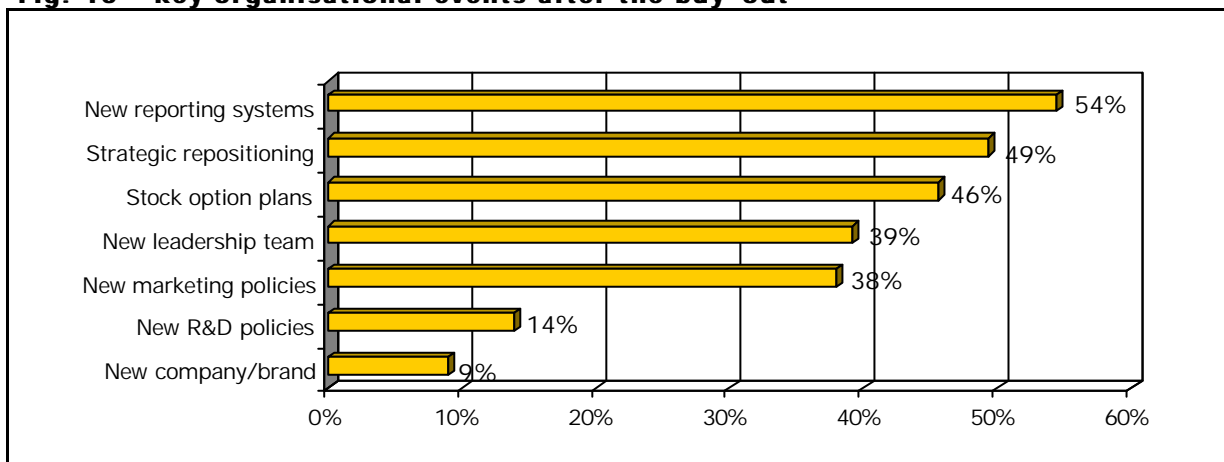
there is empirical evidence that buy-outs have a strong positive impact on the organisation of the target companies.

After the deal, the most important task of private equity investors is to re-organise the target company in order to enhance managerial skill and to create transparency.

In particular the most important events after the but-out are:

- the implementation of **new reporting systems (54%** of the cases);
- an overall **strategic re-positioning (50%)**;
- the implementation of incentive schemes to managers, mainly throughout **stock options plans (46%)**.

Fig. 10 - Key organisational events after the buy-out



Solo una minima parte delle risorse umane impiegate nelle aziende target viene sacrificata ai fini della riorganizzazione aziendale,

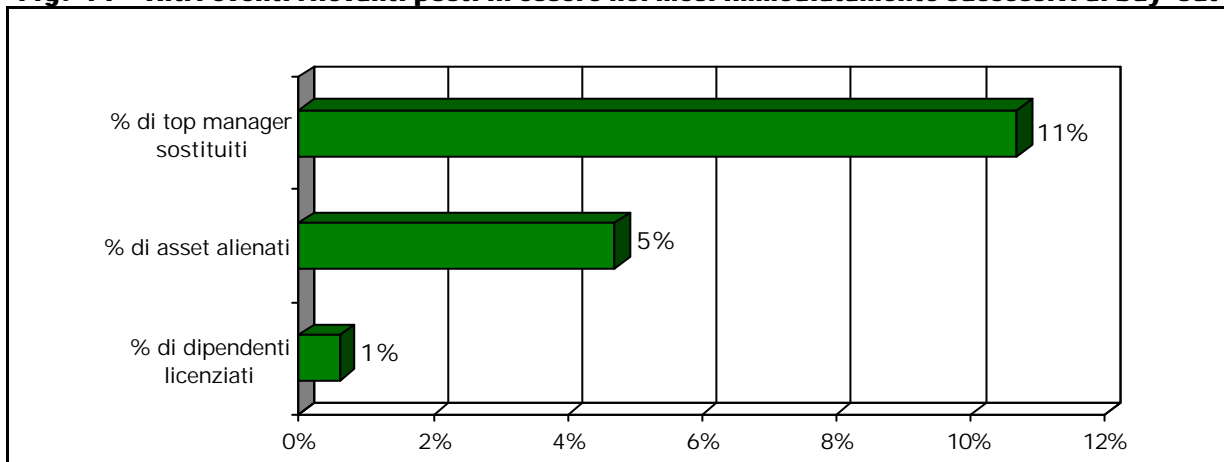
QUINDI:

la creazione di valore nelle operazioni di management leveraged buy-out non passa, in misura significativa, attraverso la riduzione occupazionale.

Mediamente a seguito dell'acquisizione dell'azienda e della successiva modifica della compagine proprietaria, al fine di riorganizzare l'impresa acquisita e di avviare il processo di creazione di valore si è proceduto a:

- **sostituire** circa l'**11%** del **top management**;
- **smobilizzare** il **5%** degli **assets** precedentemente presenti nell'attivo delle imprese stesse e considerati non strategici;
- licenziare solo l'**1%** del personale.

Fig. 11 - Altri eventi rilevanti posti in essere nei mesi immediatamente successivi al buy-out



Only a minimum part of the total workforce is laid-off in rationalisation efforts.

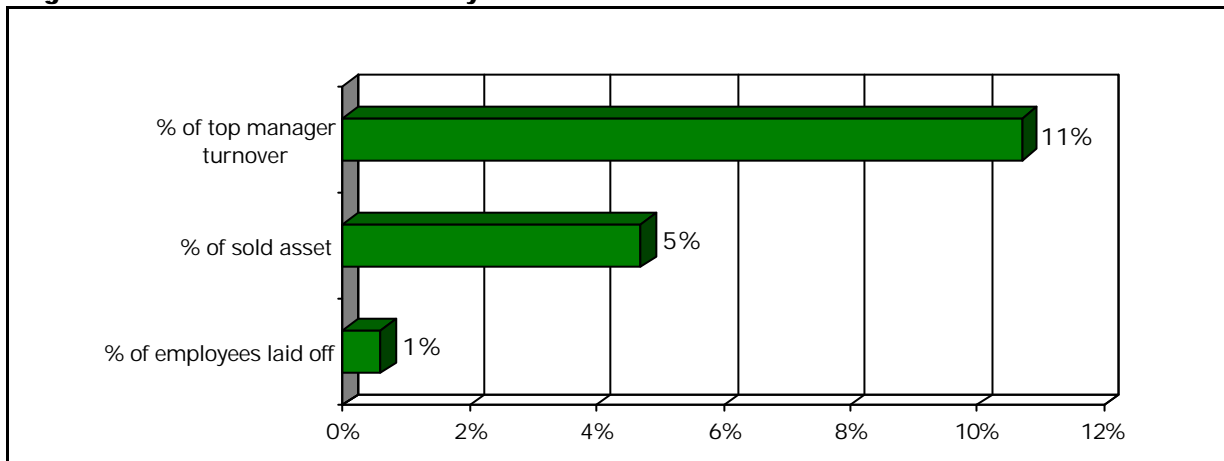
THEN:

the evidence is that in MLBO deals value creation is not directly linked to workforce reduction.

On average after the buy-out, in order to create shareholders value, the following decision has been taken:

- about **11%** of the **top management** was **replaced**;
- **5%** of non-strategic **assets** were **sold**;
- only 1% of employees were laid-off.

Fig. 11 - Other events after buy-out

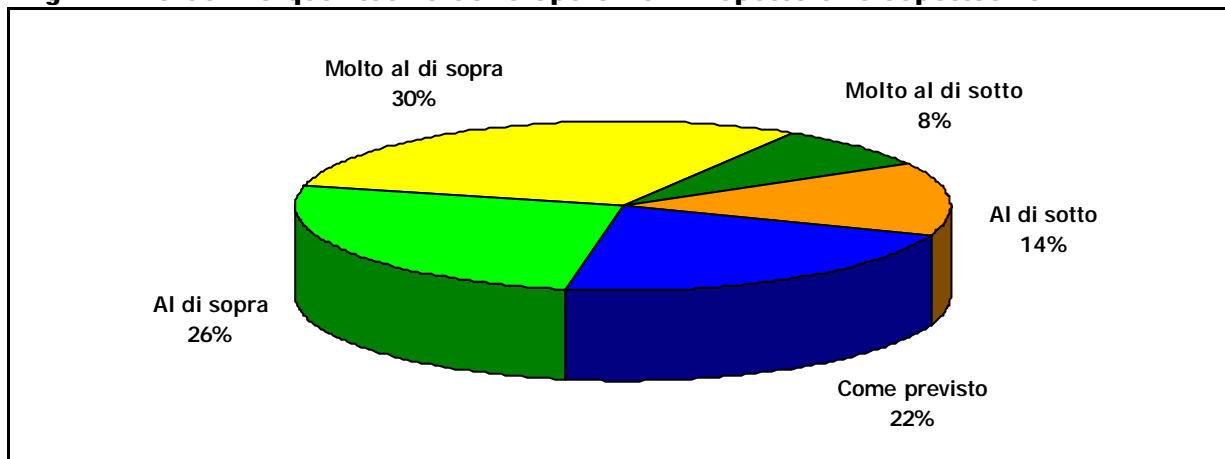


***In conclusione,
per la maggior parte dei casi
l'esito dell'operazione è
stato al di sopra delle
aspettative.***

Agli operatori intervistati è stato chiesto di dare un giudizio qualitativo sui buy-out che li hanno visti protagonisti, compresi quelli a fronte dei quali non si è ancora provveduto allo smobilizzo delle partecipazioni.

Il **56%** degli intervistati ha dichiarato che l'esito dell'operazione è stato **al di sopra delle aspettative**, il **22%** ha dichiarato che l'operazione è andata **come previsto**, mentre il **22%** non è rimasto soddisfatto degli esiti del buy-out.

Fig. 12 - Giudizio qualitativo delle operazioni rispetto alle aspettative

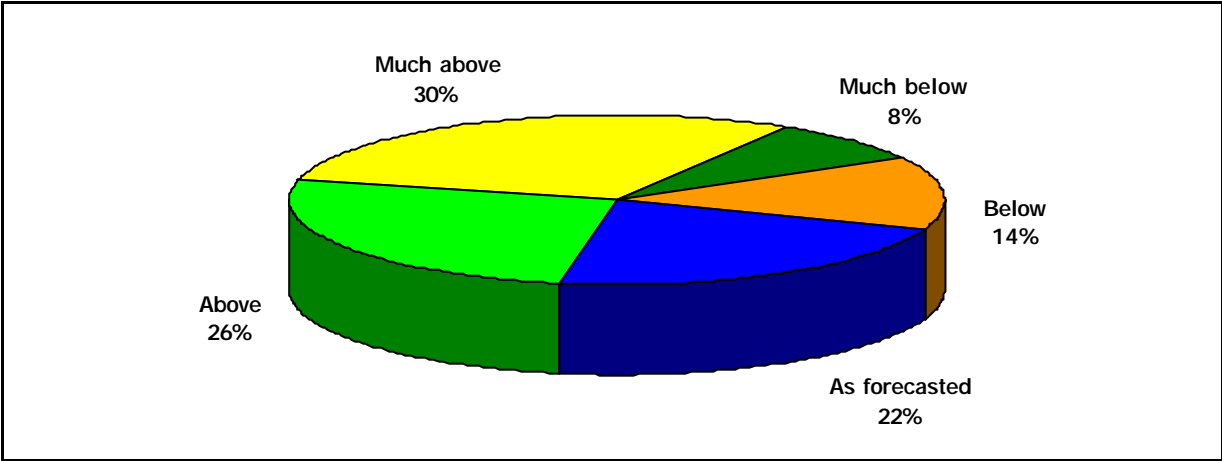


In conclusion,
most of the responding investors declared that the results of the buy-outs were above their expectations.

Private equity investors have been asked to give a qualitative judgement of their buy-outs, including those that have not been divested yet.

56% of them reported that the performance was **above their expectations**; in **22%** of the deals the performance **matched their expectations**; **22%** of the times they were **not satisfied** with the outcome of the investment.

Fig. 12 - Qualitative judgement in relation with investors' expectations.



Comitato Scientifico – Scientific Committee:

Anna Gervasoni, *Università Cattaneo Castellanza*

Fabio L. Sattin, *Università Cattaneo Castellanza*

Marco Vitale, *A.I.F.I.*

Maurizio Zollo, *INSEAD*

Team di Ricerca – Research Team:

Chiara Bernardi, *Università Cattaneo Castellanza*

Francesco Bollazzi, *Università Cattaneo Castellanza*

Roberto Del Giudice, *Università Cattaneo Castellanza*

Paolo Fulghieri, *INSEAD*

Oliver Gottschalg, *INSEAD*

Cristina Soppelsa, *Università Cattaneo Castellanza*

Giorgio Trebeschi, *A.I.F.I.*

Comitato degli Esperti – Expert Committee:

Luciano Balbo, *A.I.F.I.*

Carlo Brambilla, *A.I.F.I.*

Paolo Colonna, *A.I.F.I.*