

**STRATEGIE DI SVILUPPO  
AZIENDALE, PROCESSI  
DI CORPORATE  
GOVERNANCE E  
CREAZIONE DI VALORE**

**Teorie, analisi empiriche  
ed esperienze a confronto**

**a cura di  
Tiziano Onesti,  
Nunzio Angiola,  
Silvio Bianchi Martini,  
Stefano Garzella,  
Anna Lucia Muserra**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**STRATEGIE DI SVILUPPO  
AZIENDALE, PROCESSI  
DI CORPORATE  
GOVERNANCE E  
CREAZIONE DI VALORE**

**Teorie, analisi empiriche  
ed esperienze a confronto**

**a cura di  
Tiziano Onesti,  
Nunzio Angiola,  
Silvio Bianchi Martini,  
Stefano Garzella,  
Anna Lucia Muserra**

**FrancoAngeli**

La presente pubblicazione, realizzata nell'ambito di un progetto di ricerca di rilevante interesse nazionale, è stata cofinanziata dal MIUR (bando PRIN 2007), dal Dipartimento di Scienze Aziendali ed Economico-Giuridiche dell'Università degli Studi Roma Tre, dal Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali, Giuridiche, Merceologiche e Geografiche dell'Università degli Studi di Foggia, dal Dipartimento di Studi Aziendali e Giusprivatistici dell'Università degli Studi di Bari, dal Dipartimento di Economia Aziendale "E. Gianni" dell'Università di Pisa e dal Dipartimento di Studi Aziendali dell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Gli autori</b>	pag.	13
<b>Premessa</b>	»	15
<b>1. Obiettivi della ricerca e approccio metodologico</b>	»	15
<b>2. Breve overview sulle attività di ricerca</b>	»	18
2.1. Private equity e firm development in Italia e nel Regno Unito. Evidenze empiriche e comparazioni spazio-temporali	»	18
2.2. I processi di aggregazione tra aziende: valutazioni strategiche e aspetti di controllo	»	20
2.3. L’impatto delle IPO sulla governance e i riflessi in termini di performance e valore aziendale	»	22
2.4. Gli effetti delle strategie di delisting societario sui meccanismi di governance e di creazione di valore aziendale. Analisi empiriche ed esperienze a confronto	»	23
2.5. Processi di turnaround e strutture di governance. Evidenze empiriche e modelli emergenti	»	25
2.6. Glossa	»	27

**PRIMA PARTE**  
**PRIVATE EQUITY E FIRM DEVELOPMENT**  
**IN ITALIA E NEL REGNO UNITO.**  
**EVIDENZE EMPIRICHE**  
**E COMPARAZIONI SPAZIO-TEMPORALI**

<b>1. I presupposti e l’obiettivo generale della ricerca</b>	»	31
<b>2. Le recenti dinamiche del private equity in Europa: una visione d’insieme</b>	»	34
2.1. Una breve overview del mercato del private equity in Europa	»	34
<b>3. Private equity e firm development: l’analisi della letteratura</b>	»	46

<b>4. Private equity e firm development nel contesto italiano</b>	pag.	59
4.1. Una breve overview del private equity in Italia	»	59
4.2. Note metodologiche e data description	»	65
4.3. Le evidenze empiriche dei test sui campioni dipendenti	»	74
4.4. Le evidenze empiriche dei test sui campioni indipendenti	»	84
4.5. Considerazioni conclusive	»	87
<b>5. Private equity e firm development nel contesto britannico</b>	»	90
5.1. Una breve overview del private equity in United Kingdom	»	90
5.2. Note metodologiche e data description	»	114
5.3. Le evidenze empiriche dei deal del segmento expansion	»	121
5.4. Le evidenze empiriche dei deal del segmento late stage	»	139
5.5. Considerazioni conclusive	»	160
<b>6. Tutorship del fondo di private equity e firm development nel contesto italiano</b>	»	163
6.1. Alcuni temi rilevanti nella letteratura del private equity	»	163
6.2. Note metodologiche	»	170
6.3. Le evidenze empiriche	»	174
6.4. Considerazioni conclusive	»	182
<b>7. Osservazioni conclusive</b>	»	186
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	191

**SECONDA PARTE**  
**I PROCESSI DI AGGREGAZIONE TRA AZIENDE:**  
**VALUTAZIONI STRATEGICHE E ASPETTI DI CONTROLLO**

<b>1. I processi di aggregazione tra aziende. Metodologia e risultati della ricerca condotta</b>	»	203
1.1. Introduzione	»	203
1.2. I processi di aggregazione: teoria e prassi	»	205
1.3. La metodologia della ricerca	»	213
1.4. Considerazioni conclusive	»	213
<b>2. I processi di acquisizione di partecipazioni minoritarie</b>	»	215
2.1. Introduzione	»	215
2.2. I profili strategici delle partecipazioni di minoranza	»	215
2.3. Il valore delle partecipazioni di minoranza	»	219
2.4. La rappresentazione delle partecipazioni di minoranza nel bilancio d'esercizio	»	225
2.5. Spunti di riflessione	»	230
<b>3. Sistemi informativi e di controllo nei processi e nelle relazioni interaziendali</b>	»	232
3.1. Introduzione	»	232
3.2. I fattori distintivi nelle relazioni interaziendali: caratteri e connessioni	»	232



3.3. Il sistema di controllo nelle relazioni interaziendali: finalità	pag.	238
3.4. Il processo informazione-governo-controllo nelle relazioni interaziendali: uno schema integrato	»	239
3.5. Il sistema informativo relazionale: problemi ancora aperti	»	241
<b>4. La valutazione dei processi di M&amp;A: obiettivi e rischi</b>	»	259
4.1. Introduzione	»	259
4.2. Il ruolo della valutazione delle sinergie per il successo o il fallimento dei processi di M&A	»	260
4.3. Modelli e processi di valutazione delle sinergie	»	263
4.4. La ricerca empirica	»	272
4.5. Spunti di riflessione	»	279
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	281

**TERZA PARTE**  
**L'IMPATTO DELLE IPO SULLA GOVERNANCE**  
**E I RIFLESSI IN TERMINI DI PERFORMANCE**  
**E VALORE AZIENDALE**

<b>1. Introduzione. Obiettivi e profili metodologici della ricerca su corporate governance e valore/performance aziendale nelle offerte pubbliche iniziali</b>	»	291
1.1. Note introduttive	»	291
1.2. Obiettivi e approccio metodologico	»	295
<b>2. Overview e review della letteratura di riferimento sulle IPO e i riflessi della quotazione sul piano del governo e dei risultati d'azienda</b>	»	298
2.1. IPO: aspetti generali e di governance	»	298
2.1.1. IPO: introduzione e concetti base; principali motivazioni del going public e costi di quotazione	»	298
2.1.2. IPO e governance: comportamenti opportunistici, asimmetrie informative e problemi di razionalità nei processi di listing	»	302
2.1.3. IPO e governance: analisi della letteratura recente (assetti proprietari, board, controlli, disclosure)	»	308
2.1.4. IPO e governance: le previsioni dei codici di autodisciplina e i principles di governo societario (brevi note)	»	319
2.1.5. IPO e governance: dual/multiple listing (cenni)	»	324
2.2. IPO: performance di mercato e valutazione economica	»	326
2.2.1. Studi sulle performance di mercato concomitanti e successive all'operazione di IPO	»	326
2.2.2. IPO e valore	»	341

<b>3. Risultati empirici: analisi campionaria comparativa su IPO e governance in Italia e nel Regno Unito</b>	pag.	354
3.1. Note introduttive	»	354
3.2. Descrizione del campione di indagine	»	354
3.3. Selezione degli indicatori di governance e modalità di raccolta dei dati	»	358
3.4. Modalità di elaborazione dei dati	»	360
3.5. Risultati dell'analisi	»	370
3.5.1. Cambiamenti negli assetti di governance	»	370
3.5.2. G-Index	»	380
Appendice	»	388
<b>4. Risultati empirici: studio campionario comparativo su IPO e performance/valore in Italia e nel Regno Unito</b>	»	390
4.1. Note introduttive	»	390
4.2. Metodologia della ricerca e descrizione del campione	»	391
4.2.1. Impostazione del lavoro	»	391
4.2.2. Descrizione del campione	»	394
4.3. Analisi della performance aziendale	»	399
4.3.1. Premessa	»	399
4.3.2. Redditività	»	400
4.3.3. Crescita dimensionale	»	409
4.3.4. Liquidità e Solidità	»	415
4.3.5. Risultanze empiriche inerenti alle performance economico-finanziarie del campione. Un quadro d'insieme	»	419
4.4. Driver e dinamica del valore economico delle aziende costituenti il campione empirico italiano e britannico	»	421
4.5. I riflessi della performance aziendale sui prezzi dei titoli ( <i>post</i> IPO). Un approfondimento	»	441
<b>5. Un'analisi congiunta delle dimensioni governance e valore relative al campione empirico (IPO sul mercato italiano e inglese). Alcuni spunti</b>	»	454
5.1. Premessa	»	454
5.2. Regressione dei livelli di prezzo mediante gli indici di governance e valore delle società oggetto di studio	»	456
5.3. Regressione della variazione dei prezzi mediante le variazioni di governance e value delle società oggetto di studio	»	461
<b>6. Considerazioni finali e prospettive di indagine</b>	»	470
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	477

**QUARTA PARTE**  
**GLI EFFETTI DELLE STRATEGIE DI DELISTING SOCIETARIO**  
**SUI MECCANISMI DI GOVERNANCE**  
**E DI CREAZIONE DI VALORE AZIENDALE.**  
**ANALISI EMPIRICHE ED ESPERIENZE A CONFRONTO**

<b>Introduzione</b>	pag.	503
<b>1. Le operazioni di delisting: aspetti normativi ed economico-aziendali. Una comparazione tra Italia e Regno Unito</b>	»	506
1.1. La definizione di delisting: le difficoltà di inquadramento di un'operazione multiforme	»	506
1.2. Il quadro normativo di riferimento in Italia e nel Regno Unito	»	510
1.2.1. La revoca della quotazione in Italia	»	510
1.2.2. La revoca della quotazione nel Regno Unito	»	515
1.3. La rilevanza delle operazioni di delisting. Un'analisi comparativa	»	522
1.4. Conclusioni	»	537
<b>2. Gli studi sulle relazioni tra le strategie di delisting e i meccanismi di governance e di creazione di valore aziendale nella letteratura internazionale</b>	»	540
2.1. Introduzione	»	540
2.2. La letteratura internazionale. Un quadro di sintesi	»	542
2.3. I delisting conseguenti alle <i>going private transaction</i>	»	548
2.4. I delisting rientranti in una strategia di <i>going dark</i>	»	561
2.5. Le cancellazioni di quotazioni secondarie ( <i>cross-listing</i> )	»	562
2.6. I delisting involontari	»	564
2.7. Le diverse forme di delisting analizzate congiuntamente	»	565
2.8. Osservazioni conclusive	»	566
2.9. Appendice	»	574
<b>3. I delisting societari nel mercato italiano: profili di classificazione e analisi delle principali evidenze empiriche</b>	»	577
3.1. La definizione di un <i>framework</i> di analisi. Considerazioni introduttive	»	577
3.2. La costruzione di un possibile modello di classificazione dei delisting societari	»	578
3.3. La classificazione basata sugli aspetti giuridico-formali dei delisting societari	»	581
3.4. Un possibile inquadramento dei delisting volontari	»	586
3.5. Conclusioni	»	592
<b>4. La classificazione dei delisting osservati nel mercato italiano nel periodo 2004-2008</b>	»	595
4.1. Premessa metodologica	»	595
4.2. I profili di classificazione di natura giuridico-formale	»	597

4.3. La classificazione dei delisting volontari nella prospettiva economico-sostanziale	pag.	603
4.4. Il periodo di permanenza nel mercato regolamentato delle società delistate	»	614
4.5. La relazione tra le operazioni di delisting e l'andamento del listino: alcune evidenze empiriche	»	619
4.6. Delisting e <i>squeeze-out</i> : alcune evidenze	»	622
4.7. Conclusioni	»	630
<b>5. Lo studio di alcuni casi di delisting volontari propriamente detti (<i>public-to-private</i>)</b>	»	632
5.1. Premessa metodologica	»	632
5.2. I delisting da valorizzazione di potenzialità nascoste: il caso Ducati Motor Holding	»	634
5.2.1. Breve presentazione della società e inquadramento dell'operazione di delisting	»	634
5.2.2. L'analisi dell'andamento della società, gli assetti di governance e le principali operazioni realizzate nel periodo antecedente al delisting	»	636
5.2.3. L'operazione di delisting: l'iter procedurale e l'analisi delle motivazioni sottostanti	»	640
5.2.4. L'andamento della società e i riflessi sui meccanismi di governance e sul valore aziendale nel periodo successivo al delisting	»	649
5.3. I delisting da acquisizione del controllo: il caso Industrie Zignago Santa Margherita	»	653
5.3.1. Breve presentazione della società e inquadramento dell'operazione di delisting	»	653
5.3.2. L'analisi dell'andamento della società, gli assetti di governance e le principali operazioni realizzate nel periodo antecedente al delisting	»	657
5.3.3. L'operazione di delisting: l'iter procedurale e l'analisi delle motivazioni sottostanti	»	661
5.3.4. L'andamento della società e i riflessi sui meccanismi di governance e sul valore aziendale nel periodo successivo al delisting	»	668
5.4. I delisting da rafforzamento del controllo: il caso Marazzi Group S.p.A.	»	674
5.4.1. Breve presentazione della società e inquadramento dell'operazione di delisting	»	674
5.4.2. L'analisi dell'andamento della società, gli assetti di governance e le principali operazioni realizzate nel periodo antecedente al delisting	»	677

5.4.3. L'operazione di delisting: l'iter procedurale e l'analisi delle motivazioni sottostanti	pag.	692
5.4.4. L'andamento della società e i riflessi sui meccanismi di governance e sul valore aziendale nel periodo successivo al delisting	»	695
5.4.5. L'operazione di quotazione e il delisting di Marazzi Group nella prospettiva del più ampio gruppo Fincera- mica	»	704
5.5. Conclusioni	»	707
5.6. Appendice – Elenco dei delisting avvenuti nel quinquennio 2004-2008	»	709
<b>6. Osservazioni conclusive</b>	»	714
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	719

## QUINTA PARTE

### PROCESSI DI TURNAROUND E STRUTTURE DI GOVERNANCE. EVIDENZE EMPIRICHE E MODELLI EMERGENTI

<b>1. Considerazioni introduttive. Review della letteratura di riferimento su processi di turnaround e strutture di governance</b>	»	727
1.1. Alcune considerazioni introduttive su risanamento e corporate governance	»	727
1.2. Review della letteratura	»	731
1.3. Problematiche aperte e ambiti di ricerca non sufficientemente indagati	»	739
<b>2. Le ipotesi di ricerca</b>	»	743
2.1. Gli assetti proprietari	»	743
2.2. Il Consiglio di Amministrazione	»	750
2.3. Il Top Management Team (TMT)	»	760
<b>3. La metodologia della ricerca</b>	»	766
3.1. La selezione del campione	»	766
3.1.1. Il campione: la rilevazione dei concetti di crisi e turnaround nella letteratura aziendale	»	766
3.1.2. Il campione: il modello di selezione utilizzato nella presente indagine	»	771
3.2. L'analisi del campione selezionato	»	774
<b>4. I risultati dell'indagine empirica: l'indagine comparata tra Italia e Regno Unito e l'analisi dei casi</b>	»	777
4.1. Gli assetti proprietari: i risultati dell'indagine empirica	»	777
4.2. Il Consiglio di Amministrazione: i risultati dell'indagine empirica	»	784

4.3. I cambiamenti del Top Management Team (TMT) e dell'Amministratore delegato (CEO): i risultati dell'indagine empirica	pag.	794
4.4. L'analisi dei casi	»	797
4.4.1. Le evoluzioni degli assetti di governance e il processo di turnaround: il caso Parmalat	»	798
4.4.2. Le evoluzioni degli assetti di governance e il processo di turnaround: il caso Fiat S.p.A.	»	820
<b>5. Considerazioni conclusive e ulteriori prospettive di ricerca</b>	»	838
<b>Riferimenti bibliografici</b>	»	846

## GLI AUTORI

**Nunzio Angiola** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Piervito Bianchi** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Silvio Bianchi Martini** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Pisa.

**Anna Maria Biscotti** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Immacolata Calice** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Roberta Colecchia** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Antonio Corvino** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Eugenio D'Amico** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università Roma Tre.

**Christian Favino** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Salvatore Ferri** è Professore Associato di Economia Aziendale nell'Università di Napoli "Parthenope".

**Raffaele Fiorentino** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università di Napoli "Parthenope".

**Michele Galeotti** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza".

**Stefano Garzella** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

**Francesco Grimaldi** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro".

**Stella Lippolis** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro".

**Elisabetta Mafrolla** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Daniela Mancini** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

**Roberto Marino** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Anna Lucia Muserra** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro".

**Antonio Netti** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Tiziano Onesti** è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università Roma Tre.

**Valerio Pieri** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università Roma Tre.

**Enzo Quaranta** è dottorando di ricerca in Management e Finanza nell'Università degli Studi di Foggia.

**Alessandra Rigolini** è Assegnista di ricerca di Economia Aziendale nell'Università di Pisa.

**Giulia Romano** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università di Pisa.

**Mauro Romano** è Professore Associato di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Marco Taliento** è Professore Associato di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Alberto Torchetti** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Foggia.

**Luca Trivisano** è Dottore di ricerca in Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro".

**Marco Tutino** è Ricercatore di Economia Aziendale nell'Università Roma Tre.



# PREMESSA\*

## 1. Obiettivi della ricerca e approccio metodologico

La ricerca PRIN (Progetto di Ricerca di Interesse Nazionale, cofinanziato dal MIUR – anno 2007) che ha dato vita a questo volume ha perseguito il fine di studiare talune importanti fasi della vita aziendale che presentano profili gestionali di “straordinarietà” e che, di regola, comportano una significativa modifica degli assetti di governance, delle performance e del valore aziendale.

In particolare, il progetto di ricerca – denominato “Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Analisi empiriche ed esperienze a confronto” – ha inteso analizzare:

- i mutamenti degli assetti di governance associati a “particolari” momenti di “discontinuità” della vita aziendale;
- i riflessi prodotti dai suddetti mutamenti su performance e valore dell’impresa.

Il progetto si è articolato complessivamente in cinque sotto-progetti dedicati alle operazioni aziendali (tutte destinate a modificare in modo rilevante la struttura e il funzionamento dei sistemi aziendali coinvolti) di seguito specificate:

- a) sostegno alla crescita aziendale mediante private equity;
- b) ampliamento dimensionale dell’impresa attraverso operazioni di aggregazione con altre entità (business combinations);
- c) accesso al pubblico risparmio mediante la quotazione dei titoli azionari (offerte pubbliche iniziali, c.d. listing);
- d) abbandono della quotazione nei mercati regolamentati (c.d. delisting);
- e) processi di crisi e risanamento aziendale (c.d. turnaround).

\* Di Tiziano Onesti, Coordinatore scientifico del PRIN.

La ricerca suddetta ha esaminato le modifiche che tali fasi aziendali provocano o possono provocare sul sistema di governo d'impresa e sul grado di economicità aziendale (tradotto in termini di prestazioni/risultati e value creation).

Per quanto possibile, la ricerca ha voluto utilizzare anche lo strumento del confronto con le teorie e le esperienze sviluppate in Paesi appartenenti a diverse matrici culturali, con particolare riguardo alla letteratura nordamericana e anglosassone e alle evidenze empiriche relative al Regno Unito.

Ciascun sub-progetto è stato assegnato ad una singola unità locale di ricerca: a) Università di Pisa; b) Università di Napoli "Parthenope"; c) Università di Foggia; d) Università di Roma Tre, capofila; e) Università di Bari. Ognuna di esse, mirando agli obiettivi di ricerca relativi ad una specifica operazione tra le cinque dianzi richiamate, ha fornito elementi utili per conseguire l'obiettivo globale della ricerca sotteso – in estrema sintesi – alla individuazione delle condizioni gestionali/di governo che consentono di fronteggiare, in modo proficuo e consapevole, i momenti cruciali della vita aziendale sopraccitati.

Si riassumono, di seguito, gli obiettivi di ricerca perseguiti dalle singole Unità locali.

(a) Il gruppo di lavoro dell'Università degli Studi di Pisa (responsabile prof. Bianchi Martini) ha investigato, se e in quali termini, l'ingresso di un investitore specializzato in capitale di rischio possa incidere sul percorso di crescita dell'azienda venture backed. A tal riguardo, è opportuno precisare che il contributo fornito da un fondo di private equity è stato analizzato focalizzando l'attenzione sulle performance e sulla "fertilizzazione manageriale" dell'azienda oggetto d'investimento. Tale gruppo di lavoro ha altresì verificato se alcune variabili quali-quantitative – tipiche di un'operazione di un investimento in capitale di rischio (es. la natura dell'assetto proprietario e l'ampiezza dell'ambito geografico di operatività del fondo di private equity, il comprensorio regionale in cui è ubicata la società target ecc.) – impattano sui risultati reddituali e finanziari nonché sulle modalità di governance adottate dalle investee company.

(b) In modo analogo, il secondo sub-progetto, sviluppato dall'Università di Napoli "Parthenope" (responsabile prof. Garzella), ha avuto il compito di esaminare le relazioni tra le strategie per vie esterne, le differenti modalità di aggregazione e il concetto di vantaggio sinergico. In particolare, le motivazioni che incoraggiano le aggregazioni, le metodologie utilizzate per la valutazione dei processi di creazione di valore e i modelli per il controllo dei risultati sono stati approfonditi con riferimento a tre specifici processi di aggregazione: l'acquisizione delle partecipazioni di minoranza; le operazioni di fusione ed acquisizione (M&A); le relazioni di cooperazione e collaborazione.

(c) All'unità di ricerca locale di Foggia (responsabile prof. Angiola), invece, è stato affidato il compito di esaminare in quale modo le imprese che intendono quotarsi (processi di IPO: Initial Public Offering) apportano modifiche (di solito progressivamente) ai loro modelli di governance. In linea con gli altri sotto-

progetti si cerca, quindi, di investigare le corrette correlazioni tra le anzidette modifiche e la dinamica della performance e del valore aziendale.

(d) L'unità locale di Roma Tre (responsabile prof. Onesti) ha rivolto la propria attenzione ai casi di uscita dalla quotazione nei mercati regolamentati (c.d. *delisting societario*).

Il gruppo di ricerca si è posto l'obiettivo preliminare di indagare, in una prospettiva comparativa, la rilevanza e gli aspetti giuridici del fenomeno in Italia e nel Regno Unito.

Dopo aver constatato la penuria di studi sull'argomento nella letteratura economico-aziendale italiana, l'unità di ricerca ha svolto un'analisi sistematica dei principali contributi internazionali esistenti, nell'intento di studiare gli approcci metodologici adottati nelle differenti comunità scientifiche.

La ricerca si è focalizzata successivamente sulle operazioni avvenute nel mercato italiano, proponendo un modello di interpretazione e di classificazione propedeutico all'approfondimento delle dinamiche di governance e di valore delle società coinvolte in operazioni di *delisting*.

(e) Infine, l'esame delle operazioni di risanamento aziendale, ad opera dell'incaricata unità di ricerca di Bari (responsabile prof.ssa Muserra), ha avuto ad oggetto l'analisi delle disfunzioni dei sistemi di governo aziendale quali condizioni volte ad influenzare negativamente i processi di creazione del valore, ovvero le evoluzioni degli assetti di governance che, in senso contrario, favoriscono la durevole sopravvivenza ed il risanamento. L'adesione a più virtuosi modelli di governance viene, quindi, osservata come condizione di efficacia del processo di turnaround e come opzione volta ad incrementarne le possibilità di successo.

Nella fase iniziale della ricerca, gli obiettivi intermedi sono stati simultaneamente rivolti allo studio teorico ed empirico delle relazioni di base in funzione delle quali realizzare e testare – nella fase successiva – gli specifici modelli/strumenti di analisi sul campo.

In tal guisa, si è deciso di svolgere uno studio anzitutto teorico, di tipo “normativo”, per prospettare *ex ante* quei cambiamenti negli assetti di governance conseguenti alle diverse tipologie di operazioni aziendali analizzate. L'esame in parola poggia le proprie fondamenta anche sui risultati di ricerche precedenti e, più in generale, sulle indicazioni avanzate dalla dottrina economico-aziendale italiana ed estera (anche alla luce della best practice) di riferimento. Si è quindi proposto un approccio di tipo “positivo”, con cui rilevare le reali variazioni negli assetti di governo e di valore (riconnesse alla realizzazione delle diverse operazioni aziendali) attraverso doverose indagini empiriche.

In quest'ottica, gli obiettivi generali del lavoro complessivo – riproposti a livello di unità di ricerca – possono così compendiarsi:

1. review della letteratura nazionale e internazionale e individuazione di un conceptual framework (cornice concettuale agli schemi tecnico-operativi più specifici a mano a mano identificati) per la valorizzazione degli assetti di governance;

2. studio empirico degli assetti di governance e del valore dell'impresa; in particolare, si tratta di un'analisi concomitante, preventiva e successiva alle anzidette operazioni aziendali "oggetto" di studio;
3. rilevazione delle variazioni in termini di struttura/funzionamento di corporate governance e in termini di performance/value dei sistemi aziendali (con approfondimento delle relazioni tra sistema di governance e creazione di valore, nell'ambito di ciascuna operazione aziendale assegnata alle varie unità locali);
4. interpretazione dei fenomeni aziendali oggetto di studio e diffusione dei risultati della ricerca presso la comunità scientifica e il mondo economico.

Di seguito si ritiene doveroso proporre una breve overview in ordine alle attività di studio teorico e applicato svolte dalle cinque unità di ricerca [a) Università di Pisa; b) Università di Napoli "Parthenope"; c) Università di Foggia; d) Università di Roma Tre, capofila; e) Università di Bari].

## **2. Breve overview sulle attività di ricerca**

### *2.1. Private equity e firm development in Italia e nel Regno Unito. Evidenze empiriche e comparazioni spazio-temporali*

L'unità di ricerca di Pisa ha investigato il ruolo che il fondo di private equity può esercitare sul processo di crescita dell'azienda venture backed. In particolare, tale ruolo è stato approfondito considerando sia le performance economico-finanziarie e sociali conseguite dall'investee company nel biennio successivo al closing sia il contributo che, in termini di tutorship, un investitore specializzato può fornire per la "fertilizzazione manageriale" della venture backed firm. Il focus dell'analisi empirica è stato incentrato sulle operazioni di private equity di tipo expansion, buyout e replacement concluse sia in Italia sia nel Regno Unito nel triennio 2004-2006.

L'unità ha espletato le seguenti attività:

1. review della letteratura relativamente alla relazione tra PE, performance e sviluppo dell'azienda;
2. definizione delle ipotesi di ricerca da esplorare;
3. scelta della metodologia di ricerca e individuazione dei percorsi lungo cui sviluppare l'indagine empirica in virtù dei risultati emersi dalla suddetta review;
4. costruzione dei due campioni di aziende venture backed da sottoporre all'indagine quantitativa, rispettivamente uno per il contesto italiano e l'altro per quello britannico;
5. definizione degli output del progetto di ricerca.

Dalla review della letteratura nazionale e internazionale concernente gli investimenti nei segmenti expansion, buyout e replacement, sono emersi interes-

santi gap conoscitivi che hanno stimolato spunti di riflessione sulla definizione delle ipotesi di ricerca da investigare. La disamina dello stato dell'arte è stata condotta tramite la consultazione dei principali journal accademici. L'unità di ricerca ha approfondito i risultati descritti nelle recenti indagini empiriche aventi ad oggetto alcune tematiche che connotano il filone di studi focalizzato sull'impatto del fondo di private equity nel governo dell'azienda venture backed. Le tematiche analizzate possono essere ricondotte principalmente ai seguenti ambiti di ricerca: Strategic Management, Corporate Governance, Corporate Finance, Organizzazione d'Azienda e Management Accounting. Nel perimetro della literature review sono stati inclusi anche gli studi compiuti dalle associazioni di categoria nazionali (AIFI), europee (EVCA) e anglosassoni (BVCA), poiché si sono rivelati alquanto utili per comprendere gli aspetti operativi che, nell'ottica dei practitioner, assumono una particolare rilevanza.

Con specifico riguardo alla metodologia adottata per indagare l'impatto del fondo di private equity sui risultati economico-finanziari e sociali dell'investee company, il gruppo di ricerca ha optato per la realizzazione di due survey quantitative, ovvero una per ogni contesto economico osservato. Il campione di aziende venture backed italiane è stato costruito considerando differenti fonti, come il database Private Equity Monitor (PEM), curato dall'omonimo osservatorio e indispensabile per censire le operazioni dei segmenti expansion, buyout e replacement sottoscritte nel triennio 2004-2006; il database AIDA (Bureau Van Dijk), per rilevare i dati economico-finanziari delle investee company; i siti internet dei singoli operatori di private equity, per avere un'informativa puntuale sul singolo deal. Il campione di venture backed firm appartenenti al contesto economico del Regno Unito, invece, consegue dal matching di due banche dati: Zephyr e Orbis (ambidue della Bureau Van Dijk). Dalla prima sono stati estratti i deal di tipo expansion e buyout. La seconda banca dati si è rivelata utile per associare ad ogni deal i dati economico-finanziari della società target. Anche per questo secondo campione sono stati consultati i siti internet dei fondi di private equity, al fine di evincere maggiori informazioni sull'assetto proprietario e sul core business dell'investitore in capitale di rischio.

Dopo aver definito la dimensione e la rappresentatività statistica dei campioni, il gruppo di lavoro ha collezionato, in specifiche griglie, i dati delle variabili quali-quantitative necessari per esplorare le ipotesi di ricerca individuate grazie alla literature review. Successivamente, tali ipotesi sono state testate avvalendosi di alcuni metodi statistici, quali i test non parametrici, le correlazioni "r" di Spearman e le regressioni lineari multiple.

Le evidenze empiriche, in entrambi i sistemi economici esaminati, forniscono interessanti elementi di riflessione sull'impatto che l'ingresso dei fondi di private equity produce sulle performance e sulla crescita della venture backed firm. Oltre a ciò, occorre segnalare che i risultati emersi dalle elaborazioni statistiche evidenziano che, in virtù del contesto osservato, alcune variabili qualitative incidono in maniera differente sulle dinamiche economiche e finanziarie