



Dipartimento di Economia e Finanza

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**La Creazione di Valore nel Private Equity Europeo:
Un'Analisi Empirica sui Meccanismi Operativi**

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Alberto Cybo Ottone

CORRELATORE

Zhiying Zhu - 754221

CANDIDATO

Anno Accademico: 2024/2025

Sommario

Introduzione	1
--------------------	---

Capitolo 1

Analisi Teorica e Rassegna della Letteratura	9
--	---

1.1 Introduzione al Capitolo	9
------------------------------------	---

1.2 Definizioni, Modelli Operativi e il Ciclo del Private Equity	9
--	---

1.3. Le Basi Teoriche della Creazione di Valore nel Private Equity: Un Dibattito Tra Efficienza e Crescita	13
---	----

1.3.1. La Teoria dell'Agenzia e il Modello della Disciplina Attiva	14
--	----

1.3.2. La Resource-Based View (RBV) e il Modello Abilitante alla Crescita	16
--	----

1.3.3. Sintesi del Dibattito e Posizionamento della Ricerca.....	19
--	----

1.4. I Meccanismi di Creazione di Valore: Un Framework Integrato Input- Output	21
---	----

1.4.1. I Meccanismi di Input: Le Quattro Leve del Private Equity	21
--	----

1.4.2. I Risultati di Output: La Performance Misurata.....	24
--	----

1.5. L'Evidenza Empirica Globale: Dalle Prove Iniziali a un Dibattito Articolato	26
---	----

1.5.1. La Prima Ondata: Prove Iniziali di un Modello Vincente (Anni '80 - Inizi '90)	27
---	----

1.5.2. La Seconda Ondata: Risultati Misti e l'Ascesa del Growth PE (Anni 2000 - Presente).....	28
---	----

1.5.3. Una Sintesi Critica: Verso una Visione Contingente.....	30
1.6. Il Contesto Europeo del Private Equity: Specificità Istituzionali e Stato dell'Arte della Ricerca	32
1.6.1. Caratteristiche Strutturali del Mercato Europeo e Variabilità Nazionale	33
1.6.2. Rassegna dell'Evidenza Empirica Europea: Un Mosaico di Risultati	35
1.6.3. Posizionamento nel Contesto Paneuropeo.....	37
1.7. Sintesi del Quadro Teorico e Formulazione delle Ipotesi di Ricerca.....	37

Capitolo 2

Disegno della Ricerca e Metodologia Empirica	40
2.1. Introduzione e Prospettiva Logica della Verifica Empirica	40
2.2. Disegno della Ricerca e Strategia di Identificazione.....	42
2.2.1. Modello per la Verifica dell'Effetto Trattamento (Test di H1)	42
2.2.2. Modelli per l'Analisi dei Meccanismi di Creazione del Valore (Test di H2, H3, H4)	45
2.3. Definizione Operativa delle Variabili Chiave	48
2.4. Il Gruppo di Controllo e la Procedura di Aggiustamento Settoriale.....	49
2.5. Analisi Complementare delle Variazioni Mediane Anno-per-Anno.....	51
2.6. Limitazioni Metodologiche e Considerazioni sulla Validità della Ricerca	52

Capitolo 3

Dati e Costruzione del Campione.....	55
3.1. Introduzione	55
3.2. Fonti dei Dati e Processo di Integrazione	56
3.3. Criteri di Selezione e Costruzione del Campione	57
3.3.1. Identificazione Preliminare delle Transazioni.....	57
3.3.2. Applicazione dei Criteri di Esclusione e Definizione del Campione Finale.....	58
3.4. Caratteristiche del Campione: Distribuzione Temporale, Settoriale, Geografica	60
3.5. Statistiche Descrittive delle Variabili Chiave per il Campione Finale.....	65
3.6. Costruzione del Gruppo di Controllo e Calcolo delle Variabili Aggiustate per il Settore	70
3.7. Conclusione del Capitolo.....	72

Capitolo 4

Risultati Empirici	74
4.1. Introduzione	74
4.2. Analisi degli Output: l'Impatto del PE sulla Performance Finanziaria (Test di H1)	74
4.3. Analisi degli Input: Il Meccanismo di Crescita (Test di H2)	78
4.3.1. Introduzione alla Verifica del Meccanismo Growth-Enabling	78

4.3.2. Presentazione e Interpretazione dei Risultati Descrittivi.....	79
4.3.3. Discussione e Conclusione sul Test di H2	81
4.4. Analisi degli Input: Efficienza Operativa ed Engineering Finanziario (Test di H3 e H4)	83
4.4.1. Verifica dei Meccanismi di Ottimizzazione	85
4.4.2. Discussione Integrata e Conclusione Parziale su H3 e H4.....	89
4.5. Analisi Multivariata dei Determinanti della Performance (Test Integrato di H2, H3, H4)	90

Capitolo 5

Discussione e Conclusioni Dell'analisi Empirica	96
5.1. Sintesi delle Evidenze e Risposte alle Ipotesi di Ricerca	96
5.2. Interpretazione alla Luce del Dibattito Teorico: Verso una Sintesi Sequenziale	98
5.3. Limitazioni dello Studio e Spunti per Ricerche Future	100
5.4. Conclusione.....	102

Bibliografia	105
---------------------------	-----

Introduzione

Il Private Equity (PE) rappresenta oggi una forza matura nel panorama finanziario e imprenditoriale europeo, evolutasi da attività di nicchia a motore di trasformazione per migliaia di aziende.

Storicamente, il modello di creazione del valore nel PE è stato dominato dalla logica del financial engineering, incentrata sull'uso aggressivo della leva finanziaria (leverage) e sul cosiddetto multiple arbitrage al momento dell'uscita (Jensen, 1986; Kaplan & Strömberg, 2009). In questo paradigma, i rendimenti superiori erano principalmente generati attraverso l'amplificazione dei ritorni sull'equity tramite il debito e dalla capacità di rivendere l'azienda a un multiplo più elevato in un mercato favorevole, spesso senza un intervento sostanziale sui fattori operativi dell'impresa.

Tuttavia, in un contesto caratterizzato da multipli di mercato elevati e da una competizione sempre più intensa per gli asset di qualità, questo modello tradizionale mostra limiti sempre più evidenti. L'effetto leva è divenuto meno distintivo in un ambiente di tassi di interesse strutturalmente bassi, mentre la saturazione del mercato e la maggiore sofisticazione degli acquirenti hanno reso più difficile realizzare sistematicamente arbitraggi sui multipli (Gompers et al., 2016).

Di conseguenza, come emerso in una recente dibattito settoriale di alto profilo, condotto da HarbourVest, l'epicentro della creazione di valore si è spostato in modo definitivo dalla fase "post-exit" a quella "pre-exit". In altre parole, la generazione di rendimenti superiori non può più fare affidamento principalmente sull'abilità di timing di mercato o su artifici finanziari, ma deve essere costruita operativamente durante il periodo di detenzione (holding period), attraverso un miglioramento tangibile e misurabile dei fattori aziendali.

Questa transizione, concettualizzata come passaggio dal financial engineering all'operational improving, implica un profondo ripensamento del ruolo del capitale privato: da fornitore di leva finanziaria e catalizzatore di transazioni ad azionista attivo e abilitatore di trasformazione operativa (Gompers et al., 2016).

Il PE contemporaneo si caratterizza quindi sempre meno per l'estrazione di efficienza e sempre più per la costruzione di valore, intervenendo strategicamente nel management, nei processi, negli investimenti e nell'innovazione per "plasmare il futuro" dell'impresa (shaping the future).

La letteratura empirica supporta questa evoluzione. Studi seminali come quello di Kaplan (1989) hanno documentato significativi miglioramenti operativi nelle imprese oggetto di buyout.

Ricerche più recenti in contesti europei come Boucly et al., (2011) in Francia, Achleitner et al. (2010) in area Germania, e Scellato e Ughetto (2013) in Italia –

confermano che il PE è associato a dinamiche di crescita e di razionalizzazione operativa, sebbene con esiti talvolta differenziati a seconda del contesto istituzionale e settoriale.

Alla luce di questa trasformazione, sorge una domanda cruciale, tanto semplice quanto complessa da verificare empiricamente: attraverso quali meccanismi operativi concreti si realizza oggi questa creazione di valore nella fase pre-exit se esiste? In altre parole, come si traduce nella pratica il nuovo paradigma dell'operational improving?

La risposta a questo interrogativo è fondamentale per comprendere e valutare il reale impatto del PE sull'economia reale europea.

Alla luce della trasformazione strutturale del modello di business del PE, la presente tesi si propone di investigare in modo empirico e sistematico i meccanismi concreti attraverso i quali il capitale privato genera valore nelle imprese target durante la fase di detenzione attiva.

L'obiettivo principale è quello di aprire la "scatola nera" del processo di creazione di valore pre-exit (Gompers, Kaplan, & Mukharlyamov, 2016), passando dalle affermazioni teoriche a una verifica quantitativa basata su un ampio campione di dati europei.

Il lavoro è guidato da due domande di ricerca fondamentali e sequenziali, che riflettono la logica di un modello input-output:

1. **Domanda sugli Effetti (L'“Output”):** Esiste un'evidenza empirica misurabile che l'ingresso di un fondo di Private Equity in un'impresa europea sia associato, nel periodo successivo all'investimento e precedente all'exit, a un miglioramento significativo della sua performance economico-finanziaria, isolato dagli andamenti di settore e dalla performance storica? Questa domanda riprende il quesito centrale degli studi pionieristici sugli effetti dei buyout (Kaplan, 1989), aggiornandolo al contesto europeo contemporaneo.
2. **Domanda sui Meccanismi (Gli “Input”):** Quali sono i cambiamenti operativi e finanziari associati all'ingresso del PE, e qual è la loro relazione con l'evoluzione della performance? In particolare, l'intervento del PE si traduce prevalentemente attraverso l'abilitazione di una crescita accelerata dei ricavi e degli investimenti, attraverso il miglioramento dell'efficienza operativa e della produttività del capitale, o attraverso l'ottimizzazione della struttura finanziaria? Si tratta di meccanismi alternativi o di una sequenza integrata? Questa indagine si allinea alla recente letteratura che cerca di disaggregare i driver della performance nel PE (Davis et al., 2014).

Queste domande si traducono nelle seguenti ipotesi di ricerca empiricamente verificabili:

- **H1 (Ipotesi della Creazione di Valore Netta):** La partecipazione di un fondo di PE determina un miglioramento netto e statisticamente significativo degli indicatori di performance aziendale (ROA, ROE, ROIC) durante il holding period, al di là dell'effetto di selezione (picking). Questa ipotesi testa il presupposto fondamentale del nuovo paradigma pre-exit.
- **H2 (Ipotesi del “Growth Enabling”):** Il principale meccanismo di creazione di valore è l'abilitazione di una crescita accelerata, misurata attraverso l'aumento dei ricavi, degli investimenti in capitale fisso (CAPEX) e dell'organico. Ciò riflette la prospettiva della Resource-Based View (Barney, 1991), secondo cui il PE fornisce risorse e competenze per sbloccare il potenziale inespresso (Boucly et al., 2011).
- **H3 (Ipotesi dell’“Operational Improving”):** Un meccanismo fondamentale è il miglioramento dell'efficienza operativa, evidenziato dall'aumento della produttività del capitale (asset turnover) e dalla razionalizzazione dei margini. Questa ipotesi attinge alla tradizione della Teoria dell'Agenzia (Jensen, 1989) e agli studi che evidenziano guadagni di produttività nei buyout (Davis et al., 2014).
- **H4 (Ipotesi del Financial Engineering):** L'ottimizzazione della struttura del capitale, attraverso un aumento della leva finanziaria, costituisce un ulteriore canale di creazione di valore, sebbene secondario rispetto agli interventi operativi nel contesto attuale (Guo, Hotchkiss, & Song, 2011).

L'indagine di queste ipotesi su scala europea si prefigge non solo di testare la validità del nuovo paradigma “pre-exit”, ma anche di quantificare il contributo relativo di ciascuna leva operativa, offrendo così una mappa dettagliata e basata sui dati di come il Private Equity contemporaneo plasmi effettivamente la performance delle sue imprese di portafoglio.

Per rispondere alle domande di ricerca e verificare le ipotesi formulate, questa tesi adotta un disegno di ricerca di tipo quantitativo, costruito sull’analisi di un dataset esteso. La strategia empirica si sviluppa secondo un approccio a due fasi, coerente con la logica input-output.

Questo approccio è in linea con la raccomandazione di Cumming et al., (2007) di condurre studi comparativi su larga scala per comprendere le specificità dei diversi mercati del PE.

La base empirica della ricerca è costituita da un ampio campione di imprese, target di investimenti di Private Equity completati tra il 2015 e il 2025 in europa.

Il campione è stato costruito integrando fonti transazionali (ORBIS M&A) e dati di bilancio (ORBIS Company Information), applicando criteri stringenti per garantire la disponibilità di informazioni finanziarie complete per un periodo di tre anni prima e tre anni dopo l’ingresso del fondo. Questo orizzonte temporale, centrato sulla fase di detenzione attiva (holding period), è funzionale all’obiettivo di catturare la creazione di valore “pre-exit” ed è una

finestra consolidata nella letteratura per l'analisi degli effetti operativi del PE (Guo, Hotchkiss, & Song, 2011).

L'analisi si articola in due fasi principali, che rispecchiano la duplice natura delle domande di ricerca:

Fase 1: Analisi degli Output (Test di H1): Per stimare l'effetto netto del PE sulla performance aziendale, viene applicato il modello econometrico di Healy et al. 1992, che studia gli effetti dei cambi di controllo.

Fase 2: Analisi degli Input/Meccanismi (Test di H2, H3, H4): Per identificare e quantificare i canali di creazione del valore, si utilizza una combinazione di:

- Analisi descrittiva dinamica: calcolo delle variazioni percentuali mediane, anno per anno, di un set di indicatori finanziari e operativi. Questo approccio, impiegato in studi analoghi (Davis et al., 2014), consente di visualizzare l'andamento temporale degli effetti intorno all'evento di investimento.
- Regressioni multivariate OLS: stima di modelli cross-sectional in cui la variazione degli indicatori di performance (ΔROA , ΔROE , $\Delta ROIC$) è spiegata dalle variazioni dei meccanismi di crescita, efficienza operativa e leva finanziaria, controllando per caratteristiche aziendali ed effetti fissi. Tale approccio, ispirato a Cohn, Mills e Towery (2014) nel contesto degli

studi contabili, permette di testare il contributo relativo di ciascun canale alla performance finale.

Questa duplice metodologia permette non solo di testare se il PE crea valore, ma anche di isolare e misurare il contributo relativo dei diversi meccanismi operativi (Kaplan & Strömberg, 2009).

L'utilizzo di un ampio campione europeo garantisce, infine, una solida base per la generalizzabilità dei risultati all'interno del contesto investigato e consente di mitigare i limiti associati ai bias di selezione.

Coerentemente con il disegno di ricerca delineato, lo studio si articola in cinque capitoli principali oltre alla presente introduzione. Il primo capitolo definisce il quadro teorico di riferimento, analizzando la Teoria dell'Agenzia e la Resource-Based View per derivare le ipotesi di ricerca. Il secondo capitolo formalizza la metodologia empirica, specificando i modelli econometrici utilizzati per stimare l'effetto netto sulla performance e i meccanismi di creazione del valore. Il terzo capitolo descrive il processo di costruzione del dataset attraverso le banche dati ORBIS e presenta le statistiche descrittive del campione paneuropeo. Il quarto capitolo espone i risultati empirici, distinguendo tra l'impatto finanziario complessivo e l'analisi specifica delle leve operative. Infine, il quinto capitolo discute le implicazioni dei risultati e fornisce una sintesi conclusiva sulle dinamiche di creazione di valore nel Private Equity europeo.

CAPITOLO 1: Analisi Teorica e Rassegna della Letteratura

1.1. Introduzione al Capitolo

Questo capitolo si propone di fornire il quadro teorico e concettuale necessario per analizzare i meccanismi di creazione del valore nelle imprese partecipate da fondi di Private Equity (PE). Verranno esaminati i modelli operativi del PE, le principali teorie economiche e finanziarie che ne spiegano il ruolo (con particolare attenzione alla Teoria dell'Agenzia e alla Resource-Based View), e verrà presentata una rassegna critica della letteratura empirica, con un focus sulla specificità del contesto italiano. L'obiettivo è costruire una solida base concettuale per formulare le ipotesi di ricerca che guideranno l'analisi empirica successiva.

1.2. Definizioni, Modelli Operativi e il Ciclo del Private Equity

Prima di analizzare i meccanismi teorici della creazione di valore, è necessario delimitare con precisione l'oggetto di studio. Il termine Private Equity (PE) viene spesso utilizzato in modo generico, ma racchiude in realtà una famiglia di investimenti in capitale di rischio distinti per finalità, stadio di sviluppo dell'impresa target e profilo di rischio-rendimento.

In una accezione ampia, il PE può essere definito come l'attività di investimento in capitale di rischio effettuata da operatori specializzati in imprese non quotate sui mercati regolamentati, con l'obiettivo di realizzare un apprezzamento del

capitale investito nel medio-lungo periodo (tipicamente 3-7 anni) attraverso una proprietà attiva e un coinvolgimento nella governance (Mollica & Zingales, 2007).

A differenza del mercato pubblico degli azionisti diffusi e anonimi, il PE si caratterizza per una relazione diretta e attiva tra il fornitore di capitale (il fondo) e l'impresa ricevente (la portfolio company).

Una distinzione fondamentale va operata rispetto al Venture Capital (VC). Mentre quest'ultimo si rivolge a imprese in fase iniziale (early-stage o start-up), ad altissimo potenziale di crescita ma anche ad altissimo rischio, operando spesso con partecipazioni di minoranza e un ruolo di supporto alle competenze manageriali ancora in formazione, il PE in senso stretto, particolarmente in Europa, interessa prevalentemente imprese mature e già profittevoli. I principali modelli operativi sono:

- **Leveraged Buyout:** Acquisizione del controllo di un'impresa, spesso finanziata in misura significativa con debito, da parte di un fondo specializzato. Può riguardare la cessione di un'intera azienda da parte di un grande gruppo (corporate divestment), il passaggio da pubblico a privato (public-to-private), o il ricambio generazionale in un'impresa familiare (family buyout o succession buyout).
- **Growth Capital:** Investimento in imprese già consolidate e redditizie, ma che necessitano di capitale significativo per finanziare piani di crescita organica (espansione geografica, sviluppo prodotto) o

inorganica (acquisizioni), senza necessariamente un cambio di controllo.

Il fondo acquisisce tipicamente una minoranza significativa.

- **Turnaround/Ristrutturazione:** Investimento in aziende in situazione di difficoltà o crisi, dove il valore può essere recuperato attraverso una profonda ristrutturazione finanziaria, operativa e strategica guidata dal fondo.

Il modello di business del PE si traduce nella figura giuridica del fondo di investimento, tipicamente strutturato come una limited partnership.

I Limited Partners (LP) sono gli investitori istituzionali che forniscono il capitale (fondi pensione, compagnie assicurative, fondi sovrani, family office).

Hanno responsabilità limitata e un ruolo sostanzialmente passivo.

Il General Partner (GP) è la società di gestione del fondo, composta da professionisti del settore. Ha la piena responsabilità operativa e decisionale: identifica gli investimenti, negozia le transazioni, gestisce e monitora attivamente le partecipazioni, pianifica e realizza l'uscita.

Il ciclo di vita di un fondo, e quindi del suo impegno in ogni singola partecipazione, segue una sequenza logica e temporale ben definita, cruciale per comprendere il processo di creazione di valore (Kaplan & Strömberg, 2009):

1. **Fundraising:** Il GP raccoglie impegni di capitale dagli LP per un ammontare prefissato. Il fondo ha una vita limitata, solitamente dieci

anni con possibile estensione di altre tre. Il GP guadagna una fee di gestione annua, circa l'1.5-2% sul capitale impegnato, per coprire i costi operativi.

2. **Origination & Due Diligence:** Il GP "origina" potenziali opportunità di investimento attraverso una rete professionale. Sui target più promettenti viene condotta una due diligence approfondita, che analizza ogni aspetto dell'azienda: finanziario, legale, fiscale, commerciale, ambientale e del management. Questa fase è critica per la selezione del target e la valutazione del suo potenziale.
3. **Investment & Deal Structuring:** Una volta deciso l'investimento, si struttura l'operazione. Questo implica la definizione del prezzo, la negoziazione dei patti sociali, e soprattutto la progettazione della struttura finanziaria del deal: quanto equity (fornito dal fondo) e quanto debt (fornito da banche o mercati) impiegare. L'equity del fondo viene solitamente suddiviso in un tranche ordinario e uno preferenziale.
4. **Holding Period & Active Ownership:** È la fase centrale per la creazione di valore. Il fondo, attraverso i suoi rappresentanti nel consiglio di amministrazione, diventa un azionista attivo (active owner). Non si limita a monitorare, ma partecipa attivamente alla definizione della strategia, al rafforzamento del management, all'ottimizzazione operativa e finanziaria, e alla pianificazione della crescita. La remunerazione del GP è fortemente legata al successo di questa fase

attraverso la performance fee (carried interest), tipicamente il 20% dei profitti realizzati al di sopra di un tasso minimo di rendimento (hurdle rate).

5. **Exit:** Il fondo realizza l'investimento, liquidando la partecipazione. Le vie d'uscita principali sono: la vendita strategica (trade sale) a un altro gruppo industriale; la rivendita a un altro fondo di PE (secondary buyout); il collocamento in Borsa (IPO); o, più raramente, il riacquisto da parte del management/imprenditore originale (buyback). Il successo dell'exit, misurato dal multiplo sul capitale investito (MOIC) e dal tasso di rendimento interno (IRR), è la misura ultima della capacità del fondo di aver creato valore.

Questo modello operativo, con la sua combinazione di orizzonte temporale definito, struttura incentivante allineata (carried interest) e mandato all'azionista attivo, costituisce l'architettura fondamentale all'interno della quale vanno analizzati tutti i meccanismi teorici di creazione di valore.

1.3. Le Basi Teoriche della Creazione di Valore nel Private Equity: Un Dibattito Tra Efficienza e Crescita

La capacità del Private Equity di generare rendimenti superiori ha alimentato un intenso dibattito accademico, volto a individuarne i determinanti teorici di fondo.

Due framework concettuali principali si sono affermati per spiegare i

meccanismi di creazione del valore, offrendo interpretazioni talvolta complementari, talvolta in contrapposizione: la Teoria dell'Agenzia e la Resource-Based View (RBV). La comprensione di questo dibattito, e delle sue implicazioni per il mix di leve operative, è essenziale per formulare ipotesi verificabili sull'operato del PE.

1.3.1. La Teoria dell'Agenzia e il Modello della Disciplina Attiva

La Teoria dell'Agenzia (Jensen & Meckling, 1976) costituisce il primo e più influente pilastro teorico per analizzare il PE. Essa parte dall'assunto dell'esistenza di un conflitto intrinseco (agency problem) tra i principals (gli azionisti, proprietari residuali dell'impresa) e gli agents (i manager, delegati a gestirla).

I manager, non essendo pienamente proprietari dei risultati delle loro azioni, potrebbero perseguire obiettivi non allineati con la massimizzazione del valore per gli azionisti, come la crescita della dimensione aziendale per prestigio personale (empire building), investimenti non ottimali (overinvestment) o il consumo di benefit non necessari (perquisite consumption). Questi comportamenti sub-ottimali generano costi d'agenzia che erodono il valore dell'impresa.

Il PE, nella visione seminale di Michael Jensen (1989), rappresenta una soluzione radicale e di mercato a questi problemi, configurandosi come una "forma organizzativa superiore".

Il meccanismo si articola su tre leve fondamentali, che agiscono in sinergia:

1. **Concentrazione della Proprietà e Monitoraggio Attivo:** Il fondo, diventando l'azionista di riferimento o di controllo, internalizza completamente i costi e i benefici del monitoraggio. A differenza dell'azionariato diffuso e disperso di una società quotata, il GP ha l'incentivo, le competenze e il potere contrattuale per esercitare un controllo diretto e ravvicinato sul management, sedendo nel consiglio di amministrazione con diritto di veto su decisioni strategiche. Questo monitoraggio attivo riduce l'asimmetria informativa e limita l'opportunismo manageriale (Gertner & Kaplan, 1996).
2. **Allineamento degli Incentivi Tramite Co-investimento:** Per risolvere il problema dell'agenzia "a monte", il PE lega indissolubilmente la ricompensa del management al successo finanziario dell'operazione. La prassi del management co-investment (o rollover) obbliga i manager a reinvestire una parte significativa del proprio patrimonio personale nell'azienda, spesso finanziato con lo stesso debito leva utilizzato dal fondo (Kaplan & Strömberg, 2009). Questo crea un potente meccanismo di "skin in the game", trasformando i manager da semplici dipendenti in imprenditori proprietari, le cui fortune personali sono direttamente correlate alla creazione di valore.
3. **Disciplina del Debito:** È la leva più caratteristica del modello LBO. L'uso massiccio di debito per finanziare l'acquisizione non è solo una

scelta finanziaria, ma una vera e propria tecnologia di governance.

L'elevato servizio del debito (interessi e rimborso capitale) riduce drasticamente il free cash flow a disposizione del management, quel flusso di cassa "libero" che, secondo Jensen, è alla radice degli investimenti inefficienti e degli sprechi. Il debito impone una ferrea disciplina operativa, costringendo i manager a focalizzarsi sulla generazione di cassa, sull'ottimizzazione dei costi e sull'efficienza, semplicemente per sopravvivere e rispettare gli obblighi finanziari.

In questa prospettiva, il valore è creato prevalentemente dall'esterno verso l'interno (outside-in), estraendo efficienza da un'organizzazione considerata burocratica e inefficiente. Il PE agisce come uno catalizzatore, tagliando i costi superflui, eliminando le inefficienze, vendendo asset non core e imponendo una governance severa.

La creazione di valore è vista principalmente come un processo di ottimizzazione e riallineamento incentivo-controllo, dove il meccanismo finanziario della leva gioca un ruolo disciplinante centrale (Guo et al., 2011).

1.3.2. La Resource-Based View (RBV) e il Modello Abilitante alla Crescita

In contrapposizione critica alla visione puramente finanziaria e disciplinare della Teoria dell'Agenzia, un secondo filone di letteratura ha applicato la Resource-Based View (RBV) dell'impresa (Barney, 1991; Wernerfelt, 1984) al fenomeno del Private Equity.

La RBV postula che il vantaggio competitivo sostenibile di un'impresa non derivi principalmente dalla sua posizione nel mercato dei prodotti, ma dal possesso di un bundle di risorse e competenze interne che siano valide, rare, imperfettamente imitabili e non sostituibili (VRIN).

In questo quadro, il fondo di PE non è visto solo come un controllore esterno, ma come un fornitore strategico di risorse e capacità complementari che l'impresa target non possiede o non può sviluppare autonomamente in tempi brevi (Castellaneta & Gottschalg, 2016).

Il PE crea valore abilitando la crescita e l'innovazione, non solo imponendo l'efficienza. Questo approccio si collega alla teoria delle Capacità Dinamiche (Teece et al., 1997), cioè alla capacità di un'organizzazione di integrare, costruire e riconfigurare le risorse interne ed esterne per affrontare ambienti in rapido cambiamento.

I meccanismi di creazione del valore nella prospettiva RBV sono:

- **Accesso a Risorse Tangibili e Intangibili Critiche:** Il fondo fornisce non solo capitale finanziario, ma anche capitale intellettuale e relazionale. Porta all'interno dell'impresa know-how settoriale, best practice manageriali, una rete di consulenti specializzati e contatti commerciali e finanziari a livello internazionale, risorse spesso inaccessibili a una PMI autonoma (Meuleman et al., 2009).
- **Rafforzamento delle Capacità Manageriali e Strategiche:** Spesso le PMI,

soprattutto familiari, sono "bloccate" da competenze manageriali limitate o da visioni strategiche troppo focalizzate sul breve termine. Il PE, attraverso il proprio team e il board rinnovato, svolge una funzione di catalizzatore strategico. Aiuta a formalizzare un piano industriale, a professionalizzare le funzioni aziendali (controllo di gestione, HR, IT), a valutare e integrare acquisizioni (add-on M&A) e ad aprire nuovi canali di vendita all'estero.

- **"De-bloccaggio" del Potenziale di Crescita Inespresso:** Molte imprese target possiedono un forte potenziale di crescita (un prodotto innovativo, un brand forte, una nicchia di mercato fedele) che non riescono a realizzare per mancanza di capitali, competenze o coraggio imprenditoriale. Il PE, con il suo orizzonte di medio termine e la sua propensione al rischio calcolato, fornisce la "copertura" strategica e finanziaria per perseguire questi "progetti inespressi" (Boucly et al., 2011), che l'imprenditore originario poteva considerare troppo rischiosi.

In questa prospettiva, il valore è creato dall'interno verso l'esterno (inside-out), potenziando e attivando le risorse latenti dell'impresa. Il PE agisce come un catalizzatore o un acceleratore, iniettando competenze, reti e capitale paziente per trasformare il potenziale in crescita reale e profitti futuri. La creazione di valore è vista principalmente come un processo di costruzione e sviluppo.

1.3.3. Sintesi del Dibattito e Posizionamento della Ricerca nel Contesto Europeo

Il dibattito tra Teoria dell'Agenzia e Resource-Based View non costituisce una dicotomia rigida, ma riflette piuttosto un'evoluzione storica e una contingenza contestuale del settore del Private Equity. I primi LBO degli anni '80, spesso realizzati su grandi conglomerati quotati e percepiti come burocratizzati, erano chiaramente interpretabili attraverso la lente disciplinare dell'Agenzia Theory. Al contrario, il PE contemporaneo, che investe in misura crescente in PMI dinamiche e in settori ad alta intensità di conoscenza, trova una spiegazione teorica più completa nella RBV e nel framework delle capacità dinamiche, come evidenziato dalla letteratura che analizza la trasformazione del modello di valore (Wright et al., 2009).

Per la presente ricerca, condotta sul mercato europeo nel suo complesso, si assume che entrambe le teorie offrano spunti rilevanti, ma che il loro peso relativo vari in base a specifici fattori contestuali. Il tipo di operazione, ad esempio, influenza notevolmente il mix di interventi: un turnaround potrebbe attivare prevalentemente meccanismi di razionalizzazione tipici dell'Agenzia Theory, mentre un'operazione di growth capital in un settore innovativo enfatizzerebbe i meccanismi abilitanti della RBV. Inoltre, il contesto istituzionale nazionale all'interno dell'Europa – con le sue differenze nei mercati del credito, nella normativa sul lavoro e nei modelli di governance –

rappresenta un ulteriore elemento di mediazione che può influenzare l'approccio dei fondi (Bruining et al., 2013).

In particolare, per il panorama europeo contemporaneo, caratterizzato dalla predominanza di operazioni sul mid-market e da un tessuto produttivo ricco di PMI specializzate, è plausibile ipotizzare che i meccanismi "abilitanti" della RBV abbiano assunto un peso strategico crescente. Ciò non implica la scomparsa della logica disciplinare, ma la sua evoluzione da un mero "taglio dei costi" verso una disciplina finalizzata all'efficienza nell'allocazione del capitale e all'esecuzione rigorosa dei piani di crescita, in un'ottica di trasformazione integrata (Meuleman et al., 2009).

Le implicazioni di questo dibattito teorico integrato si traducono direttamente nel disegno della ricerca empirica. La verifica delle ipotesi H2 (crescita) e H3 (efficienza operativa) consentirà di testare empiricamente il peso relativo dei due modelli nel contesto osservato. Il contesto paneuropeo del campione permetterà inoltre di esaminare se esista un modello di creazione del valore dominante a livello continentale o se, al contrario, emerga una significativa eterogeneità legata ai fattori contingenti sopra citati, offrendo così un contributo mirato alla letteratura internazionale.

1.4. I Meccanismi di Creazione di Valore: Un Framework Integrato Input-Output

Per superare la dicotomia teorica e costruire uno strumento analitico efficace per l'indagine empirica, è necessario un framework operativo integrato che sistematizzi i molteplici canali attraverso i quali il Private Equity può generare valore. Questa tesi adotta il modello input-output proposto da Morris (1994) nell'ambito degli studi imprenditoriali, applicandolo al contesto del PE. Tale approccio consente di distinguere chiaramente le attività e le leve introdotte dal fondo (gli input) dai risultati finanziari e operativi osservabili (gli output), stabilendo un nesso causale verificabile.

Il Modello Input-Output postula che il PE, in qualità di azionista attivo, apporti un insieme distintivo di input nell'impresa target. Questi input, interagendo con le risorse preesistenti dell'azienda, ne modificano le performance, generando output misurabili. La creazione di valore netta è data dal miglioramento di questi output rispetto a un controfattuale plausibile (es., l'andamento pre-acquisizione o la performance di imprese simili non PE-backed).

1.4.1. I Meccanismi di Input: Le Quattro Leve del Private Equity

Sulla base della letteratura consolidata, gli input del PE possono essere raggruppati in quattro categorie principali, ciascuna corrispondente a un'area di intervento specifica.

- **Leva della Governance e del Management (Governance Engineering)**

È il meccanismo cardine della Teoria dell'Agenzia e funge da prerequisito per gli altri. Comprende il rafforzamento e, quando necessario, il ricambio del top management, spesso sostituendo o affiancando il management esistente con professionisti di livello con esperienza specifica (Easterwood et al., 2001). L'istituzione di un consiglio di amministrazione attivo e professionale, di piccole dimensioni e con membri nominati dal PE, è fondamentale per un monitoraggio efficace e una presa decisionale rapida (Gertner & Kaplan, 1996). A ciò si aggiunge l'implementazione o il potenziamento di sistemi formali di pianificazione e controllo (management engineering), come dashboard di KPI, processi di budgeting e cicli di pianificazione strategica, che spostano il focus della gestione su metriche di cassa e valore (es. EBITDA, ROIC, FCF).

- **Leva dell'Engineering Operativo (Operational Engineering)**

Questa leva interviene direttamente sui processi aziendali per migliorare efficienza e produttività. Include la razionalizzazione dei costi (cost cutting), attraverso la revisione critica dei costi SG&A e l'ottimizzazione degli approvvigionamenti. Un aspetto cruciale è il miglioramento della produttività (upscaling) tramite investimenti in automazione, l'adozione di principi di lean manufacturing e la riorganizzazione del lavoro per aumentare il fatturato per addetto o il margine per unità prodotta (Davis et al., 2014). Completa questa leva l'ottimizzazione del portafoglio di attività, con la vendita di asset non core

per liberare risorse e concentrarsi sul cuore del business.

- **Leva dell'Engineering Finanziario (Financial Engineering)**

Questa leva riguarda l'ottimizzazione della struttura e della gestione finanziaria. La ristrutturazione del capitale, attraverso l'introduzione di un livello di debito ottimale (leverage), mira a ridurre il costo medio del capitale (WACC) sfruttando lo scudo fiscale degli interessi passivi, ed è la caratteristica più distintiva del modello LBO tradizionale (Jensen, 1986). A questa si affianca una gestione attiva del capitale circolante, con azioni aggressive per ridurre i giorni di incasso, aumentare i giorni di pagamento e ottimizzare le scorte, liberando cash operativo. Infine, la gestione della tesoreria e la rinegoziazione del debito a condizioni più favorevoli completano gli interventi in questa area.

- **Leva della Crescita e dello Sviluppo Strategico (Strategic/Growth Engineering)**

È il meccanismo enfatizzato dalla RBV e sempre più centrale nel PE contemporaneo. Si articola in crescita organica, finanziando piani di investimento in CAPEX per l'espansione della capacità produttiva, lo sviluppo di nuovi prodotti o l'ingresso in nuovi mercati geografici. La crescita inorganica rappresenta una strategia sofisticata in cui un'acquisizione "piattaforma" viene utilizzata per consolidare un settore attraverso successive acquisizioni più piccole, realizzando sinergie operative e finanziarie (Fang et al., 2012). Infine,

la pianificazione strategica per l'exit guida l'intero processo, modellando il positioning e il profilo di crescita dell'azienda per renderla attraente per un potenziale acquirente o per il mercato borsistico.

1.4.2. I Risultati di Output: La Performance Misurata

Gli input descritti nel modello concettuale si traducono in una serie di output misurabili, che rappresentano il segnale empirico e concreto della creazione di valore. Questi output, classificabili su due livelli interdipendenti, costituiscono le variabili dipendenti fondamentali per la successiva verifica empirica.

- Output di Performance Operativa e Finanziaria (Misure Interne)

Questo primo livello di output cattura i miglioramenti nei fondamentali aziendali durante il periodo di detenzione, riflettendo direttamente l'efficacia delle leve operative e manageriali. Gli indicatori chiave includono:

- **Redditività e Margini:** L'aumento dell'EBITDA e dell'EBIT, nonché dei relativi margini percentuali sui ricavi, rappresenta il risultato diretto di interventi sui ricavi e sulla struttura dei costi.
- **Efficienza e Produttività:** Il miglioramento del Return on Invested Capital (ROIC) e del Return on Assets (ROA) misura l'incremento della redditività rispetto al capitale investito. L'asset turnover (ricavi/totale attivo) e il fatturato per dipendente sono metriche per valutare i

guadagni di produttività del capitale e del lavoro, spesso al centro degli interventi di operational engineering (Davis et al., 2014).

- **Generazione di Cassa:** L'incremento del Free Cash Flow (FCF) e l'efficienza nella conversione dell'EBITDA in cassa riflettono la redditività, e anche la qualità degli utili e l'efficacia della gestione del capitale circolante, che sono essenziali per servire il debito e finanziare la crescita (Jensen, 1986).
- **Crescita:** il tasso di crescita dei ricavi (sales growth) è l'output diretto e più visibile delle strategie di growth engineering e di espansione di mercato.
- Output di Creazione di Valore Ultima (Misure di Mercato)

Il secondo livello di output rappresenta la realizzazione finanziaria finale del valore creato, catturata al momento dell'exit o nella valutazione implicita dell'azienda. Queste misure sintetizzano l'impatto combinato di tutti i miglioramenti operativi e del contesto di mercato:

- **Enterprise Value (EV):** L'aumento dell'EV tra l'entry e l'exit del fondo è la misura finale di successo. Questo apprezzamento è il prodotto di due componenti: il miglioramento dei fondamentali operativi (che fa crescere l'EBITDA) e l'espansione del multiplo di valutazione (EV/EBITDA), quest'ultima influenzata dalla qualità della crescita, dal posizionamento strategico e dalle condizioni di mercato (Kaplan & Strömberg, 2009).

- **Rendimenti per gli Investitori:** Le metriche finali che giudicano l'operazione dal punto di vista del fondo sono il Multiple on Invested Capital (MOIC) e l'Internal Rate of Return (IRR) realizzati sulla singola partecipazione. Questi rendimenti, che incorporano l'effetto leva, sono l'output ultimo che convalida l'intero processo di creazione di valore.

La relazione tra i due livelli di output è sequenziale e causale: i miglioramenti nei fondamentali operativi e finanziari (primo livello) sono i driver che, nel tempo, determinano l'apprezzamento del valore d'impresa e dei rendimenti per gli investitori (secondo livello). La presente ricerca si focalizzerà principalmente sul primo livello di output (performance operative e di redditività), in quanto direttamente collegato all'azione del fondo durante la finestra osservabile del holding period, pur riconoscendo che il secondo livello ne rappresenta l'obiettivo finale e la validazione di mercato.

1.5. L'Evidenza Empirica Globale: Dalle Prove Iniziali a un Dibattito Articolato

L'indagine teorica sui meccanismi di creazione del valore trova un necessario riscontro nell'ampia e varia letteratura empirica che ha cercato di misurarne l'effettiva portata. L'evoluzione di questa evidenza non è lineare, ma riflette le trasformazioni del settore del PE stesso, l'affinamento dei metodi di ricerca e l'espansione geografica dei campioni di studio. Questo paragrafo ripercorre le principali "ondate" di ricerca, evidenziando come il consenso iniziale su forti

miglioramenti operativi si sia progressivamente articolato in un quadro più complesso e sfumato.

1.5.1. La Prima Ondata: Prove Iniziali di un Modello Vincente (Anni '80 - Inizi '90)

I primi studi accademici sistematici si concentrarono sui Leveraged Buyout (LBO) statunitensi degli anni '80, spesso di grandi dimensioni e su società pubbliche. Questo filone di ricerca ha prodotto evidenze empiriche robuste e coerenti, fornendo una solida validazione iniziale alla cosiddetta "Ipotesi di Jensen" (Jensen, 1989).

Il lavoro seminale di Kaplan (1989) su 76 grandi MBO pubblici dal 1979 al 1985 rappresenta il punto di partenza. I risultati furono inequivocabili: le aziende subivano, in media, un aumento del 42% dell'EBITDA operativo (aggiustato per il settore) nei tre anni successivi all'acquisizione, unito a significativi miglioramenti nei flussi di cassa e nella produttività del capitale. Contemporaneamente, Smith (1990) riscontrò aumenti del 20% nei flussi di cassa operativi per dollaro di vendite e per dipendente.

Questi studi pionieristici fornirono una chiara evidenza a supporto del modello teorico basato sulla Teoria dell'Agenzia. I risultati suggerivano che il meccanismo del LBO, con la sua combinazione di proprietà concentrata, incentivi allineati e disciplina del debito, fosse in grado di estrarre efficienza da organizzazioni considerate burocratiche e affette da problemi di free cash flow

(Jensen, 1986). L'interpretazione prevalente era che il valore venisse creato principalmente attraverso interventi di razionalizzazione, come la riduzione dei costi operativi e amministrativi, la vendita di asset non strategici e una gestione più aggressiva del capitale circolante. Questa prima ondata di ricerca dipinse dunque il PE come un "modello vincente" di riallocazione e disciplinamento manageriale, ponendo le basi empiriche per decenni di successivo dibattito accademico.

1.5.2. La Seconda Ondata: Risultati Misti e l'Ascesa del Growth PE (Anni 2000 - Presente)

A partire dagli anni 2000, il panorama della ricerca empirica si è notevolmente articolato, riflettendo la trasformazione del settore del PE stesso. L'espansione geografica in Europa, il crescente coinvolgimento di imprese private di medie dimensioni e la diversificazione settoriale hanno dato vita a una letteratura dai risultati più sfumati e complessi. Le evidenze di creazione di valore sono state confermate, ma spesso con minore intensità rispetto agli studi pionieristici. La ricerca di Guo et al., (2011) su buyout di società pubbliche statunitensi tra il 1990 e il 2006 ha rilevato miglioramenti significativi nella redditività operativa e nei flussi di cassa, ma di magnitudine più contenuta, suggerendo che i "frutti più facili" della razionalizzazione fossero stati colti o che la natura delle imprese target fosse evoluta verso realtà già più efficienti.

Contemporaneamente, è emerso con forza il fenomeno del "growth buyout", che ha sfidato lo stereotipo del PE come mero "asset stripper". Lo studio fondativo di Boucly et al., (2011) sul mercato francese ha dimostrato che le imprese coinvolte in LBO non solo crescevano più velocemente in termini di occupazione e fatturato rispetto a un gruppo di controllo, ma aumentavano anche gli investimenti (CAPEX) e la produttività, fornendo una solida evidenza empirica a supporto della prospettiva della Resource-Based View.

Nel contesto europeo più ampio, i risultati sono apparsi contrastanti, sottolineando l'importanza del contesto istituzionale e settoriale. Mentre studi come quello di Achleitner et al., (2010) sull'area germanofona hanno riscontrato miglioramenti significativi in redditività ed efficienza, ricerche su mercati specifici come quello italiano hanno evidenziato dinamiche più complesse. Scellato & Ughetto (2013), ad esempio, hanno rilevato nelle imprese italiane PE-backed una crescita degli asset e dell'occupazione accompagnata da un deterioramento della redditività aggiustata per il settore nel breve periodo, suggerendo possibili trade-off tra espansione accelerata e margini.

Parallelamente, si è intensificato il dibattito accademico fondamentale tra "selezione" (picking) e "creazione" (improving) di valore. Una parte crescente della letteratura, culminata nello studio di Gompers et al., (2016), si è interrogata sulla proporzione del valore attribuibile all'abilità di selezione ex-ante di target di qualità piuttosto che all'intervento attivo ex-post. La loro

indagine diretta ai General Partner ha evidenziato come questi attribuiscono un peso preponderante alla selezione del business model e del vantaggio competitivo, implicando che una componente rilevante dei rendimenti del PE potrebbe costituire un "premio per la selezione".

Questa seconda ondata di ricerca ha quindi spostato il dibattito da una visione monolitica del PE come meccanismo di pura razionalizzazione verso una comprensione più articolata, che riconosce il ruolo centrale della crescita strategica, l'importanza del contesto istituzionale e la necessità di distinguere empiricamente tra l'effetto della selezione e quello del miglioramento.

1.5.3. Una Sintesi Critica: Verso una Visione Contingente

La rassegna delle evidenze empiriche globali conduce a una sintesi articolata, che supera conclusioni monolitiche a favore di una visione contingente della creazione di valore nel Private Equity.

Il contesto emergente suggerisce che, la partecipazione di un fondo di PE è associata a miglioramenti della performance operativa e di redditività, sebbene l'entità e la tempistica di questi miglioramenti mostrino una significativa variabilità nel tempo e nello spazio (Metrick & Yasuda, 2010). Tuttavia, il dibattito si è spostato dal semplice "se" il PE crei valore al "come" e "in quali condizioni" questo avvenga.

In primo luogo, i meccanismi di creazione del valore non sono statici ma hanno subito un'evoluzione storica. Mentre negli anni '80 prevaleva un modello incentrato sull'engineering operativo e finanziario, coerente con la Teoria dell'Agenzia (Jensen, 1989), nel panorama contemporaneo il growth engineering, enfatizzato dalla Resource-Based View, ha assunto un'importanza crescente (Boucly et al., 2011). Questo shift riflette sia la saturazione delle opportunità di pura razionalizzazione in aziende mature, sia la crescente focalizzazione del PE su settori e imprese ad alto potenziale di crescita.

In secondo luogo, il contesto si rivela un moderatore fondamentale. Il settore industriale, la dimensione aziendale, la fase del ciclo economico e, in modo particolare, le istituzioni nazionali (efficienza del mercato del credito, normativa sul lavoro, fiscalità) influenzano fortemente quale mix delle "quattro leve" sarà applicabile ed efficace. Questo spiega la divergenza dei risultati tra studi condotti in diversi paesi europei e sottolinea l'impossibilità di generalizzare un unico modello.

Infine, la selezione del target (picking) è riconosciuta come una componente intrinseca e potenzialmente dominante del successo del PE. La capacità dei fondi di identificare ex-ante imprese con caratteristiche superiori può costituire di per sé una fonte di rendimenti anomali, confondendo l'analisi degli interventi ex-post (Gompers et al., 2016). Pertanto, bisogna controllare in modo

stringente la performance pre-acquisizione e le caratteristiche osservabili dell'impresa, al fine di isolare l'effetto netto della gestione attiva (improving).

Questa rassegna internazionale fornisce dunque il necessario benchmark teorico ed empirico per valutare i risultati nel contesto specifico del mercato europeo nel suo complesso.

Il quadro che emerge è quello di un'industria matura, il cui modello di creazione di valore si è evoluto da un focus quasi esclusivo sull'efficienza verso un approccio più bilanciato e strategico, dove la crescita gioca un ruolo altrettanto importante. Il passo successivo consiste quindi nell'applicare questa lente al contesto del campione europeo oggetto di questa ricerca, per verificarne la validità e individuarne le peculiarità all'interno del variegato panorama.

1.6. Il Contesto Europeo del Private Equity: Specificità Istituzionali e Stato dell'Arte della Ricerca

L'analisi teorica ed empirica globale fornisce un quadro di riferimento essenziale, ma la sua applicazione al contesto europeo richiede una contestualizzazione accurata. Il mercato del PE europeo non è un blocco omogeneo né una semplice replica dei modelli anglosassoni; è un ecosistema composito, modellato da un'articolata interazione di tradizioni imprenditoriali, quadri regolamentari e condizioni finanziarie nazionali, che ne influenza

profondamente la domanda, l'offerta e i potenziali meccanismi di creazione di valore (Wright, et al., 2005).

1.6.1. Caratteristiche Strutturali del Mercato Europeo e Variabilità Nazionale

Il Private Equity in Europa costituisce un ecosistema maturo e dinamico, ma profondamente segnato dalla sua natura composita. A differenza del mercato statunitense, più omogeneo nel suo framework istituzionale e finanziario, il panorama europeo è caratterizzato dalla coesistenza di modelli distinti che riflettono tradizioni imprenditoriali, sistemi giuridici e strutture finanziarie nazionali diverse (Wright, et al., 2005).

A livello continentale, emergono alcune caratteristiche strutturali comuni che definiscono il modo di operare del PE europeo contemporaneo.

In primo luogo, il mercato è dominato dalle operazioni di mid-market, che riguardano imprese con un valore aziendale tipicamente compreso tra i 50 e i 500 milioni di euro. Questo orientamento favorisce una relazione stretta e operativa tra il fondo e la portfolio company, presupposto essenziale per l'active ownership.

In secondo luogo, si osserva una marcata diversificazione settoriale degli investimenti, che spaziano dal manufacturing tradizionale e dai beni di consumo ai settori ad alta crescita come la tecnologia, l'healthcare e i servizi

B2B, riflettendo la struttura produttiva del continente (Invest Europe, 2023). Infine, accanto al classico modello del Leveraged Buyout (LBO), le operazioni di Growth Capital rivestono un ruolo di primo piano, indicando un chiaro orientamento strategico verso la creazione di valore attraverso la crescita (Boucly et al., 2011).

Tuttavia, questa cornice comune nasconde significative specificità nazionali che modulano l'applicazione concreta dei meccanismi teorici.

Il mercato del Regno Unito, di stampo anglosassone, è il più liquido e sofisticato, con un'incidenza maggiore di LBO complessi e operazioni public-to-private. Al contrario, l'Europa continentale è dominata dal capitalismo relazionale e familiare. In paesi come Italia, Germania, Francia e Spagna, il tessuto produttivo è composto in larga misura da Piccole e Medie Imprese (PMI), spesso a controllo familiare. In questo contesto, il PE assume frequentemente il ruolo di facilitatore della transizione generazionale (family buyout) e di agente di professionalizzazione, intervenendo in aziende solide ma bisognose di risorse, competenze manageriali e accesso a reti internazionali per compiere un salto di scala.

Questa diversità istituzionale implica che il bilanciamento tra i meccanismi della Teoria dell'Agenzia e della Resource-Based View non sia uniforme. In contesti di aziende già altamente efficienti (come il Mittelstand tedesco), il valore potrebbe essere creato prevalentemente abilitando la crescita e

l'innovazione (logica RBV). In contesti con margini di miglioramento gestionale più ampi, potrebbero invece risultare più pronunciati gli interventi di razionalizzazione e di ottimizzazione finanziaria (logica dell'Agenzia).

La presente ricerca, basandosi su un campione paneuropeo, ha l'obiettivo di catturare proprio questa complessità, testando la rilevanza dei diversi meccanismi di input in un panorama caratterizzato sia da tendenze comuni che da radicate differenze nazionali.

1.6.2. Rassegna dell'Evidenza Empirica Europea: Un Mosaico di Risultati

La ricerca empirica sul PE in Europa ha prodotto un corpus di evidenze sostanziali ma non privo di contrasti, riflesso diretto della diversità istituzionale e metodologica che caratterizza il continente. Da un lato, studi influenti hanno documentato impatti positivi. La ricerca fondativa di Boucly et al., (2011) sul mercato francese ha dimostrato che le imprese PE-backed superavano le comparabili in termini di crescita occupazionale, degli investimenti e della produttività, offrendo un forte supporto al meccanismo di growth enabling. Allo stesso tempo, studi come quello di Achleitner et al. (2010) nell'area germanofona hanno rilevato significativi miglioramenti nella redditività e nei margini operativi, evidenziando il ruolo del miglioramento dell'efficienza. D'altro canto, ricerche in contesti specifici, come quelle di Scellato e Ughetto (2013) per l'Italia, hanno a volte riscontrato trade-off nel

breve periodo tra crescita accelerata e performance di redditività, sottolineando la complessità del processo di trasformazione.

Nonostante questi contributi, permangono significative lacune conoscitive a livello continentale.

In primo luogo, la letteratura risulta frammentata lungo confini nazionali, con una scarsità di studi empirici quantitativi basati su ampi campioni paneuropei che permettano di distinguere gli effetti comuni del modello di PE dalle specificità locali (Wright et al., 2005).

In secondo luogo, l'attenzione si è concentrata prevalentemente sugli output di performance, con una limitata analisi sistematica dei meccanismi di input e del loro contributo relativo su scala europea. Manca un'indagine che, seguendo un framework integrato, quantifichi simultaneamente il ruolo della crescita, dell'efficienza operativa e della leva finanziaria in un contesto comparato. Infine, la marcata eterogeneità istituzionale europea richiede una prospettiva controllata che isoli l'effetto netto del PE, tenendo conto in modo rigoroso delle differenze nei sistemi finanziari, nelle normative e nei modelli di governance d'impresa. Colmare questi gap costituisce l'obiettivo centrale della presente analisi empirica.

1.6.3. Posizionamento nel Contesto Paneuropeo

La rassegna evidenzia come la letteratura empirica europea sul PE sia frammentata lungo confini nazionali, limitando la possibilità di giungere a conclusioni generalizzabili sul modello continentale. La presente ricerca si colloca per colmare questo gap attraverso una prospettiva paneuropea esplicita. Utilizzando un ampio campione integrato di transazioni, lo studio mira a identificare tendenze comuni robuste nei meccanismi di creazione del valore, isolando il nucleo operativo del PE europeo. Allo stesso tempo, la varietà del campione permetterà di esplorare e controllare empiricamente come l'eterogeneità istituzionale nazionale influenzi l'efficacia delle diverse leve. Questo approccio non sostituisce ma integra gli studi nazionali, fornendo una base empirica solida per comprendere il PE come fenomeno maturo dell'ecosistema finanziario europeo.

1.7. Sintesi del Quadro Teorico e Formulazione delle Ipotesi di Ricerca

Il percorso compiuto in questo capitolo ha fornito una sistematizzazione critica delle basi concettuali e dell'evidenza empirica riguardante la creazione di valore nel Private Equity.

A partire dalla definizione del fenomeno e del suo modello operativo ciclico (Kaplan & Strömberg, 2009), l'analisi ha delineato due principali architetture teoriche, la Teoria dell'Agenzia e la Resource-Based View, che offrono spiegazioni distinte, sebbene potenzialmente complementari, dei meccanismi

di valore.

Il framework integrato input-output ha successivamente operazionalizzato queste teorie, identificando quattro specifiche leve di intervento (Governance, Operativa, Finanziaria e di Crescita Strategica) e i loro esiti misurabili.

La rassegna della letteratura empirica globale ha mostrato un'evoluzione contestuale: dai chiari miglioramenti di efficienza riscontrati nei primi LBO statunitensi (Kaplan, 1989), si è passati a un quadro più articolato in cui il growth engineering ha assunto un ruolo centrale, specialmente nei mercati europei e nelle operazioni su PMI (Boucly, Sraer & Thesmar, 2011).

Il contesto europeo, infine, si è rivelato peculiare per la sua eterogeneità istituzionale e per la predominanza di un mid-market caratterizzato da operazioni di crescita e successione in imprese familiari (Wright et al., 2005).

Da questa analisi discendono le domande di ricerca per il caso paneuropeo, che questa tesi intende affrontare con un approccio empirico integrato. Si formulano le seguenti ipotesi derivate dal quadro teorico e dagli spunti della letteratura esaminata.

H1 — Ipotesi della Creazione di Valore Netta (Output): Le imprese europee sottoposte a un investimento di Private Equity registrano un miglioramento statisticamente significativo della loro performance finanziaria e operativa durante il periodo di detenzione del fondo, rispetto a un benchmark di imprese simili non PE-backed, dopo aver controllato per la performance pregressa e gli effetti settoriali.

H2 — Ipotesi del Meccanismo di Crescita (Input): Il principale meccanismo di creazione di valore del PE nel contesto europeo è l'abilitazione della crescita organica e strategica.

H3 — Ipotesi del Meccanismo di Efficienza Operativa (Input): Il PE apporta simultaneamente miglioramenti all'efficienza operativa e alla produttività del capitale delle imprese target.

H4 — Ipotesi del Meccanismo di Engineering Finanziario (Input): Il PE ottimizza la struttura finanziaria delle imprese target.

Queste quattro ipotesi non si escludono reciprocamente; piuttosto, mirano a verificare l'equilibrio relativo tra i diversi meccanismi nel contesto del campione europeo.

Il disegno della ricerca empirica che seguirà sarà strutturato per testare queste ipotesi in modo rigoroso su un campione integrato di transazioni europee.

CAPITOLO 2: Disegno della Ricerca e Metodologia Empirica

2.1. Introduzione e Prospettiva Logica della Verifica Empirica

Il presente capitolo ha l'obiettivo di definire il disegno metodologico e gli strumenti econometrici impiegati per sottoporre a verifica empirica le ipotesi di ricerca (H1-H4) formulate nel Capitolo 1, derivanti dal quadro teorico e dalla rassegna della letteratura. Coerentemente con il framework input-output adottato, la strategia di analisi si struttura in due fasi sequenziali, ciascuna mirata a rispondere a uno dei due livelli logici delle domande di ricerca:

- **Fase 1 - Analisi degli Output (Test di H1):** Verificare se l'ingresso del Private Equity sia associato a un miglioramento significativo e netto della performance economico-finanziaria dell'impresa target, isolando l'effetto dell'evento "ingresso del PE" da trend settoriali e dalla performance pregressa.
- **Fase 2 - Analisi dei Meccanismi di Input (Test di H2, H3, H4):** Indagare come tale eventuale cambiamento si generi, identificando e misurando il contributo relativo dei meccanismi operativi di crescita, efficienza e engineering finanziario.

La logica sottostante all'intero disegno è quella della inferenza controfattuale (Angrist & Pischke, 2009), il cui scopo è rispondere alla domanda: quale sarebbe stata la performance dell'impresa in assenza dell'intervento del PE? La metodologia è costruita per fornire la migliore approssimazione osservabile di questo scenario, affrontando esplicitamente la sfida fondamentale del selection bias tipica degli studi sul PE (Gompers et al., 2016). L'unità di analisi è la singola transazione di PE, mentre il periodo di osservazione si estende da tre anni prima a tre anni dopo la data di investimento (anno $t=0$). Questa finestra, standard nella letteratura (Guo et al., 2011), bilancia l'esigenza di catturare gli effetti dell'intervento attivo con la disponibilità di dati di bilancio affidabili e con la tipica durata della fase di holding nel contesto europeo.

È fondamentale chiarire che le due fasi sono concettualmente distinte: la validità dell'analisi dei meccanismi (Fase 2) non è condizionata dall'esito del test sull'effetto netto (Fase 1). Anche in assenza di un miglioramento medio statisticamente significativo, resta cruciale investigare se e attraverso quali canali il PE modifichi il profilo operativo-finanziario delle imprese target.

Questa analisi permette di comprendere la natura dell'intervento del PE e di testare se i meccanismi teorici (crescita, efficienza, leva) siano attivi, indipendentemente dal loro impatto medio aggregato sulla redditività nel periodo osservato.

2.2. Disegno della Ricerca e Strategia di Identificazione

Per rispondere alle domande di ricerca, è stato adottato un disegno empirico che combina un approccio longitudinale (studio dell'evoluzione nel tempo) con un'analisi cross-section (studio delle relazioni tra variabili in un dato momento). La strategia di identificazione si basa sull'utilizzo di tecniche econometriche volte a isolare la componente della performance attribuibile all'ingresso del PE.

2.2.1. Modello per la Verifica dell'Effetto Trattamento (Test di H1)

Per testare l'ipotesi H1, ovvero se la partecipazione del Private Equity generi un miglioramento della performance aziendale, si è adottato l'approccio metodologico basato sul modello seminale di Healy et al., (1992). Tale approccio, ampiamente consolidato nella letteratura sui buyout è specificamente disegnato per isolare la componente di performance attribuibile all'abilità dell'acquirente in un contesto di cambiamento di controllo.

La logica sottostante è la seguente: si confronta la performance media di un'impresa nel periodo successivo all'ingresso del PE con la sua performance media nel periodo precedente. Tuttavia, per isolare l'effetto del PE da trend di settore o macroeconomici, la performance viene prima "depurata" dalla dinamica media del settore di appartenenza dell'impresa.

Il modello viene implementato tramite le seguenti equazioni di regressione OLS:

$$(1) ROE_{post}^{adj} = \alpha + \beta_1 ROE_{pre}^{adj} + \beta_2 Age_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Leverage_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i$$

$$(2) ROA_{post}^{adj} = \alpha + \beta_1 ROA_{pre}^{adj} + \beta_2 Age_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Leverage_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i$$

$$(3) ROIC_{post}^{adj} = \alpha + \beta_1 ROIC_{pre}^{adj} + \beta_2 Age_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Leverage_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i$$

Definizione delle componenti chiave:

- **ROE_{post}, ROA_{post}, ROIC_{post} adjusted:** Sono le variabili dipendenti.

Rappresentano rispettivamente il Return on Equity (ROE), il Return on Assets (ROA) e il Return on Invested Capital (ROIC) dell'impresa *i* nel periodo post-PE, dopo un aggiustamento per il settore. L'aggiustamento è calcolato come la differenza tra il valore della variabile per l'impresa *i* in un dato anno e la mediana della stessa variabile per tutte le imprese del suo stesso settore (codice NACE a 2 cifre) in quello stesso anno. Il valore post utilizzato nella regressione è la mediana dei valori annuali aggiustati nel triennio successivo all'investimento (anni *t*+1, *t*+2, *t*+3).

- **ROE_{pre}, ROA_{pre}, ROIC_{pre} adjusted:** Sono le principali variabili indipendenti. Rappresentano la performance dell'impresa *i* nel periodo pre-PE, calcolata e aggiustata per il settore con la medesima logica (mediana degli anni *t*-3, *t*-2, *t*-1). Il loro coefficiente, β_1 , misura la persistenza della performance nel tempo. Un β_1 positivo e significativo

indica che le imprese con performance pregresse migliori tendono a mantenere performance superiori anche dopo.

- **Il parametro α** , l'intercetta, è il cuore del modello e il test per l'ipotesi H1. Dopo aver controllato per la performance pregressa (β_1), per le caratteristiche strutturali dell'impresa (età, dimensione, leva finanziaria) e per effetti fissi di settore e anno, l'intercetta α cattura la componente di performance post che non è spiegata dai fattori precedenti. In questo contesto, essa viene interpretata come la performance media aggiuntiva attribuibile all'ingresso del Private Equity (Healy et al., 1992). Pertanto, un valore di α positivo e statisticamente significativo fornirà evidenza empirica a supporto dell'ipotesi H1, indicando che il PE ha generato un miglioramento di performance netto e indipendente dalla storia pregressa dell'azienda.
- **Variabili di Controllo:** Il modello include un insieme di controlli per aumentare la robustezza della stima:
 - Age: Età dell'impresa al momento dell'investimento.
 - Size: Dimensione, mediana del logaritmo del totale attivo nel periodo post.
 - Leverage: Indebitamento medio nel periodo post.
- **Σ Industry e Σ Year:** Insiemi di variabili dummy per settore e anno, che catturano rispettivamente caratteristiche di settore costanti nel tempo e shock macroeconomici comuni a tutti i settori in un dato anno.

La scelta di questo metodo garantisce la comparabilità diretta dei risultati.

2.2.2. Modelli per l'Analisi dei Meccanismi di Creazione del Valore (Test di H2, H3, H4)

La seconda fase dell'analisi empirica è dedicata a indagare i meccanismi operativi attraverso i quali il Private Equity interagisce con le imprese target, rispondendo al come della creazione di valore. Questa fase procede indipendentemente dall'esito del test sull'output (H1), in quanto è concettualmente distinta e finalizzata a identificare i canali di input caratteristici dell'intervento del PE (Gompers et al., 2016). In altre parole, si passa a testare le ipotesi relative all'abilitazione della crescita (H2), al miglioramento dell'efficienza operativa (H3) e all'engineering finanziario (H4). Per questo scopo, si adotta un approccio di regressione multivariata cross-section che spiega la variazione negli indicatori di performance in funzione delle variazioni nelle variabili proxy dei meccanismi di input. L'analisi si concentra esclusivamente sul campione di imprese PE-backed.

La logica procedurale è la seguente: per ogni impresa i , si calcola la variazione (Δ) per le principali variabili finanziarie, operative e di crescita tra il periodo successivo all'ingresso del PE e il periodo precedente. Formalmente, la variazione per una generica variabile V è definita come:

$$\Delta V_i = V_{i,post} - V_{i,pre}$$

dove $V_{i,post}$ è la mediana del valore della variabile nel triennio post-investimento (anni t+1, t+2, t+3) e $V_{i,pre}$ è la mediana del valore nel triennio pre-investimento (anni t-3, t-2, t-1). L'utilizzo della mediana su una finestra di tre anni, anziché del valore di un singolo anno, ha l'obiettivo di smorzare la volatilità temporanea e di catturare una tendenza strutturale più stabile.

I modelli di regressione OLS stimati sono i seguenti:

$$(4) \Delta ROE_i = \alpha + \beta_1 SalesG_i + \beta_2 \Delta AT_i + \beta_3 \Delta CpxSales_i + \beta_4 \Delta NDE_i + \beta_5 ROE_i^{pre} + \beta_6 Age_i + \beta_7 Size_i + \sum Industry + \varepsilon_i$$

$$(5) \Delta ROA_i = \alpha + \beta_1 SalesG_i + \beta_2 \Delta AT_i + \beta_3 \Delta CpxSales_i + \beta_4 \Delta NDE_i + \beta_5 ROA_i^{pre} + \beta_6 Age_i + \beta_7 Size_i + \sum Industry + \varepsilon_i$$

$$(6) \Delta ROIC_i = \alpha + \beta_1 SalesG_i + \beta_2 \Delta AT_i + \beta_3 \Delta CpxSales_i + \beta_4 \Delta NDE_i + \beta_5 ROIC_i^{pre} + \beta_6 Age_i + \beta_7 Size_i + \sum Industry + \varepsilon_i$$

Definizione delle Variabili:

Variabili Dipendenti:

- ΔROE , ΔROA , $\Delta ROIC$ rappresentano la variazione nelle tre misure di performance.

Variabili Indipendenti (Meccanismi):

- SalesG: Il tasso di crescita medio dei ricavi nel periodo post rispetto al periodo pre. È la proxy principale per il meccanismo di crescita (H2). Un coefficiente β_1 positivo e significativo indicherà che un'accelerazione della crescita dei ricavi è associata a un miglioramento della

performance, supportando H2.

- ΔAT : Variazione nell'Asset Turnover (Ricavi/Attivo Totale). È una proxy per il meccanismo di efficienza operativa (H3), in quanto misura l'efficienza con cui l'azienda utilizza le sue attività per generare vendite. Un β_2 positivo supporterebbe H3.
- $\Delta CpxSales$: Variazione nell'intensità degli investimenti, misurata come Capex (spese in conto capitale) / Ricavi. È una seconda proxy per il meccanismo di crescita (H2), in quanto cattura l'aumento degli investimenti per la crescita futura.
- ΔNDE : Variazione nel rapporto Net Debt / EBITDA. È la proxy principale per il meccanismo di engineering finanziario (H4), poiché cattura le variazioni nella leva finanziaria e nella capacità di copertura del debito. Il segno e la significatività di β_4 verranno interpretati alla luce della teoria: un aumento efficiente della leva (H4) potrebbe avere un effetto positivo, mentre un eccesso di indebitamento uno negativo.

Variabili di Controllo:

- $ROE_{i,pre}$, $ROA_{i,pre}$, $ROIC_{i,pre}$: Il livello della performance nel periodo pre-investimento. Il suo controllo è fondamentale per tenere conto del fenomeno statistico della "mean reversion" (regressione verso la media), per cui imprese con performance iniziali molto basse (o alte) hanno una maggiore probabilità statistica di registrare variazioni positive (o negative) indipendentemente dall'intervento del PE.

- Age, Size: Et  e dimensione dell'impresa (log dell'attivo totale medio).
- Σ Industry: Insieme di dummy settoriali per controllare le caratteristiche strutturali dei diversi settori che potrebbero influenzare le variazioni di performance.

In sintesi, questi modelli consentono di quantificare il contributo relativo di ciascun canale di creazione del valore (crescita, efficienza, leva) al miglioramento complessivo della performance, offrendo una risposta empirica alle ipotesi H2, H3 e H4.

2.3. Definizione Operativa delle Variabili Chiave

Per garantire trasparenza e riproducibilit , questo paragrafo fornisce la definizione operativa precisa di tutte le variabili impiegate nei modelli econometrici descritti. Le formule si basano esclusivamente su dati di bilancio standardizzati.

La Tabella 1 riassume le definizioni, organizzando le variabili secondo il loro ruolo nel disegno di ricerca.

Variabili	Definizione / Osservazioni
Variabili dipendenti	
ROE	Utile netto dell'anno / Patrimonio netto.
ROA	Utile netto dell'anno / Totale attivo.
ROIC	$EBIT \times (1 - \text{aliquota fiscale}) / \text{Capitale investito}$.
Variabili esplicative / analizzate	
Crescita delle vendite (Sales Growth)	Tasso annuo composto di crescita dei ricavi di vendita.
Crescita dell'attivo (Asset Growth)	Tasso annuo composto di crescita del totale attivo.
Rotazione dell'attivo (Asset Turnover)	Ricavi di vendita / Totale attivo.
Vendite per dipendente (Sales/Employee)	Ricavi di vendita / Numero totale di dipendenti.
SG&A / Vendite	SG&A / Ricavi di vendita.
Costo per dipendente (Cost/Employee)	Costo del personale / Numero totale di dipendenti.
Margine EBITDA	EBITDA / Ricavi di vendita.
Capitale circolante netto (Working capital)	Rimanenze + Crediti commerciali + altre attività correnti – Debiti verso fornitori – altre passività correnti.
Capex	$\text{Immobilizzazioni}_t - \text{Immobilizzazioni}_{t-1} + \text{Ammortamenti e svalutazioni}_t$.
Debito netto (Net debt)	Indebitamento a lungo termine + Debiti – Disponibilità liquide e mezzi equivalenti.
Cash-flow / Vendite	Cash-flow / Ricavi di vendita.
Variabili di controllo	
Età (Age)	Anno della transazione – anno di costituzione dell'impresa.
Dimensione (Size)	Logaritmo naturale del totale attivo.
Leverage	Debito netto / EBITDA.

Tabella 1 - Definizione Operativa delle Variabili

2.4 Il Gruppo di Controllo e la Procedura di Aggiustamento Settoriale

Coerentemente con l'approccio metodologico di Healy et al. (1992) e con l'obiettivo di testare le ipotesi sul mercato europeo nel suo complesso, questa tesi utilizza una procedura di benchmarking settoriale per isolare l'effetto specifico del PE dalla dinamica media del settore di appartenenza dell'impresa.

La procedura, applicata ai modelli della Fase 1 (test di H1), consiste nei seguenti passaggi:

Per ogni impresa PE-backed i e per ogni anno t nell'intervallo di osservazione, si calcola il valore lordo della variabile di performance (es., ROA).

Si identifica il gruppo di controllo implicito per l'impresa i nell'anno t : tutte le imprese attive nello stesso settore, definite dal medesimo codice NACE a 2 cifre, per le quali il dato è disponibile nel database Orbis, escludendo l'impresa i stessa.

Si calcola la mediana della variabile di performance per questo gruppo di controllo settoriale nell'anno t .

Si calcola la variabile di performance aggiustata per il settore (industry-adjusted) per l'impresa i nell'anno t come:

$$Perf_{adj,i,t} = Perf_{lorda,i,t} - Mediana(Perf_{settore,t})$$

I valori $Perf_{adj,pre}$ e $Perf_{adj,post}$ utilizzati nelle regressioni dei modelli (1), (2) e (3) sono rispettivamente la mediana dei valori $Perf_{adj,i,t}$ nel triennio pre-investimento ($t-3, t-2, t-1$) e nel triennio post-investimento ($t+1, t+2, t+3$).

L'aggiustamento rimuove gli effetti di shock settoriali comuni (es., variazioni della domanda, prezzi delle materie prime) e i trend di lungo periodo del settore, permettendo di focalizzare l'analisi sulla performance relativa dell'impresa.

Per i modelli della Fase 2 (analisi dei meccanismi), il controllo per gli effetti di settore viene implementato in modo diverso ma concettualmente simile,

attraverso l'inclusione di variabili dummy per effetti fissi settoriali (codice Nace a 2 cifre) nelle equazioni di regressione (4), (5) e (6). Questo assorbe le differenze di livello medio nelle variazioni di performance tra settori diversi.

2.5. Analisi Complementare delle Variazioni Mediane Anno-per-Anno

Al fine di integrare i risultati delle regressioni multivariate e di ottenere una visione dinamica e granulare dell'evoluzione delle imprese target, la presente tesi include un'analisi descrittiva delle variazioni mediane delle variabili chiave su base annua.

Questo approccio, impiegato in studi analoghi (Guo et al., 2011), permette di osservare il timing e l'andamento degli effetti prima e dopo l'ingresso del Private Equity, offrendo intuizioni preziose sui meccanismi di transizione.

Per ogni impresa i nel campione PE-backed e per ogni variabile di interesse V (es., Ricavi, EBITDA, Capex, N. Dipendenti, Margini, Leverage), si calcola la variazione percentuale annua rispetto all'anno precedente, lungo tutta la finestra di osservazione (da $t-3$ a $t+3$). Formalmente, per un anno k compreso tra $t-2$ e $t+3$, la variazione per l'impresa i è:

$$\% \Delta V_{i,k} = \frac{V_{i,k} - V_{i,k-1}}{|V_{i,k-1}|}$$

Per le variabili di bilancio che possono assumere valori prossimi allo zero, il denominatore utilizza il valore assoluto per evitare distorsioni nel calcolo della

percentuale.

Successivamente, per ogni anno k nell'orizzonte temporale, si calcola la mediana delle variazioni percentuali $\% \Delta V_{i,k}$ su tutte le imprese i del campione.

L'utilizzo della mediana, al posto della media, garantisce che la misura di tendenza centrale sia robusta alla presenza di outlier estremi nei dati aziendali.

I risultati di questa analisi saranno presentati in forma tabellare e grafica.

L'analisi delle variazioni mediane fornisce dunque una prima evidenza empirica descrittiva a supporto o in contrasto con le ipotesi sui meccanismi ($H2$, $H3$, $H4$), che verranno poi testate in modo rigoroso attraverso i modelli di regressione multivariata. La combinazione dei due approcci, quello descrittivo-dinamico e quello inferenziale, conferisce robustezza e profondità all'indagine complessiva.

2.6. Limitazioni Metodologiche e Considerazioni sulla Validità della Ricerca

Sebbene il disegno metodologico adottato si fondi su approcci consolidati nella letteratura, è fondamentale riconoscere e discutere apertamente le sue limitazioni intrinseche. La consapevolezza di questi vincoli permette una corretta interpretazione dei risultati e ne delimita la portata esplicativa.

La principale sfida nell'identificare l'effetto causale del PE risiede nel selection bias. I fondi non investono in imprese scelte a caso, ma selezionano target con

caratteristiche specifiche (potenziale di crescita, solidità del modello di business, qualità del management).

L'approccio di Healy et al. (1992) controlla per la performance pregressa, ma non può escludere che i fondi selezionino imprese sulla base di fattori non osservabili (es., la qualità di un progetto di R&D non ancora brevettato, l'eccezionale dinamismo dell'imprenditore) correlati sia alla probabilità di essere scelti sia alla futura performance. Pertanto, una parte dell'effetto positivo attribuito al PE (l'intercetta α) potrebbe riflettere, in realtà, questa abilità di selezione (picking), non solo l'azione di governo attivo (improving).

Altre limitazioni riguardano i dati e la costruzione del campione. In primo luogo, l'aggiustamento per la mediana settoriale rappresenta un benchmark imperfetto, in quanto non tiene conto dell'eterogeneità intrasettoriale. In secondo luogo, la finestra di osservazione di 3 anni post-investimento, sebbene standard, potrebbe non catturare gli effetti di lungo termine delle strategie di crescita, privilegiando invece miglioramenti operativi a più breve periodo. In terzo luogo, il requisito di bilanci completi introduce un potenziale survivorship bias, escludendo le aziende fallite o fuse precocemente e rischiando di sovrastimare la performance media del PE. Infine, l'affidamento su dati dei bilanci pubblici e la variabilità nelle pratiche contabili tra paesi introducono rumore nelle variabili e limitano l'analisi a proxy indirette degli interventi manageriali.

Nonostante queste limitazioni, il disegno di ricerca incorpora diverse strategie di mitigazione volte a massimizzare la validità.

L'uso di un ampio campione paneuropeo aumenta la potenza statistica e permette di controllare per effetti fissi di paese e settore. La procedura di industry adjustment e l'inclusione della performance pregressa nei modelli riducono il rischio di confondimento da variabili osservabili. La combinazione di metodi analitici (descrittivi dinamici e regressioni multivariate) permette una triangolazione dei risultati. La trasparenza nella costruzione del campione consente infine una valutazione critica della portata dei limiti.

In conclusione, i risultati di questo studio devono essere interpretati come la migliore stima osservabile dell'associazione tra PE, performance e meccanismi correlati nel contesto dei dati disponibili, fornendo un'evidenza robusta, seppur non perfetta.

La metodologia qui descritta fornisce quindi la "cassetta degli attrezzi" analitica che sarà applicata al dataset descritto nel prossimo capitolo.

CAPITOLO 3: Dati e Costruzione del Campione

3.1. Introduzione

La validità e la robustezza di un'analisi empirica poggiano sulla qualità dei dati impiegati e sulla trasparenza del processo che conduce alla loro selezione. Questo capitolo ha pertanto l'obiettivo fondamentale di descrivere in modo dettagliato e replicabile le fasi di costruzione del dataset utilizzato per testare le ipotesi di ricerca formulate nello studio.

L'accesso a informazioni finanziarie granulari e la corretta identificazione degli eventi di investimento rappresentano una sfida metodologica significativa, data la natura privata delle operazioni di Private Equity (PE). Per superare tale sfida, è stata adottata una strategia di integrazione tra fonti multiple e sono stati applicati criteri di selezione stringenti.

Il capitolo illustrerà nel dettaglio le fonti primarie utilizzate, la metodologia di campionamento e i filtri applicati per giungere al campione analitico finale. Verranno inoltre presentate le statistiche descrittive essenziali, che forniscono una prima rappresentazione della struttura del campione in termini di distribuzione temporale, settoriale, geografica e dimensionale.

Questo percorso, dall'identificazione delle transazioni alla preparazione dei dati, costituisce la premessa indispensabile per l'analisi econometrica che sarà illustrata nel capitolo successivo, garantendo chiarezza sulla base empirica su cui si fondano tutte le conclusioni della tesi.

3.2. Fonti dei Dati e Processo di Integrazione

La costruzione di un dataset affidabile per l'analisi del Private Equity in Europa richiede l'integrazione di due distinte categorie di informazioni, ciascuna critica per rispondere alle domande di ricerca: (1) i dati transazionali, necessari per identificare con precisione l'evento di investimento e le parti coinvolte, e (2) i dati di bilancio, fondamentali per ricostruire la performance e la struttura finanziaria delle imprese target prima e dopo l'ingresso del PE.

Per la componente transazionale, il presente studio si è basato sul database Orbis modulo M&A (Bureau van Dijk), ampiamente riconosciuto nella letteratura internazionale per la copertura delle operazioni di Mergers & Acquisitions.

Esso fornisce informazioni dettagliate sulle transazioni di fusione e acquisizione a livello globale. Da ORBIS M&A sono state estratte tutte le variabili relative alla transazione stessa, tra cui: la data di completamento, il nome e il codice identificativo univoco (BvD ID) dell'impresa target, il nome e il tipo del compratore (identificato come fondo di PE), il valore dell'operazione (ove disponibile) e la percentuale di capitale acquisita.

Per la componente finanziaria e patrimoniale, i dati sono stati estratti dal database Orbis modulo Company Information (Bureau van Dijk), che fornisce i bilanci riclassificati in formato elettronico. Orbis permette di costruire serie storiche lunghe e coerenti per tutte le variabili operative e finanziarie definite nel capitolo precedente (ad esempio, Ricavi, EBITDA, Totale Attivo, Patrimonio

Netto, Debiti Finanziari).

Il principale vantaggio di questo approccio integrato risiede nell'utilizzo dello stesso ecosistema di database (ORBIS), il quale assegna a ogni impresa un identificatore univoco (il BvD ID). Questo ha reso automatico e affidabile l'abbinamento tra la scheda della transazione e la corrispondente serie storica di bilanci, eliminando gli errori di matching manuale e garantendo la correttezza dei dati associati a ogni impresa target.

3.3. Criteri di Selezione e Costruzione del Campione

La costruzione del campione analitico finale ha seguito una procedura rigorosa e articolata in due fasi principali: una prima fase di identificazione preliminare delle transazioni attraverso query mirate sul database, e una seconda fase di scrematura mediante l'applicazione di criteri di esclusione volti a garantire l'idoneità delle osservazioni per le analisi econometriche pianificate.

3.3.1. Identificazione Preliminare delle Transazioni

La fase di screening è stata condotta sul modulo ORBIS M&A con ultima verifica nel giorno 31 gennaio 2026. A causa della disponibilità dei dati nel database, il periodo di ricerca è stato definito tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2025. La strategia di ricerca ha adottato un approccio di filtraggio sequenziale e crescente (Tabella 2), applicando i criteri per identificare l'universo potenziale di operazioni di Private Equity (PE) in Europa.

Search Strategy			
Search Step		Step result	Search
1. Time Period	With status Announced, Completed - confirmed, Completed - assumed, Rumoured from 01/01/2015 12:00:00 AM until 31/12/2025 12:00:00 AM	1,809,969	1,809,969
2. Country (primary addresses)	Eastern Europe, Western Europe (Target)	1,022,434	467,899
3. Deal status	Completed - confirmed	2,256,926	357,716
4. Deal type	Institutional buy-out, Management buy-out, Minority stake, MBI / MBO	1,429,691	199,969
5. Business description	Private equity (Acquiror)	174,470	26,528
Boolean search	1 and 2 and 3 and 4 and 5		
TOTAL			26,528

Tabella 2 – Criterio di selezione dati Orbis M&A

La ricerca booleana combinando tutti i criteri (1 and 2 and 3 and 4 and 5) ha pertanto prodotto un campione preliminare di 26528 transazioni. Ciascuna entry corrisponde a un'operazione, completata tra il 2015 e il 2025, in cui un fondo di PE (Acquiror) ha acquisito una partecipazione, di controllo o di minoranza, in un'impresa target europea. Questo ampio insieme costituisce la base di partenza per le successive fasi di scrematura e validazione dei dati.

3.3.2. Applicazione dei Criteri di Esclusione e Definizione del Campione Finale

Il campione preliminare di 26528 transazioni è stato sottoposto a una serie sequenziale e rigorosa di criteri di esclusione, con l'obiettivo di ottenere un insieme di osservazioni idonee, omogenee e dotate di dati sufficienti per l'analisi econometrica. Questo processo di scrematura, fondamentale per la validità dei risultati, è sintetizzato nella Tabella 3.

Step	Criterio di Esclusione	Osservazioni Rimosse	Osservazioni Rimanenti
A	Campione iniziale (ORBIS M&A)	-	26,528
B	Aziende con più di un ingresso PE	11,985	14,543
C	Settore finanziario e assicurativo	1,606	12,937
D	Holding	502	12,435
E	Sponsor: governo o altre entità pubbliche	238	12,197
F	Nessuna informazione finanziaria disponibile per variabili chiave	10,827	1,370
	CAMPIONE FINALE ANALITICO	-	1,370

Tabella 3 - Processo di Costruzione del Campione Finale

Inizialmente, sono state escluse 11985 imprese che hanno ricevuto ingressi multipli e indipendenti di PE nel periodo osservato. Questa scelta è fondamentale per evitare la sovrapposizione degli effetti di diversi eventi di investimento su una stessa azienda, permettendo così di analizzare l'impatto di un singolo, chiaro cambiamento di governance.

Per garantire la comparabilità dei bilanci e focalizzare l'analisi su imprese con un'attività economica operativa tradizionale, sono stati applicati criteri di esclusione settoriale. Sono state rimosse 1606 imprese attive nei settori finanziario e assicurativo (codici NACE 64, 65, 66) e 502 imprese classificabili come holding pure (NACE 6420), la cui struttura patrimoniale e performance non sono direttamente confrontabili con quelle di aziende industriali o di servizi. Sono state inoltre escluse 238 transazioni con acquiror sponsor pubblici

o governativi, la cui logica d'investimento può divergere da quella della massimizzazione del valore finanziario tipica dei fondi di PE privati.

Ultimo criterio di esclusione più stringente e determinante ha riguardato la disponibilità dei dati di bilancio. Sono state rimosse 10827 imprese per le quali il database ORBIS non conteneva bilanci completi per tutti e tre gli anni del periodo pre-investimento ($t-3$, $t-2$, $t-1$) e per tutti e tre gli anni del periodo post-investimento ($t+1$, $t+2$, $t+3$). Questo requisito è assolutamente necessario per calcolare in modo affidabile le mediane triennali delle variabili di performance, come richiesto dai modelli econometrici del Capitolo 3.

Il processo di scrematura ha quindi condotto a un campione finale analitico di 1370 imprese PE-backed. Sebbene la dimensione sia inferiore al campione iniziale, essa rispecchia il tipico trade-off tra ampiezza e profondità dei dati negli studi empirici sul PE, privilegiando la completezza e l'affidabilità delle serie storiche finanziarie necessarie per applicare i modelli del 2.

Il campione finale rappresenta un insieme robusto e omogeneo di osservazioni, idoneo a fornire stime significative per il contesto Europeo.

3.4. Caratteristiche del Campione: Distribuzione Temporale, Settoriale, Geografica

Per comprendere il contesto di riferimento e valutare la rappresentatività del campione analitico finale, è utile esaminare le caratteristiche dell'universo più

ampio delle transazioni di Private Equity identificate, ossia il campione di 12197 imprese target risultante dall'applicazione di tutti i criteri di esclusione tranne quello relativo alla completezza dei dati finanziari (Step F della Tabella 3).

Questa analisi descrittiva fornisce una fotografia fedele della composizione del mercato Europeo del PE nel periodo 2015-2025 e del contesto da cui è stato selezionato il campione per l'analisi econometrica.

Distribuzione Temporale del Campione

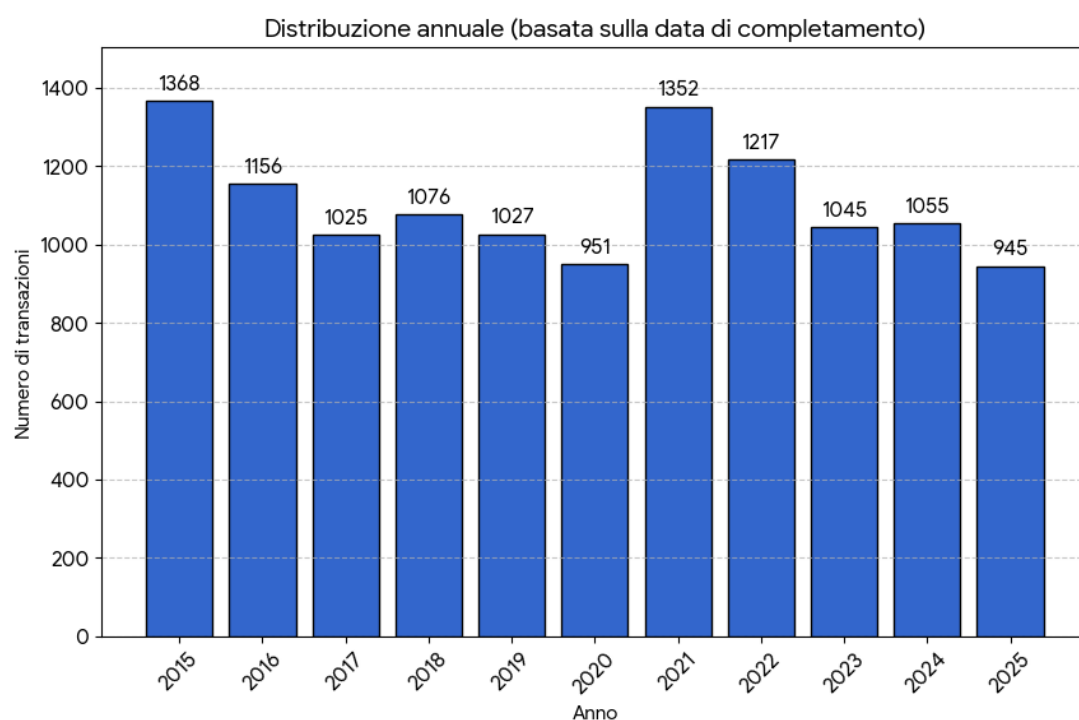


Figura 1 - Distribuzione Temporale del Campione (n=12197)

Fonte: Elaborazione propria su dati ORBIS M&A (2015-2025)

La Figura 1 illustra l'andamento nel tempo del numero di transazioni completate in Europa. L'attività di investimento mostra un elevato volume

all'inizio del periodo (2015: 1.368 transazioni), seguito da una relativa stabilizzazione e da una nuova impennata negli anni 2021 (1.352 transazioni) e 2022 (1.217 transazioni). Il leggero calo negli anni successivi (2023-2025) può riflettere una fase di normalizzazione del mercato dopo il picco post-pandemico, nonché l'impatto di condizioni macroeconomiche più incerte (rialzo dei tassi di interesse, tensioni geopolitiche).

L'andamento generale conferma la maturità e la liquidità del mercato del PE europeo, seppur soggetto a cicli di espansione e contrazione.

Distribuzione Settoriale del Campione

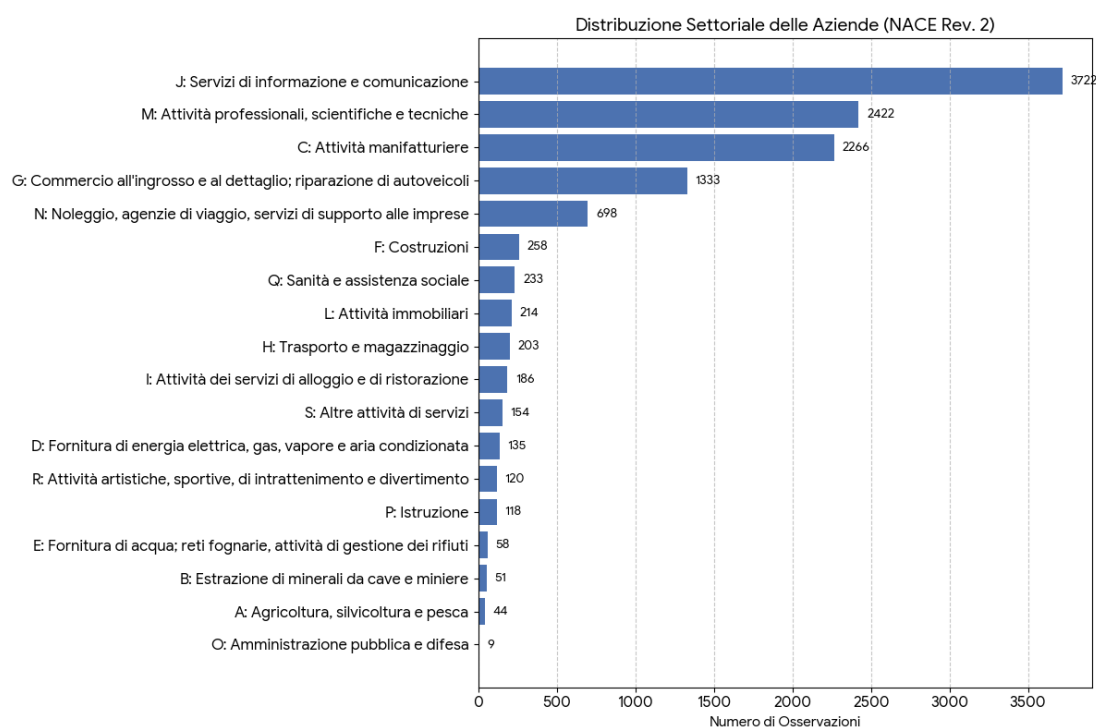


Figura 2 - Distribuzione Settoriale del Campione (n=12197)

Fonte: Elaborazione propria su dati ORBIS M&A (2015-2025)

La Figura 2 presenta la distribuzione dettagliata delle 12.197 imprese target per settore di attività economica a livello europeo (classificazione NACE a 2 cifre).

I dati rivelano una struttura del mercato estremamente diversificata, con una concentrazione significativa in tre settori chiave che insieme rappresentano quasi il 70% delle transazioni: i Servizi di informazione e comunicazione (30.5%), le Attività professionali, scientifiche e tecniche (19.9%) e le Attività manifatturiere (18.6%).

Questa triade dominante riflette le due anime del PE europeo contemporaneo: da un lato la spinta verso l'economia della conoscenza, digitale e dei servizi avanzati (settori J e M), dall'altro il tradizionale focus sul manufacturing e l'industria (settore C).

Il Commercio (10.9%) si conferma come un altro pilastro significativo. La lunga coda di settori che segue, ciascuno con una quota inferiore al 6%, testimonia la capillare penetrazione del PE in praticamente tutti i segmenti dell'economia reale europea, dai servizi di supporto alle imprese (5.7%) alla sanità (1.9%), dalle costruzioni (2.1%) ai servizi logistici (1.7%). Questa distribuzione evidenzia come il modello di investimento del PE in Europa sia ormai maturo e articolato.

Distribuzione Geografica del Campione

Per completare il quadro descrittivo del mercato europeo del Private Equity, è fondamentale analizzare la distribuzione geografica delle imprese target. La Figura 3 presenta la ripartizione per paese delle 12.197 transazioni identificate,

offrendo una chiara mappatura della concentrazione degli investimenti a livello continentale.

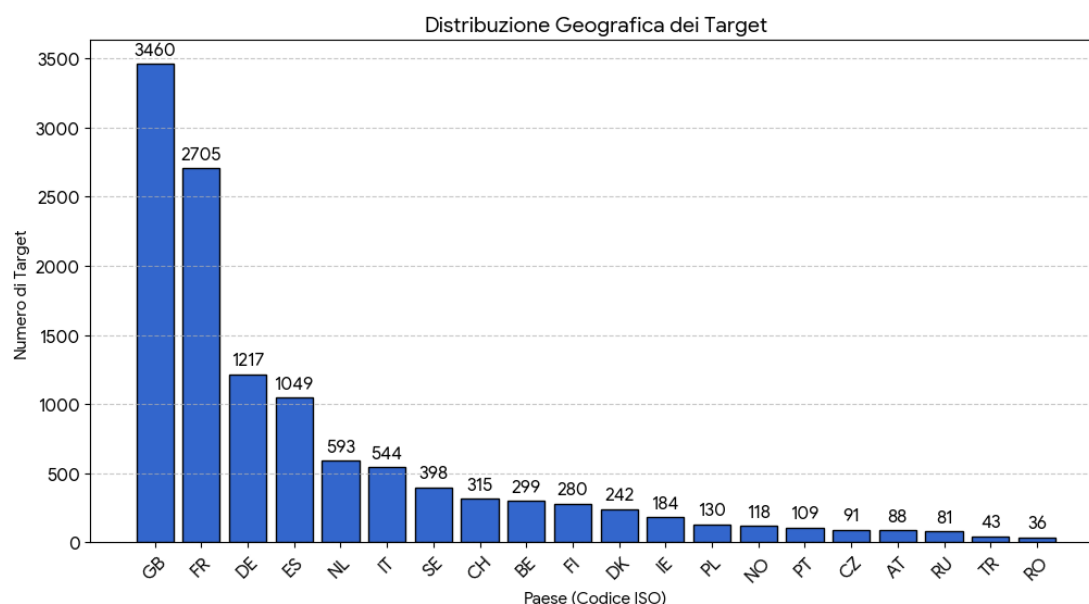


Figura 3 - Distribuzione Geografica del Campione (n=12197)

Fonte: Elaborazione propria su dati ORBIS M&A (2015-2025)

La distribuzione geografica evidenzia una marcata concentrazione degli investimenti in un numero limitato di economie mature dell'Europa occidentale e settentrionale. Il Regno Unito si conferma il mercato dominante, rappresentando da solo oltre un quarto di tutte le transazioni europee (28.4%), a testimonianza della profondità, liquidità e maturità del suo ecosistema finanziario e del PE. Segue la Germania (22.2%), che con il suo robusto tessuto di Mittelstand (PMI industriali) costituisce il secondo polo di attrazione per i

fondi. Francia (10.0%) e Spagna (8.6%) completano il gruppo dei "Big Four" europei, che insieme assorbono quasi il 70% del volume totale di transazioni.

L'Italia si posiziona al quinto posto con 593 transazioni (4.9% del totale), riflettendo un mercato nazionale maturo e significativo, seppur di dimensioni inferiori rispetto alle principali economie continentali. I Paesi Bassi (4.5%) e i paesi scandinavi (in particolare Svezia con il 3.3%) mostrano una presenza particolarmente vivace, spesso sproporzionata rispetto alle loro dimensioni economiche, grazie a framework normativi favorevoli e a un tessuto imprenditoriale innovativo.

La presenza dei paesi dell'Europa centrale e orientale (come Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria) è misurabile ma ancora limitata in percentuale (complessivamente circa il 4%), indicando un mercato del PE in fase di sviluppo in queste economie.

3.5. Statistiche Descrittive delle Variabili Chiave per il Campione Finale

Dopo aver applicato tutti i criteri di esclusione descritti nella Sezione 4.3, si ottiene un campione analitico finale di 1.370 imprese PE-backed con dati di bilancio completi per l'intera finestra di osservazione di sette anni (tre anni prima e tre anni dopo l'ingresso del PE). Questo campione costituisce la base per tutte le analisi econometriche successive.

La Tabella 4 presenta le statistiche descrittive delle principali variabili finanziarie e operative per questo campione.

L'analisi è condotta separatamente per il periodo pre-investimento (mediana dei valori negli anni $t-3$, $t-2$, $t-1$) e per il periodo post-investimento (mediana dei valori negli anni $t+1$, $t+2$, $t+3$), suddivisi in valori assoluti (Sezione A) e valori relativi (Sezione B).

L'analisi della distribuzione delle variabili rivela una marcata eterogeneità all'interno del campione.

Innanzitutto, deviazioni standard elevate (ad esempio, per Ricavi e Totale Attivo) indicano una grande dispersione dei dati attorno al centro della distribuzione. In secondo luogo, la distanza spesso considerevole tra il primo quartile ($Q1$) e il terzo quartile ($Q3$), che delimita il 50% delle osservazioni, conferma questa variabilità.

Tuttavia, l'evidenza più decisiva della presenza di valori estremi (outlier) e di una distribuzione fortemente asimmetrica è data dal confronto tra media e mediana: per molte variabili (come SG&A/Ricavi), la media è di ordini di grandezza superiore alla mediana. Questo conferma che la media aritmetica è distorta da poche osservazioni con valori eccezionalmente alti, rendendo la mediana la misura di tendenza centrale più robusta, e anche più rappresentativa del campione.

Variabili	Media	Mediana	Deviazione standard	1° quartile	3° quartile
A: Valori assoluti					
Ricavi (€M)					
T [-3 to -1]	1114.8	21.6	5349.4	5.5	108.7
T [+1 to +3]	969.7	28.5	5098.5	8.5	129.4
Totale attivo (€M)					
T [-3 to -1]	1588.8	21.8	9330.5	6.8	124.0
T [+1 to +3]	1355.6	36.1	7950.7	11.4	180.3
Ricavi per dipendente (€k)					
T [-3 to -1]	409.3	218.4	1154.0	106.9	393.3
T [+1 to +3]	477.3	220.7	1489.6	119.6	427.2
Costo per dipendente (€k)					
T [-3 to -1]	63.4	52.8	73.2	38.4	69.5
T [+1 to +3]	69.8	60.1	72.8	44.2	79.2
EBITDA (€M)					
T [-3 to -1]	160.1	2.3	1082.6	0.2	11.0
T [+1 to +3]	160.0	2.7	1428.2	0.1	12.8
Capex (€M)					
T [-3 to -1]	103.6	1.1	711.1	0.2	8.4
T [+1 to +3]	78.9	1.8	465.5	0.4	11.6
Debito netto (€M)					
T [-3 to -1]	298.1	0.2	2244.4	-1.7	11.3
T [+1 to +3]	233.8	1.2	1653.7	-1.6	18.4
Cash-flow (€M)					
T [-3 to -1]	152.5	2.5	918.5	0.6	12.2
T [+1 to +3]	153.1	3.5	1295.4	1.0	15.3
B: Valori relativi					
Indice di rotazione delle attività (x)					
T [-3 to -1]	1.0x	0.9x	0.9x	0.4x	1.4x
T [+1 to +3]	0.9x	0.8x	0.8x	0.4x	1.3x
SG&A / Ricavi (%)					
T [-3 to -1]	684%	53%	9573%	32%	88%
T [+1 to +3]	1702%	57%	36329%	35%	91%
Margine EBITDA (%)					
T [-3 to -1]	11%	11%	23%	4%	19%
T [+1 to +3]	9%	10%	23%	3%	19%
CCN / Ricavi (%)					
T [-3 to -1]	1943%	16%	27954%	3%	36%
T [+1 to +3]	334%	17%	9504%	2%	39%
Capex / Ricavi (%)					
T [-3 to -1]	2316%	7%	88583%	2%	21%
T [+1 to +3]	750%	8%	16224%	2%	24%
Debito netto / EBITDA (x)					
T [-3 to -1]	0.8x	0.4x	23.2x	-0.8x	2.1x
T [+1 to +3]	0.3x	0.4x	31.8x	-0.6x	2.4x
Cassa / Ricavi (%)					
T [-3 to -1]	1441%	13%	20281%	5%	33%
T [+1 to +3]	504%	13%	6144%	6%	28%

Tabella 4 – Statistiche descrittive delle principali metriche finanziarie e operative

Osservazioni Preliminari e Trend Descrittivi:

1. Crescita Dimensionale e degli Investimenti (Input H2 - Crescita): La mediana dei Ricavi mostra una crescita significativa del 32% (da 21.6 a 28.5 milioni di €) e la mediana del Totale Attivo aumenta del 66% (da 21.8 a 36.1 milioni di €). Contestualmente, la mediana del Capex cresce del 64% (da 1.1 a 1.8 milioni di €), mentre l'intensità degli investimenti (Capex/Ricavi) rimane sostanzialmente stabile attorno al 7-8%. Questi dati descrittivi suggeriscono una chiara espansione dimensionale e un consistente impulso agli investimenti in capitale fisso dopo l'ingresso del PE.
2. Andamento della Redditività e dell'Efficienza (Input H3 - Efficienza Operativa): La mediana dell'EBITDA aumenta in valore assoluto (da 2.3 a 2.7 milioni di €), ma il Margine EBITDA mediano registra un lieve calo (dall'11% al 10%). L'Asset Turnover mediano (Ricavi/Totale Attivo) rimane stabile intorno a 0.8x - 0.9x, indicando che l'aumento degli asset è stato proporzionale alla crescita dei ricavi. I Ricavi per Dipendente mediani sono stabili (circa 220k €), mentre il rapporto SG&A/Ricavi mediano aumenta leggermente (dal 53% al 57%). Questi segnali descrittivi potrebbero indicare un leggero trade-off nel breve periodo tra crescita e margini, senza chiari miglioramenti nell'efficienza operativa a livello mediano.

3. Dinamica della Struttura Finanziaria (Input H4 - Engineering Finanziario): La mediana del Debito Netto aumenta significativamente in termini assoluti (da 0.2 a 1.2 milioni di €). Tuttavia, il rapporto Debito Netto/EBITDA mediano rimane stabile e basso (0.4x), suggerendo che l'aumento del debito è stato accompagnato da una crescita proporzionale della capacità di generare reddito operativo. La gestione del capitale circolante (CCN/Ricavi) rimane stabile (circa 16-17%), mentre il rapporto Cassa/Ricavi mediano è stabile al 13%.

Queste osservazioni, puramente descrittive, delineano un quadro coerente con un modello di PE orientato alla crescita: l'espansione dimensionale e degli investimenti emergono come i fenomeni più marcati, mentre gli indicatori di efficienza operativa e redditività mostrano una sostanziale stabilità a livello mediano. La leva finanziaria, sebbene aumentata in valore assoluto, rimane moderata in rapporto all'EBITDA, suggerendo un uso prudente del debito. L'ampia dispersione dei dati attorno alle mediane sottolinea tuttavia l'importanza di analisi econometriche più approfondite.

Tali analisi, presentate nel prossimo capitolo, mirano a isolare l'effetto netto del PE e a testare formalmente le ipotesi di ricerca.

3.6. Costruzione del Gruppo di Controllo e Calcolo delle Variabili Aggiustate per il Settore

Per testare l'ipotesi H1 secondo l'approccio di Healy et al. (1992), è essenziale isolare la performance specifica delle imprese PE-backed dalla dinamica comune del loro settore di appartenenza. Questa tesi adotta una procedura di industry adjustment che utilizza il trend mediano annuale del settore come benchmark. Tutti i calcoli relativi a questa procedura, nonché l'intera preparazione e pulizia del dataset, sono stati automatizzati utilizzando il linguaggio di programmazione Python.

Definizione del Gruppo di Controllo Settoriale

Per ogni impresa PE-backed i e per ogni anno y nel periodo di osservazione, il gruppo di controllo è costituito da tutte le imprese europee non PE-backed attive nello stesso settore, identificato dal codice Nace a 2 cifre. Questo insieme di imprese, estratto dal database ORBIS, rappresenta il benchmark per il trend di settore. Le imprese PE-backed sono escluse dal calcolo del benchmark per evitare autocorrelazione.

Procedura di Calcolo delle Variabili Aggiustate (Industry-Adjusted)

La procedura per ottenere le variabili di performance aggiustate, da utilizzare nelle regressioni, si articola in quattro passaggi:

1. Calcolo della Variazione Annuale Individuale: Per ogni azienda p (sia del gruppo di controllo che PE-backed) e per ogni anno y , si calcola la

variazione annuale della variabile di performance M (es. ROA, ROE, ROIC):

$$\Delta M_{p,y} = M_{p,y} - M_{p,y-1}$$

2. Calcolo del Trend Mediano Annuale del Settore: Per ogni settore ind e anno y , si calcola la mediana delle variazioni annuali $\Delta M_{p,y}$ tra tutte le imprese del gruppo di controllo in quel settore-anno:

$$\widetilde{\Delta M}_{ind,y} = \text{mediana}_{p \in ind}(\Delta M_{p,y})$$

Questo valore rappresenta il cambiamento di performance tipico (trend) per quel settore in quell'anno specifico.

3. Costruzione della Metrica Aggiustata per l'Azienda-Anno: Per ogni impresa PE-backed i e anno y , si calcola il valore aggiustato sottraendo il trend mediano del suo settore dal suo valore lordo:

$$M_{i,y}^{adj} = M_{i,y} - \widetilde{\Delta M}_{ind,y}$$

Questa operazione rimuove dalla performance lorda dell'impresa la componente attribuibile al trend comune del suo settore in quell'anno.

4. Calcolo dei Valori Sintetici Pre e Post: Per ciascuna impresa PE-backed i , con anno di investimento T , si calcolano le mediane delle serie aggiustate nei periodi di tre anni pre e post:

- Valore pre-investimento: $M_i^{\text{adj,pre}} = \text{mediana}(M_{i,T-3}^{\text{adj}}, M_{i,T-2}^{\text{adj}}, M_{i,T-1}^{\text{adj}})$
- Valore post-investimento: $M_i^{\text{adj,post}} = \text{mediana}(M_{i,T+1}^{\text{adj}}, M_{i,T+2}^{\text{adj}}, M_{i,T+3}^{\text{adj}})$

I valori $M_i^{\text{adj,pre}}$ e $M_i^{\text{adj,post}}$ sono utilizzati come variabili nelle regressioni del modello di Healy et al. (1992) per testare H1. L'intercetta α stimata catturerà la componente di performance post-PE che non è spiegata dalla performance pregressa e che supera il trend mediano del settore, fornendo una misura stringente del valore aggiunto specifico attribuibile al Private Equity.

3.7. Conclusione del Capitolo

Il presente capitolo ha descritto in modo dettagliato il processo di costruzione del dataset empirico alla base di questa ricerca. Attraverso l'utilizzo integrato dei database ORBIS M&A e ORBIS Company Information, è stato possibile identificare un ampio insieme preliminare di transazioni di Private Equity a livello europeo (26.528 operazioni) e, successivamente, selezionare un campione analitico di alta qualità tramite l'applicazione di criteri di esclusione stringenti e coerenti con la letteratura.

Il processo di scrematura, culminato con l'esclusione delle imprese prive di bilanci completi per l'intero periodo di osservazione pre e post-investimento, ha portato alla definizione di un campione finale di 1.370 imprese PE-backed con dati finanziari completi.

L'analisi delle caratteristiche di questo campione a livello europeo ha rivelato una marcata concentrazione nei settori dei servizi di informazione e comunicazione, delle attività professionali/scientifiche e del manifatturiero, nonché una forte prevalenza geografica nel Regno Unito, Germania, Francia e Spagna, con l'Italia che si posiziona come quinto mercato per numero di transazioni.

Le statistiche descrittive delle variabili chiave hanno offerto un primo quadro dell'evoluzione delle imprese target, mettendo in luce un marcato trend di crescita dimensionale e degli investimenti, una stabilità della leva finanziaria rapportata all'EBITDA e andamenti contrastanti per gli indicatori di efficienza operativa e redditività.

La procedura di costruzione del gruppo di controllo e di calcolo delle variabili aggiustate per il settore, implementata in Python per garantire riproducibilità, fornisce la base metodologica per le successive analisi inferenziali. Questo campione, numericamente robusto e costruito con criteri trasparenti, costituisce una base solida e omogenea per le analisi econometriche che seguiranno.

CAPITOLO 4: Risultati Empirici

4.1. Introduzione

Il presente capitolo ha l'obiettivo di presentare e discutere i risultati delle analisi econometriche condotte sul campione definitivo di 1.370 imprese europee PE-backed, descritto nel Capitolo 3. Questa ampia base dati consente di testare con maggiore robustezza statistica le ipotesi di ricerca formulate e di offrire evidenza empirica aggiornata e rappresentativa a livello continentale.

Coerentemente con il disegno di ricerca delineato nel Capitolo 2, l'esposizione dei risultati si articola in due blocchi logici principali, corrispondenti alle due fasi della verifica empirica. La Sezione 4.2 è dedicata al test dell'ipotesi H1, volto a verificare l'esistenza di un effetto positivo del Private Equity sulla performance finanziaria e operativa. Le Sezioni 4.3, 4.4 e 4.5 esaminano, rispettivamente, i meccanismi di creazione del valore legati alla crescita (H2), all'efficienza operativa (H3) e all'engineering finanziario (H4), combinando analisi di variazioni mediane e regressioni multivariate.

4.2. Analisi degli Output: l'Impatto del PE sulla Performance Finanziaria (Test di H1)

Per testare l'ipotesi H1 è stato stimato il modello di Healy et al. (1992) così come specificato nel capitolo 2. I risultati delle regressioni OLS per le tre misure di performance, Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA) e Return on

Invested Capital (ROIC), sono presentati nella Tabella 5, sia per il campione con valori lordi ("Raw sample") sia per il campione con valori aggiustati per il settore ("Industry-adjusted sample"). Quest'ultimo rappresenta la specificazione più robusta, in quanto isola la performance specifica dell'impresa dal trend del suo settore di appartenenza.

	Raw sample			Industry-adjusted sample		
	ROEpost	ROApost	ROICpost	ROEpost	ROApost	ROICpost
Constant	-0.1514*** (0.001)	-0.0326** (0.022)	0.0212 (0.486)	-0.1407*** (0.000)	-0.0431*** (0.000)	0.0024 (0.923)
ROEPre	0.4744*** (0.000)			0.5060*** (0.000)		
ROAPre		0.5625*** (0.000)			0.5879*** (0.000)	
ROICPre			0.1658*** (0.000)			0.1835*** (0.000)
Age	0.0017*** (0.000)	0.0006*** (0.000)	0.0020*** (0.000)	0.0022*** (0.000)	0.0008*** (0.000)	0.0023*** (0.000)
Size	0.0137*** (0.000)	0.0028** (0.026)	-0.0017 (0.648)	0.0133*** (0.000)	0.0033*** (0.005)	-0.0013 (0.713)
Leverage	-0.0024 (0.312)	-0.0014** (0.024)	-0.0061*** (0.000)	-0.0027 (0.234)	-0.0016** (0.010)	-0.0061*** (0.000)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Observations	1335	1335	1335	1318	1318	1318
R-squared	0.374	0.517	0.160	0.330	0.479	0.109

Nota: I p-value sono riportati tra parentesi. Le variabili sono winsorizzate tra il 5° e il 95° percentile. Il campione grezzo include dummy di settore e dummy d'anno; il campione aggiustato per settore include solo dummy d'anno.

Tabella 5: Risultati delle regressioni (1) (2) (3) per il test dell'ipotesi H1

$$(Modello: Performance Post = \alpha + \beta_1 Performance Pre + Controlli + \varepsilon)$$

Interpretazione dei Risultati e Test di H1

L'elemento cruciale per il test dell'ipotesi H1 è il coefficiente della Costante (α). Secondo la metodologia di Healy et al. (1992), questo coefficiente stima la performance media post-investimento non spiegata dalla performance pregressa e pertanto attribuibile all'abilità del fondo di PE.

1. Evidenza Contraria per ROE e ROA: I risultati per le misure di redditività netta (ROE) e operativa (ROA) sono chiari e inattesi. Nel campione industry-adjusted, le costanti sono negative (-0.1407 per ROE e -0.0431 per ROA) e altamente significative ($p < 0.01$). Ciò indica che, dopo aver controllato per la performance pregressa relativa al settore e per le caratteristiche aziendali, le imprese PE-backed hanno registrato, in media, una performance di ROE e ROA inferiore a quella che ci si sarebbe potuti attendere. Questo risultato porta al rifiuto dell'ipotesi H1 per le metriche ROE e ROA.
2. Risultato Neutro per ROIC: Per il Return on Invested Capital (ROIC), la costante nel campione aggiustato è prossima allo zero (0.0024) e non statisticamente significativa ($p = 0.923$). Non vi è quindi evidenza statistica di un miglioramento (o peggioramento) attribuibile al PE nella redditività del capitale investito, una volta isolato l'effetto del settore. Anche in questo caso, l'ipotesi H1 non trova supporto.
3. Il Ruolo Determinante della Selezione (Picking): Un risultato secondario ma di grande importanza è la fortissima persistenza della performance pregressa. I coefficienti sulle variabili ROE Pre, ROA Pre e ROIC Pre sono tutti positivi e significativi all'1% (0.5060, 0.5879 e 0.1835 rispettivamente). Ciò conferma che la performance futura di un'impresa è fortemente predetta dalla sua performance passata relativa al settore. Nel contesto di questo modello, ciò suggerisce in modo potente che una

componente rilevante della performance delle imprese PE-backed è legata all'abilità dei fondi nel selezionare target che già outperformavano rispetto i loro concorrenti settoriali prima dell'acquisizione. Questo effetto di "selezione" (picking) è così forte da essere il principale predittore dei risultati successivi.

4. Controlli: I coefficienti per Age (positivo) e Leverage (negativo, specialmente per ROIC) sono spesso significativi e coerentemente orientati, suggerendo che imprese più mature e meno indebitate tendono a performare meglio.

Conclusione Parziale su H1

I risultati della fase di analisi degli output non supportano l'ipotesi H1 così come formulata. Non vi è evidenza empirica che l'ingresso di un fondo di Private Equity, di per sé, porti a un miglioramento statisticamente significativo della performance finanziaria (ROE, ROA, ROIC) delle imprese target nel periodo osservato (3 anni post-investimento), una volta adeguatamente controllato per la performance pregressa e il settore.

Al contrario, l'analisi rivela un dato potenzialmente più significativo: il fattore dominante sembra essere l'abilità di selezione (picking) dei fondi.

Le imprese scelte dai fondi di PE sono, in media, già delle outperformer settoriali prima dell'acquisizione, e questa caratteristica persiste nel tempo. Questo risultato sposta il focus della ricerca dalla pura

"creazione" di valore ex-post alla combinazione di "selezione" e "creazione". Le sezioni successive sono quindi cruciali per investigare se, nonostante l'assenza di un impatto medio positivo netto sulla performance finanziaria aggregata, il PE attui comunque cambiamenti operativi e strategici significativi (leve di input) nelle imprese in cui investe.

4.3. Analisi degli Input: Il Meccanismo di Crescita (Test Di H2)

4.3.1. Introduzione alla Verifica del Meccanismo Growth-Enabling

Avendo esaminato gli output di performance, la ricerca si sposta ora sull'analisi dei meccanismi di input per comprendere come il Private Equity interagisce con le sue imprese di portafoglio. In linea con il framework teorico e l'ipotesi H2, questa sezione verifica se il PE agisca prevalentemente come un abilitatore di crescita e rivitalizzazione strategica, in accordo con la prospettiva della Resource-Based View (RBV).

L'ipotesi H2 postula che, nel contesto europeo, l'ingresso del fondo sia associato a un'accelerazione significativa della crescita dimensionale, degli investimenti e dell'organico.

Per testare empiricamente questa ipotesi, si adotta un duplice approccio, già delineato nella metodologia: un'analisi descrittiva delle variazioni mediane anno-per-anno delle variabili di crescita (Tabella 6) e una successiva verifica attraverso regressioni multivariate.

La Tabella 6 riporta le variazioni percentuali mediane per un insieme di indicatori chiave, calcolate per intervalli annuali consecutivi nell'arco che va da tre anni prima a tre anni dopo l'investimento ($t=0$). Per ciascuna variazione è indicato il livello di significatività statistica (basato su test Wilcoxon signed-rank) e la dimensione del campione (N).

4.3.2. Presentazione e Interpretazione dei Risultati Descrittivi

Variable	-3→-2	-2→-1	-1→+1	+1→+2	+2→+3
Sales growth	9.0%***	12.0%***	20.6%***	10.0%***	10.1%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	957	1042	1044	1036	816
Asset growth	11.3%***	13.2%***	34.0%***	8.3%***	5.9%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	1274	1358	1354	1340	1042
Sales / Employee	1.0%**	3.6%***	3.8%***	3.9%***	7.2%***
P-value	(0.0113)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	839	906	884	880	689
SG&A / Sales	-0.0%	-0.7%***	1.8%***	0.1%	-0.4%*
P-value	(0.8056)	(0.0028)	(0.0000)	(0.8718)	(0.0688)
N	639	718	749	778	623
Cost / employee	1.9%***	2.4%***	6.7%***	3.6%***	4.4%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	1062	1136	1122	1124	869
Capex	23.0%***	21.1%***	86.5%***	-5.8%***	1.4%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	986	1205	1261	1269	983
Capex / Sales	0.0%	0.1%	1.5%***	-1.1%***	-0.8%***
P-value	(0.7548)	(0.6622)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	774	938	976	993	775
Number of employees	6.9%***	6.7%***	16.7%***	4.2%***	3.3%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
N	1128	1200	1181	1170	906

Tabella 6: Variazioni Percentuali Mediane negli Indicatori di Crescita e Struttura di Costo

L'evidenza empirica è inequivocabile e supporta in modo robusto l'ipotesi H2.

1. Accelerazione della Crescita Top-Line e Dimensionale: Il dato più eclatante è il balzo della crescita dei ricavi (Sales growth) nell'intervallo immediatamente successivo all'ingresso del PE ($t-1 \rightarrow t+1$), che raggiunge una mediana del 20.6%, quasi il doppio rispetto al trend già positivo dei periodi pre-investimento (9.0% e 12.0%). Questa accelerazione si mantiene sostenuta anche negli anni successivi (+10%). Parallelamente, la crescita del totale attivo (Asset growth) esplode al 34.0% nel primo anno post-ingresso, indicando una massiccia espansione del patrimonio aziendale. Questi dati descrivono un chiaro scatto dimensionale innescato dall'ingresso del fondo.
2. Investimenti Aggressivi in Capacità Produttiva e Capitale Umano: Il meccanismo di crescita è alimentato da un incremento senza precedenti degli investimenti in capitale fisso (Capex), che schizza all'86.5% nel periodo $t-1 \rightarrow t+1$. Anche l'intensità dell'investimento (Capex/Sales) aumenta significativamente (+1.5 p.p.), segnalando uno sforzo deliberato per potenziare la capacità produttiva. Contemporaneamente, l'organico (number of employees) cresce del 16.7%, il tasso più alto dell'intera finestra osservata. L'aumento del costo per dipendente (+6.7%) suggerisce sia possibili miglioramenti retributivi sia l'assunzione di profili professionali più qualificati o specializzati.

3. **Miglioramento della Produttività del Lavoro:** Un risultato di particolare rilievo è l'aumento significativo e persistente dei ricavi per dipendente (Sales/Employee), che accelera dall'1.0% pre-PE fino al +7.2% nel terzo anno post-ingresso. Ciò indica che la crescita dell'organico e delle vendite non avviene a scapito dell'efficienza, ma è accompagnata da un miglioramento della produttività media del lavoro. Questo dato contraddice lo stereotipo di una crescita "cieca" e supporta l'idea di una crescita qualitativa e meglio organizzata.
4. **Dinamica dei Costi:** Vi è un segnale di investimento, non di Razionalizzazione. L'andamento dei costi amministrativi e generali (SG&A/Sales, proxy) e del costo per dipendente è l'evidenza. Dopo un lieve calo pre-investimento, il rapporto SG&A/Sales aumenta dell'1.8% nel primo anno post-PE, per poi stabilizzarsi. Questo, unito alla già citata crescita del costo per dipendente, dipinge un quadro lontano da quello di un immediato e drastico "taglio dei costi". Piuttosto, suggerisce investimenti iniziali in strutture manageriali, sistemi di controllo, funzioni di supporto e competenze necessari a governare e sostenere il processo di crescita accelerata.

4.3.3. Discussione e Conclusione sul Test di H2

I risultati dell'analisi descrittiva forniscono una forte evidenza preliminare a sostegno dell'ipotesi H2. L'ingresso del Private Equity nel campione

paneuropeo si associa a una trasformazione inequivocabile del profilo di crescita delle imprese target:

- Accelerazione significativa e sostenuta dei ricavi e degli asset.
- Massiccio aumento degli investimenti in capitale fisso (CAPEX).
- Espansione dell'organico e contestuale miglioramento della produttività del lavoro.

Tuttavia, questa evidenza descrittiva deve essere interpretata alla luce dei risultati cruciali emersi dal test dell'ipotesi H1. Mentre si osserva un chiaro impulso agli input di crescita, l'analisi degli output di performance non ha rilevato un miglioramento netto e significativo della redditività (ROE, ROA, ROIC) attribuibile al solo intervento del PE.

Questo paradosso, crescita operativa senza un corrispettivo immediato di miglioramento della redditività netta, indica che la relazione tra crescita abilitata dal PE e creazione di valore finanziario è condizionata da altri fattori.

Il dato descrittivo è quindi coerente con una logica di investimento e di attivazione delle risorse in linea con la Resource-Based View (RBV). Il PE fornisce risorse finanziarie, strategiche e manageriali che sbloccano il potenziale di crescita latente delle imprese, permettendo loro di perseguire progetti di espansione altrimenti inattuabili. Il fatto che questa crescita avvenga contestualmente a un miglioramento della produttività del lavoro (Sales/Employee) suggerisce una gestione attenta del processo di scaling up.

Tuttavia, il mancato supporto a H1 impone una conclusione preliminare più cauta e sfumata rispetto all'ipotesi H2. L'evidenza mostra che il PE agisce come un abilitatore di crescita, ma la crescita di per sé non appare sufficiente a garantire, nel periodo osservato, un miglioramento netto della performance finanziaria isolato dall'effetto di selezione. Ciò solleva interrogativi fondamentali sulla qualità e l'efficienza di questa crescita, anticipando la necessità dell'analisi multivariata.

Pertanto, sulla base delle evidenze descrittive e del contesto fornito dal test di H1, si procede a un supporto preliminare ma condizionato dell'ipotesi H2. Il PE abilita inequivocabilmente un meccanismo di crescita accelerata, ma i risultati sulla performance netta suggeriscono che il valore finanziario finale non si genera automaticamente dalla crescita top-line. La verifica definitiva del contributo di questo meccanismo e l'indagine sul suo legame con l'efficienza operativa (potenziale mediatore chiave) richiederanno l'analisi integrata dei determinanti della performance nelle prossime sezioni, che controllerà simultaneamente per tutti i canali di input.

4.4. Analisi degli Input: Efficienza Operativa ed Engineering Finanziario (Test di H3 e H4)

Le analisi precedenti hanno delineato un quadro empirico complesso. Da un lato, il test dell'ipotesi H1 ha rivelato l'assenza di un miglioramento netto della

performance finanziaria (ROE, ROA, ROIC) attribuibile al solo intervento del Private Equity, evidenziando invece il ruolo dominante della selezione (picking). Dall'altro, l'analisi descrittiva del meccanismo di crescita (H2) ha mostrato una trasformazione operativa inequivocabile, caratterizzata da un'accelerazione degli investimenti e dell'espansione dimensionale.

Questa apparente dicotomia rende cruciale l'esame delle altre due leve teoriche di creazione del valore: il miglioramento dell'efficienza operativa (H3) e l'ottimizzazione tramite engineering finanziario (H4).

Questa sezione ha pertanto un duplice obiettivo, strettamente collegato ai risultati di H1:

1. Verificare se, accanto alla spinta espansiva, si osservino interventi volti a migliorare la redditività e l'efficienza operativa (H3), che potrebbero rappresentare una risposta o una contropartita necessaria alla crescita accelerata.
2. Valutare se il PE ristrutturati attivamente la struttura finanziaria delle imprese target (H4), e se tale intervento appaia funzionale alla crescita o costituisca invece un canale autonomo di valore.

L'analisi, basata sulle variazioni percentuali mediane delle variabili chiave (Tabella 7), mira a completare la mappa degli input del PE. Ci permetterà di capire se il modello osservato sia sbilanciato verso la pura crescita, con possibili costi in efficienza, o se invece persegua una strategia integrata che combini

espansione, razionalizzazione e ottimizzazione finanziaria, i cui effetti netti sulla redditività potrebbero manifestarsi con tempistiche diverse o essere oscurati dall'effetto selezione emerso in H1.

4.4.1. Verifica dei Meccanismi di Ottimizzazione

Variable	-3 to -2	-2 to -1	-1 to 1	1 to 2	2 to 3
EBITDA	9.5%***	16.9%***	4.4%	5.9%***	11%***
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.5853)	(0.0002)	(0.0000)
Observations	1211	1297	1300	1297	1002
EBITDA margin	0.4%***	0.8%***	-0.8%***	-0.2%	0.3%
P-value	(0.0002)	(0.0000)	(0.0000)	(0.9760)	(0.1691)
Sample	1050	1122	1126	1144	898
Asset turnover	-0.4%**	-0.1%*	-4.2%***	0%*	2%***
P-value	(0.0105)	(0.0992)	(0.0000)	(0.0957)	(0.0000)
Observations	978	1063	1063	1057	827
Cash-flow / Sales	0.3%***	0.3%	-0.1%	-0.2%**	-1.6%***
P-value	(0.0077)	(0.6379)	(0.8152)	(0.0157)	(0.0000)
Observations	944	1033	1036	1036	803
Working capital	10.3%***	14.8%***	12.4%***	6%***	4.1%**
P-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0005)	(0.0296)
Observations	923	964	952	939	750
WK / SALES	0.2%	0.6%	-1.1%*	0.1%	0%
P-value	(0.2498)	(0.2318)	(0.0793)	(0.8363)	(0.4718)
Observations	645	681	669	672	544
Net Debt	-4.3%***	-2%	16.1%***	6.4%***	4.3%***
P-value	(0.0048)	(0.1404)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0001)
Observations	1210	1345	1343	1328	1024
ND / EBITDA	-0.11x***	-0.04x	0.15x***	-0.08x	-0.03x
P-value	(0.0011)	(0.5484)	(0.0004)	(0.1341)	(0.6123)
Observations	1152	1286	1289	1285	984
D/E ratio	0%	0%	0%**	0%*	-0.1%**
P-value	(0.6988)	(0.2069)	(0.0236)	(0.0844)	(0.0155)
Observations	1226	1352	1343	1328	1033

Tabella 7: Variazioni Percentuali Mediane negli Indicatori Operativi e Finanziari

A. Risultati sul Meccanismo di Efficienza Operativa (H3)

I dati relativi agli indicatori operativi forniscono un quadro complesso e sfumato, che non supporta in modo netto l'ipotesi H3 di un immediato miglioramento dell'efficienza.

1. Peggioramento dei Margini e dell'Efficienza del Capitale nel Breve Termine: L'indicatore più diretto di performance operativa, il margine EBITDA, registra una riduzione significativa dello 0.8% nel primo periodo post-ingresso ($t-1 \rightarrow t+1$), invertendo il trend positivo pre-investimento. Contemporaneamente, l'asset turnover, misura dell'efficienza con cui le attività generano ricavi, subisce un marcato peggioramento del -4.2%. Questo duplice segnale è coerente con un trade-off di breve periodo tra crescita e redditività. L'esplosione degli investimenti (Capex +86.5%, Tabella 6) e l'espansione dell'organico possono aver temporaneamente aumentato i costi fissi e il capitale investito più rapidamente della capacità di generare ricavi e profitti, comprimendo margini e rotazione.
2. Segnali Positivi di Medio Termine e Gestione del Capitale Circolante: Il quadro inizia a cambiare dal secondo anno in poi. Il margine EBITDA torna a crescere in valore assoluto (+5.9%, +11.0%) e l'asset turnover mostra una significativa ripresa nel terzo anno (+2.0%). Inoltre, sebbene il capitale circolante lordo (Working Capital) cresca in valore assoluto, il

suo rapporto con i ricavi (WK/SALES) si riduce dell'1.1% subito dopo l'ingresso del PE. Questo suggerisce un miglioramento nell'efficienza della gestione del circolante, probabilmente frutto di un'attenta gestione di crediti, debiti e scorte.

3. Conclusioni Preliminari su H3: L'evidenza descrittiva non consente di accettare l'ipotesi H3 nella sua formulazione di un miglioramento immediato e generalizzato. Piuttosto, indica una sequenza temporale: una fase iniziale di investimento e assorbimento di costi (con possibile peggioramento di alcuni indici di efficienza), seguita da una razionalizzazione e da miglioramenti di produttività che emergono nel medio termine (anni +2 e +3). Il PE sembra quindi tollerare, e forse pianificare, una temporanea compressione dei margini per finanziare la crescita futura.

B. Risultati sul Meccanismo di Engineering Finanziario (H4)

I dati sulla struttura finanziaria offrono un'evidenza molto più chiara e diretta a sostegno dell'ipotesi H4.

1. Aumento Significativo e Immediato della Leva Finanziaria: L'indicatore più emblematico, il Net Debt, mostra un incremento del 16.1% nel periodo immediatamente successivo all'ingresso del PE ($t-1 \rightarrow t+1$). Anche il rapporto Debito Netto/EBITDA (ND/EBITDA) aumenta di 0.15x, diventando significativo. Questo conferma che i fondi

utilizzano attivamente il debito per finanziare l'acquisizione e/o i piani di crescita delle imprese target, implementando un classico meccanismo di leveraged buyout.

2. Gestione Attiva e Razionale della Struttura del Debito: Dopo l'aumento iniziale, sia il Net Debt che il rapporto ND/EBITDA mostrano una crescita più moderata o una stabilizzazione negli anni successivi. Il rapporto Debiti/Equity (D/E) presenta variazioni percentuali minime ma statisticamente significative, suggerendo un aggiustamento della struttura del capitale. Questo pattern è coerente con una strategia finanziaria attiva: viene iniettata leva all'ingresso per massimizzare il rendimento dell'equity e finanziare gli investimenti, per poi gestirne il rientro o la stabilizzazione grazie alla crescita della capacità reddituale (EBITDA).
3. Conclusioni Preliminari su H4: I risultati forniscono forte evidenza descrittiva a sostegno dell'ipotesi H4. Il PE attua un chiaro intervento di engineering finanziario, caratterizzato da:
 - Un aumento iniziale della leva (debito).
 - Una gestione dinamica del rapporto debito/reddittività nel tempo.
 - Un uso della leva che appare funzionale al finanziamento della crescita osservata nella sezione precedente, piuttosto che fine a sé stesso.

4.4.2. Discussione Integrata e Conclusione Parziale su H3 e H4

L'analisi congiunta dei meccanismi operativi e finanziari, alla luce del contesto fornito dal test di H1, rivela un quadro empirico complesso e dinamico. La descrizione degli input mostra azioni concrete del PE, ma i loro effetti netti sugli output di redditività appaiono differiti nel tempo e mediati da altri fattori.

1. Il Trade-Off Temporaneo e la Sequenza di Valorizzazione: I dati suggeriscono che i fondi perseguono una strategia sequenziale. La priorità iniziale è l'espansione aggressiva (H2), finanziata anche attraverso un aumento significativo della leva finanziaria. Questa fase comporta un assorbimento temporaneo di costi e un peggioramento iniziale di alcuni indicatori di efficienza (come margine EBITDA e Asset Turnover), che si allinea con una prima lettura sfavorevole di H3. Tuttavia, questa fase non rappresenta necessariamente inefficienza, ma investimento deliberato. La successiva stabilizzazione e ripresa di tali indicatori negli anni +2 e +3 suggerisce che l'attenzione possa spostarsi verso la razionalizzazione operativa e il miglioramento della produttività, una volta raggiunta una scala maggiore.
2. Conclusioni Preliminari e Domande per l'Analisi Multivariata: Sulla base dell'evidenza descrittiva emergono due tendenze chiare, la cui interpretazione causale richiede tuttavia un test più stringente:

- H3 (Efficienza Operativa): I dati non mostrano un miglioramento immediato e generalizzato. Si osserva piuttosto una sequenza temporale che potrebbe portare a guadagni di efficienza solo nel medio termine.
- H4 (Engineering Finanziario): L'uso attivo della leva finanziaria all'ingresso è un meccanismo chiaramente osservabile nei dati descrittivi. Tuttavia, questa evidenza non stabilisce se tale intervento sia un motore autonomo di creazione di valore operativo o semplicemente uno strumento finanziario neutro, funzionale al finanziamento dell'acquisizione e degli investimenti (crescita). La sua reale efficacia nel guidare i miglioramenti di performance sarà testata nei modelli di regressione.

Il quadro descrittivo degli input del PE che emerge è quindi quello di un intervento integrato e multi-fase. La verifica definitiva del contributo relativo e netto di ciascun meccanismo (crescita, efficienza, leva) alla variazione di performance, e quindi la risposta conclusiva alle ipotesi H2, H3 e H4, richiede l'analisi multivariata controllata della prossima sezione.

4.5. Analisi Multivariata Dei Determinanti Della Performance (Test Integrato di H2, H3, H4)

Le analisi descrittive delle Sezioni 4.3 e 4.4 hanno fornito evidenze preliminari sui meccanismi di input attivati dal Private Equity. Tuttavia, per isolare il

contributo netto di ciascun meccanismo alla variazione di performance e testare rigorosamente le ipotesi H2, H3 e H4 in un contesto controllato, è necessaria un'analisi multivariata. Questa sezione presenta e discute i risultati delle regressioni OLS cross-sectional (modelli (4), (5), (6) del Capitolo 2), il cui obiettivo è spiegare le variazioni negli indicatori di performance (ΔROE , ΔROA , $\Delta ROIC$) in funzione delle variazioni nelle proxy dei meccanismi di crescita, efficienza e leva finanziaria.

Per garantire robustezza, i modelli sono stimati utilizzando due diverse definizioni della finestra temporale per calcolare le variazioni:

1) la differenza tra la mediana del triennio post-investimento ($t+1$, $t+2$, $t+3$) e il valore dell'anno immediatamente precedente l'investimento ($t-1$);

2) la differenza tra la mediana del triennio post e la mediana del triennio pre-investimento ($t-3$, $t-2$, $t-1$).

I risultati, riportati nella Tabella 8, consentono di quantificare l'impatto marginale di ciascun meccanismo, tenendo sotto controllo la performance pregressa, l'età, la dimensione, la leva iniziale e gli effetti fissi settoriali e annuali.

Variable	$\Delta ROE [-1 \rightarrow +3]$	$\Delta ROA [-1 \rightarrow +3]$	$\Delta ROIC [-1 \rightarrow +3]$	$\Delta ROE [-3 \rightarrow +3]$	$\Delta ROA [-3 \rightarrow +3]$	$\Delta ROIC [-3 \rightarrow +3]$
SalesG	-0.5822 (0.5910)	-0.7355** (0.0386)	-0.0057 (0.5401)	-0.7021 (0.1892)	-0.2841 (0.1314)	-0.0104* (0.0800)
Δ Asset turnover	12.3192*** (0.0002)	6.1835*** (0.0000)	0.1741*** (0.0000)	14.7687*** (0.0000)	5.3434*** (0.0000)	0.1610*** (0.0000)
Δ Net debt / EBITDA	0.2965 (0.1702)	0.0141 (0.8230)	-0.0038** (0.0291)	0.2096 (0.3528)	-0.0542 (0.3845)	-0.0033 (0.1098)
Δ Capex / Sales	2.1153 (0.3737)	-0.1601 (0.8358)	0.0257 (0.2525)	-0.2665 (0.9127)	-0.0313 (0.9695)	-0.0041 (0.8797)
(ROE/ROA/ROIC)^Pre	-0.5340*** (0.0000)	-0.4163*** (0.0000)	-0.4685*** (0.0000)	-0.4285*** (0.0000)	-0.3649*** (0.0000)	-0.5427*** (0.0000)
Age	0.1313*** (0.0010)	0.0369*** (0.0024)	0.0013*** (0.0002)	0.1579*** (0.0003)	0.0321** (0.0126)	0.0015*** (0.0005)
Size	0.6750* (0.0885)	0.2301* (0.0585)	0.0049 (0.2390)	0.7223* (0.0863)	0.2274* (0.0685)	0.0013 (0.8024)
Leverage (NDE t+1)	-0.2337 (0.2564)	-0.0913* (0.0675)	-0.0012 (0.4437)	-0.1970 (0.3648)	-0.0853* (0.0921)	-0.0022 (0.2170)
Constant	-12.1178** (0.0324)	-1.3853 (0.3541)	-0.0098 (0.7624)	-12.3281** (0.0302)	-1.8091 (0.2215)	0.0078 (0.8269)
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	955	964	902	984	984	948
R Squared	0.4282	0.4331	0.4032	0.3042	0.3488	0.3971

Tabella 8 - Risultati delle Regressioni Multivariate sui Determinanti della Variazione di Performance

Il Ruolo Determinante dell'Efficienza Operativa

L'esito più robusto e trasversale dell'intera analisi è il ruolo primario e determinante del miglioramento dell'efficienza operativa. La variazione dell'Asset Turnover (ΔAT) si conferma come il coefficiente positivo e altamente significativo in tutti i modelli stimati.

Questo risultato fornisce una piena e forte conferma dell'ipotesi H3, indicando che il miglioramento nella produttività del capitale investito è il principale driver statistico dei guadagni di redditività (ROA, ROE, ROIC).

L'impatto economico è rilevante: un incremento di un punto percentuale nell'Asset Turnover è associato, a parità di altre condizioni, a un aumento di oltre 6 punti percentuali nel ROA. Il Private Equity si configura dunque non come un semplice tagliatore di costi, ma come un abilitatore di un'efficienza allocativa, che massimizza la capacità degli asset, sia esistenti che nuovi, di generare ricavi.

Il Paradosso della Crescita: Evidenza Contrastante per H2

In netto contrasto con l'evidenza descrittiva di una crescita accelerata, l'analisi multivariata rivela un paradosso della crescita. Il coefficiente associato alla crescita dei ricavi (SalesG) risulta non significativo o, in alcune specificazioni, persino negativo. Questo esito fornisce una conferma solo parziale e fortemente condizionata dell'ipotesi H2. Dimostra che, a parità di efficienza operativa, una crescita top-line più rapida non si traduce automaticamente in una migliore performance finanziaria. La crescita abilitata dal PE crea valore non in quanto tale, ma solo nella misura in cui è crescita efficiente, ossia accompagnata e sostenuta da miglioramenti nella produttività del capitale. La crescita rappresenta così il terreno di gioco necessario, ma l'efficienza ne costituisce il meccanismo di punteggio.

Il Ruolo Ambiguo dell'Engineering Finanziario (H4)

Per quanto riguarda l'engineering finanziario, i risultati sono netti: la variazione della leva (Δ Net Debt/EBITDA) non mostra alcuna correlazione sistematica e significativa con i miglioramenti di performance. L'ipotesi H4 non trova dunque supporto nell'analisi multivariata. L'aumento del debito, sebbene osservato empiricamente all'ingresso, non si configura come un meccanismo autonomo di creazione di valore operativo. La sua funzione appare puramente strumentale e neutrale: è il mezzo finanziario che abilita l'acquisizione e gli investimenti, ma non il motore che direttamente guida il miglioramento dei fondamentali aziendali.

Il Potente Effetto della "Mean Reversion" e della Selezione

Un ulteriore risultato degno di nota è il potente effetto negativo della performance pregressa, che conferma il fenomeno statistico della regressione verso la media (mean reversion). Questo rinforza l'interpretazione secondo cui i fondi selezionano imprese con performance pregresse eccellenti, per le quali ulteriori, drastici miglioramenti marginali sono statisticamente più difficili da ottenere.

In sintesi, l'analisi multivariata svela la gerarchia causale del meccanismo di valore nel PE europeo. Il modello che emerge è quello di un catalizzatore di efficienza: il fondo fornisce risorse e governance per abilitare una fase di espansione, ma il vero motore della valorizzazione finanziaria è la sua capacità

di guidare l'impresa verso un utilizzo drasticamente più produttivo del capitale investito. La crescita è la condizione necessaria; l'ottimizzazione dell'Asset Turnover è la condizione sufficiente per la creazione di valore operativo. Questa evidenza fornisce la chiave per riconciliare il paradosso iniziale tra l'assenza di un effetto netto medio sulla performance (H1) e la vivida trasformazione operativa osservata: la creazione di valore non è automatica, ma avviene solo laddove e quando alla crescita segue un tangibile salto di efficienza.

Capitolo 5: Discussione e Conclusioni dell'analisi Empirica

5.1. Sintesi delle Evidenze e Risposte alle Ipotesi di Ricerca

La presente analisi empirica, condotta su un campione di 1.370 imprese europee PE-backed, ha prodotto un quadro articolato e talvolta controintuitivo riguardo all'impatto e ai meccanismi del Private Equity. I risultati delle diverse fasi di verifica consentono ora di fornire risposte definitive alle ipotesi di ricerca formulate.

- H1 (Creazione di Valore - Output): Rifiutata. I modelli di Healy et al. (1992) non hanno rilevato un miglioramento netto e significativo della performance finanziaria (ROE, ROA, ROIC) attribuibile esclusivamente all'ingresso del PE dopo il controllo per il settore e la performance pregressa. Al contrario, l'effetto "selezione" (picking) si è rivelato dominante, i fondi investono in imprese che sono già outperformer settoriali, e questa caratteristica persiste nel tempo.
- H2 (Meccanismo di Crescita - Input): Parzialmente Confermata. L'analisi descrittiva ha evidenziato in modo inequivocabile il ruolo del PE come abilitatore di una crescita accelerata e sostenuta. Tuttavia, l'analisi multivariata ha rivelato che questa crescita, di per sé, non è un driver autonomo di miglioramento della redditività. La crescita crea valore solo se è accompagnata da un miglioramento dell'efficienza.

Pertanto, il PE è un abilitatore di crescita, ma il valore si materializza esclusivamente quando questa crescita è qualitativa ed efficiente.

- H3 (Meccanismo di Efficienza Operativa - Input): Confermata come Meccanismo Primario. Se l'analisi descrittiva mostrava un trade-off iniziale, la regressione multivariata ha identificato nel miglioramento dell'Asset Turnover il fattore determinante e più robusto per la crescita della redditività (ROA, ROE, ROIC). Il PE crea valore operativo principalmente attraverso l'ottimizzazione della produttività del capitale, rendendo l'impresa più efficiente nel generare ricavi dai suoi asset base.
- H4 (Meccanismo di Engineering Finanziario - Input): Non Confermata come Meccanismo di Valore Operativo. Sebbene si osservi un chiaro aumento della leva finanziaria all'ingresso, questo non si traduce in una correlazione significativa con i miglioramenti di performance nelle regressioni multivariate. L'engineering finanziario appare uno strumento neutro, funzionale alla struttura dell'operazione e al finanziamento degli investimenti, ma non un motore diretto di creazione di valore operativo.

5.2. Interpretazione alla Luce del Dibattito Teorico: Verso una Sintesi Sequenziale

I risultati di questa ricerca offrono un contributo al dibattito tra Teoria dell'Agenzia e Resource-Based View (RBV), superando una lettura dicotomica e proponendo invece un modello integrato e sequenziale del processo di creazione di valore nel Private Equity europeo contemporaneo.

Fase 1: Selezione (Picking) e Attivazione delle Risorse (Logica RBV).

L'evidenza empirica conferma che il primo e fondamentale fattore di successo risiede nell'eccezionale abilità di selezione dei fondi, i quali investono in imprese che sono già outperformer settoriali. Successivamente all'ingresso, in coerenza con la prospettiva RBV, il fondo agisce come fornitore di risorse finanziarie, strategiche e relazionali, sbloccando il potenziale di crescita inespresso dell'impresa. Questa fase si manifesta attraverso un impulso senza precedenti a investimenti in capitale fisso (CAPEX), espansione dell'organico e accelerazione dei ricavi, con l'accettazione di una temporanea compressione dei margini quale investimento funzionale alla crescita futura.

Fase 2: Razionalizzazione e Ottimizzazione dell'Efficienza

È in questa seconda fase che si colloca il principale contributo della tesi. I dati dimostrano inequivocabilmente che la crescita, da sola, non è sufficiente a generare valore. Il vero motore della creazione di valore operativo risiede

nella capacità del fondo di governare una profonda razionalizzazione e ottimizzazione dell'efficienza del capitale investito. In questa fase, elementi tipici dell'Agency Theory, quali la disciplina imposta dalla leva finanziaria e il monitoraggio attivo del board, diventano strumenti cruciali per guidare il miglioramento della produttività, misurato dall'Asset Turnover. Il PE non è quindi né un mero "tagliatore di costi" (Agency Theory classica) né un semplice "finanziatore della crescita" (RBV ingenua). La realtà empirica che emerge è quella di un **catalizzatore di efficienza**: un operatore specializzato che utilizza la crescita come piattaforma per implementare un miglioramento strutturale e duraturo nell'allocazione del capitale.

Questa tesi, quindi, rafforza l'immagine del Private Equity come una forma di governo societario ad alta intensità di know-how, il cui successo non è un automatismo finanziario ma il risultato della rigorosa applicazione di un modello operativo che combina una selezione iniziale con una gestione attiva finalizzata a massimizzare l'efficienza economica del capitale. Alla luce dei risultati emersi, il PE si conferma un attore sofisticato e centrale nel panorama della corporate governance europea, la cui comprensione rimane essenziale per analizzare le dinamiche di crescita, innovazione e trasformazione delle imprese moderne.

5.3. Limitazioni dello Studio e Spunti per Ricerche Future

Questa tesi presenta limiti intrinseci che sono fondamentali per delimitare la portata delle conclusioni e tracciare il percorso per futuri approfondimenti.

La natura osservazionale della ricerca, sebbene mitigata da controlli robusti e metodologie consolidate, non consente di stabilire con assoluta certezza una connessione causale tra l'intervento del Private Equity e i risultati osservati.

L'esistenza di possibili fattori non osservabili costituisce il confine principale dell'analisi, come la qualità del team di gestione del fondo o dinamiche strategiche non catturate dai bilanci.

Ulteriori limitazioni riguardano la costruzione del campione e la qualità dei dati. La necessità di bilanci completi per un periodo di sette anni introduce un potenziale survivorship bias, escludendo le imprese fallite o fuse precocemente e rischiando di fornire una stima non del tutto corretta della performance media degli investimenti in PE.

L'orizzonte temporale di tre anni post-investimento, sebbene funzionale a catturare la fase attiva di holding, potrebbe non essere sufficiente per valutare gli effetti di lungo periodo di strategie di crescita organica o per cogliere la piena realizzazione del valore in sede di exit.

L'affidamento su dati di bilancio standardizzati, se da un lato garantisce oggettività e comparabilità, dall'altro introduce rumore per via di differenze

contabili nazionali e settoriali, e offre una visione imperfetta degli investimenti immateriali e degli interventi manageriali più sofisticati.

Infine, la scelta di un approccio paneuropeo, pur preziosa per identificare tendenze generali, aggrega inevitabilmente contesti istituzionali, settoriali e dimensionali eterogenei, i cui effetti specifici meritano ulteriori esplorazioni.

Proprio dal riconoscimento di questi confini scaturiscono le direzioni più promettenti per la ricerca futura.

Un primo, fondamentale avanzamento consisterebbe nell'estendere l'orizzonte di analisi a cinque o sette anni, o fino all'evento di exit, per mappare l'intero ciclo di investimento e valutare la persistenza dei miglioramenti di efficienza e il loro tradursi in rendimenti finanziari finali.

Una seconda traiettoria coinvolge un'analisi sistematica di sottocampioni, voluta a disaggregare l'effetto medio e a esaminare come i meccanismi di creazione di valore varino al mutare del contesto istituzionale, del settore industriale, della tipologia di operazione o della dimensione dell'affare.

Infine, per superare i vincoli imposti dai dati di bilancio, ricerche future potrebbero integrare fonti alternative, come dati proprietari dei fondi, o abbracciare metodologie miste, affiancando a studi quantitativi indagini qualitative capaci di illustrare concretamente gli interventi manageriali.

Questi limiti, dunque, non invalidano i risultati ottenuti, ma ne precisano il dominio di validità. La complessa relazione tra Private Equity e creazione di valore rimane un campo di indagine vitale, la cui piena comprensione richiederà continui affinamenti metodologici e l'esplorazione di nuove prospettive.

5.4. Conclusione

Questa analisi sul mercato europeo del Private Equity rivela un modello di creazione di valore sofisticato e sequenziale.

Il PE non crea valore semplicemente selezionando buone aziende o iniettando crescita. Il suo contributo distintivo risiede nella capacità di governare la transizione dell'impresa da una fase di espansione aggressiva a una fase di razionalizzazione efficiente, massimizzando la produttività del capitale investito.

Il mito del PE come puro "tagliatore di costi" (Agency Theory classica) o come puro "finanziatore della crescita" (RBV ingenua) viene superato. La realtà empirica emersa è quella di un operatore specializzato che utilizza la crescita come piattaforma per implementare un profondo miglioramento dell'efficienza operativa. Questo processo, unito a un'eccezionale abilità di selezione iniziale,

costituisce l'essenza del modello di creazione di valore del Private Equity nell'Europa contemporanea.

Attraverso l'applicazione di un disegno di ricerca quantitativo, ispirato al modello input-output e basato su un ampio campione di transazioni, lo studio ha prodotto un quadro articolato.

La ricerca conferma che il modello di PE europeo contemporaneo si distingue per una duplice capacità fondamentale. In primo luogo, l'eccezionale abilità di selezione (picking), che consente ai fondi di identificare e investire in imprese già dotate di solidi fondamentali e di un potenziale di outperformance settoriale. In secondo luogo, e ancor più significativamente, la capacità di governare attivamente un processo di trasformazione aziendale articolato in due fasi sinergiche: una fase iniziale di accelerazione della crescita dimensionale e strategica, seguita da una fase cruciale di razionalizzazione e ottimizzazione dell'efficienza del capitale investito.

È proprio questo secondo aspetto a costituire il principale contributo empirico di questo lavoro. I risultati dimostrano che il vero motore della creazione di valore operativo non risiede nella mera iniezione di leva finanziaria, né nella crescita dei ricavi di per sé, bensì nella capacità del fondo di elevare la produttività degli asset aziendali (Asset Turnover). In questo senso, il PE si configura non come un semplice fornitore di capitale, ma come un catalizzatore

di efficienza, che abilita e disciplina la crescita, guidando l'impresa verso un nuovo equilibrio caratterizzato da una migliore allocazione del capitale.

In conclusione, questa ricerca rafforza l'immagine del Private Equity come una forma di governo societario specializzata e ad alta intensità di know-how. Il suo successo dipende dalla rigorosa applicazione di un modello operativo che combina una meticolosa selezione iniziale con una gestione attiva finalizzata a massimizzare l'efficienza economica del capitale.

Alla luce dei risultati emersi, il PE si conferma dunque un attore significativo e sofisticato nel panorama della corporate governance europea, il cui studio e la cui comprensione rimangono essenziali per chiunque sia interessato alle dinamiche di innovazione, crescita e trasformazione delle imprese moderne.

Bibliografia

Achleitner, Ann-Kristin & Braun, Reiner & Engel, Nico & Figge, Christian & Tappeiner, Florian. (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*. 13.

Angrist, Joshua & Pischke, Jörn-Steffen. (2009). *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*.

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 432–453.

Bruining, H., Verwaal, E. & Wright, M. Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs. *Small Bus Econ* 40, 591–605 (2013).

Castellaneta, Francesco and Gottschalg, Oliver, (2016), Does ownership matter in private equity? The sources of variance in buyouts' performance, *Strategic Management Journal*, 37, issue 2, p. 330-348

Cohn, Jonathan & Towery, Erin. (2013). The Evolution of Capital Structure and Operating Performance After Leveraged Buyouts: Evidence from US Corporate Tax Returns. *Journal of Financial Economics*. 111. 10.2139/ssrn.1764406.

Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439–460.

Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., & Miranda, J.

(2014). Private equity, jobs, and productivity. *American Economic Review*, 104(12), 4184–4204.

Easterwood, J. C., Seth, A., & Singer, R. F. (2001). The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction. *Journal of Corporate Finance*, 8(3), 351–360.

Lily Fang, Ivashina, Victoria & Lerner, Josh. (2012). The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity. *Journal of Financial Economics*. 116. 10.2139/ssrn.2159229.

Gertner, Rob, and Steven N. Kaplan. (1996). The Value Maximizing Board.

Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.

Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do Buyouts (Still) Create Value? *The Journal of Finance*, 66(2), 479–517.

Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate after mergers?* performance improve. *Journal of Financial Economics*, 31, 135–175.

Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*.

Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 217–254.

Jensen, M.C. and W. Meckling, 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146.

Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2009). Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

Metrick, Andrew and Yasuda, Ayako. (2010). *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey*.

Mollica, M., & Zingales, L. (2007). The impact of venture capital on innovation and the creation of new businesses. Unpublished working paper, University of Chicago.

Morris, M. H. (1994). Reconceptualizing entrepreneurship: An input-output perspective. *Advanced Management Journal*.

Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts. *Journal of Business Research*, 66(12), 2642–2649.

Smith, A. J. (1990). Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27, 143–164.

Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509–533.

Wright, Bacon, Nick & Amess, Kevin. (2009). The Impact of Private Equity and Buyouts on Employment, Remuneration and other HRM Practices. *Journal of Industrial Relations - J IND RELAT*. 51. 501-515.

Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.

Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R.E. and Peng, M.W. (2005), Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom*.

Journal of Management Studies, 42: 1-33.

Invest Europe Report, (2023)

https://www.investeurope.eu/media/i4zpjz1m/20240507_invest-europe_pe-activity-data-2023-report.pdf