

Le operazioni di fusione e acquisizione come strategia di crescita delle PMI. Implicazioni per la politica industriale.

Cristiana Compagno
Daniel Pittino
Francesca Visintin

Università di Udine

1.1 Introduzione

La crescita dimensionale delle imprese viene indicata da studiosi, addetti ai lavori e policy makers come una delle leve principali per accrescere le capacità innovative e potenziare i vantaggi competitivi del nostro sistema economico. Alla luce di questa considerazione, il presente lavoro si propone di analizzare le dinamiche e le determinanti di crescita dimensionale per linee esterne delle PMI, attraverso una ricerca effettuata sull'universo delle operazioni di fusione/acquisizione compiute in Friuli Venezia Giulia dal 1997 al 2005. Sulla base dei risultati dell'analisi empirica verrà proposta una serie di indicazioni rivolte ai responsabili della politica industriale e orientate allo sviluppo di interventi di regolazione che possano favorire la razionalizzazione degli assetti organizzativi a livello di impresa e di settore, nella direzione di un maggiore consolidamento dimensionale e di un potenziamento delle capacità manageriali. In questa prospettiva verranno richiamate e analizzate alcune misure già adottate nella legge 4/2005 della regione Friuli Venezia Giulia, finalizzata allo sviluppo competitivo delle PMI. Il paper è strutturato come segue: nella prima sezione vengono tracciate alcune coordinate teoriche e concettuali per inquadrare il problema della crescita dimensionale delle PMI, nella seconda sezione si focalizza l'attenzione sui processi di

crescita per linee esterne come opzione di sviluppo per le PMI; in particolare viene evidenziato il ruolo delle operazioni di fusione-acquisizione e vengono elaborate le ipotesi della ricerca relative alle determinanti della performance per le operazioni di fusione-acquisizione a livello di PMI. La sezione 1.4 delinea la metodologia della ricerca, mentre nella sezione 1.5 vengono presentati i risultati dell'analisi descrittiva e inferenziale. La sezione 1.6 discute le implicazioni di politica industriale che possono essere tratte dai risultati analizzati, anche alla luce del recente intervento normativo costituito dalla L.R. 4/2005 del Friuli-Venezia Giulia

1.2 I processi di crescita delle PMI: criticità e modelli di analisi

I più recenti dati Istat (2005) confermano come il sistema delle imprese italiano sia caratterizzato dalla dimensione media più bassa delle unità aziendali a livello europeo. Un ulteriore dato consolidato, che vale la pena di sottolineare è l'esistenza di un significativo vantaggio in termini di efficienza e performance competitiva a favore delle imprese di medie e grandi dimensioni rispetto alle piccole e micro aziende. A livello aggregato, inoltre, una migliore performance sistemica si può osservare nei settori meno "polverizzati" e con un certo tasso di concentrazione.

Questi dati si spiegano in primo luogo con il fatto che l'aumento dimensionale delle imprese (sia esso generato per vie interne od esterne) può consentire il conseguimento di economie di scala di tipo tecnologico e gestionale. Le prime derivano da diminuzioni dei costi medi unitari di produzione legati all'aumento della capacità produttiva; le seconde si generano da una serie di vantaggi, legati alla scelta di più efficaci modelli organizzativi, alla managerializzazione delle più importanti funzioni aziendali, all'aumento del potere contrattuale sia sui mercati degli approvvigionamenti che in quello dei prodotti finali, alla maggiore capacità di gestione e/o di accesso alla ricerca e innovazione, alla maggiore capacità di trattamento delle informazioni e di accesso a forme evolute di internazionalizzazione. Si tratta in definitiva di economie che si concretizzano in risparmi di costi gestionali e/o in rendimenti economico-tecnici crescenti (all'aumento della scala). Maggiore efficienza nelle strutture di costo e maggiore capacità di accesso a innovazioni (tecnologiche e gestionali) e ai mercati finali, possono essere ritenuti il vero "movente" delle politiche industriali e degli interventi di regolazione nei confronti delle scale dimensionali del sistema.

Il tema della crescita aziendale, di rilievo cruciale per la competitività del nostro sistema produttivo, è stato oggetto di riflessioni articolate condotte in ambienti scientifici e accademici nazionali e internazionali. Tuttavia, nonostante negli ultimi due decenni vari filoni della letteratura negli ambiti dell'imprenditorialità, dell'organizzazione, della strategia di impresa, si siano occupati diffusamente dei processi di crescita dimensionale delle piccole imprese, non si può dire che esista una base consolidata di conoscenze sulle cause, gli effetti e le implicazioni delle dinamiche di crescita dimensionale (Davidsson, Wiklund, 2000; Delmar et al., 2003). Dal punto di vista della ricerca empirica va inoltre sottolineato che le analisi sul tema si concentrano soprattutto sulla crescita delle nuove imprese, mentre sono relativamente

pochi gli studi che osservano i processi di evoluzione dimensionale delle PMI già consolidate.

Prendendo spunto da analisi condotte da vari autori (ad es. Pistrui et al., 1997; Poutziouris et al., 1999) la letteratura esistente sui processi di crescita può essere organizzata attorno a quattro filoni principali, che corrispondono ad altrettante tipologie di fattori esplicativi. Questi filoni si distinguono infatti in: 1) approcci orientati ai fattori esterni, che si focalizzano soprattutto sui vincoli e sulle opportunità alla crescita che derivano dal contesto locale e regionale in cui opera l'impresa e/o dalla situazione evolutiva del settore di attività (ad es., Acs, Audretsch, 1990, 1987; Smallbone et al., 1993) 2) approcci orientati alla personalità del soggetto imprenditore, che esplorano l'impatto degli obiettivi, delle motivazioni e delle capacità individuali dei leaders sulle dinamiche di crescita dell'organizzazione (ad es., Chell e Haworth, 1992; Wiklund et al., 2003) ; (3) approcci focalizzati sulle fasi di sviluppo dell'impresa, secondo i quali esiste una successione tipica di stadi che scandiscono il processo di sviluppo di una piccola impresa (ad es., Greiner, 1972; Churchill e Lewis, 1983; Scott e Bruce, 1987); (4) approcci focalizzati sulla gestione strategica, che individuano la crescita come una precisa opzione nel processo di ricerca dei vantaggi competitivi da parte dell'impresa ed enfatizzano il ruolo dei meccanismi organizzativi e manageriali di pianificazione, decisione e controllo a supporto dei processi di evoluzione dimensionale (Bamberger, 1989; Zahra et al., 1999; Borch, 2004).

Di seguito richiamiamo brevemente le caratteristiche fondamentali di ciascuno di questi filoni, rimarcando tuttavia che le categorie di fattori esplicativi elencati non sono mutuamente esclusive ma tendono ad integrarsi nell'interpretazione della crescita.

I modelli incentrati sulle variabili ambientali (contesto regionale, mercato, settore) mettono in evidenza il ruolo dei vincoli e, specularmente, dei fattori abilitanti di origine esterna. La ricerca ha evidenziato ad esempio il ruolo decisivo nel condizionare la crescita delle PMI di variabili quali: la disponibilità di risorse finanziarie esterne, il costo del capitale, i livelli e la dinamica della domanda, l'intensità della concorrenza, le opportunità tecnologiche che contraddistinguono un settore, la concentrazione a livello settoriale (Birley e Westhead, 1990; Audretsch e Acs, 1990). L'influenza dell'ambiente esterno sulla crescita è anche il fondamento dell'approccio dell'ecologia delle popolazioni organizzative, in cui la crescita di un'organizzazione è il riflesso della sua particolare capacità di adattamento alle contingenze ambientali (Aldrich, 1979; Hannan e Freeman, 1987). In questa prospettiva, ad esempio, l'idea dell'evoluzione e della crescita a seguito di selezione viene spesso usata nel dibattito corrente sul sistema industriale italiano per descrivere i processi di trasformazione che i sistemi locali di imprese stanno intraprendendo a fronte delle crescenti pressioni competitive (ad es., Grandinetti, 2003).

I modelli incentrati sulla personalità dell'imprenditore mettono in evidenza l'atteggiamento e le motivazioni rispetto alla crescita (Perren, 2000; Davidsson, 1991; Miner, 1990). In particolare, questi modelli spiegano come la crescita dimensionale possa rappresentare un obiettivo non prioritario per l'imprenditore, a fronte di altri scopi primari, quali l'indipendenza, l'autorealizzazione o il mantenimento di un certo "stile di vita" (ad es., Foley e Green, 1989). L'orientamento personale verso la crescita può anche essere condizionato dalla propensione al rischio; è la chiave di lettura

adottata in vari studi di psicologia applicata (ad es., Miner, Raju, 2004; Stewart e Roth, 2001), che hanno anche cercato di distinguere i profili dell'imprenditore "growth oriented" con riferimento a diversi attributi quali: la capacità e le modalità di apprendimento, l'orientamento alla leadership, la propensione (o la resistenza) al cambiamento, i valori di base, le abilità personali (ad es., Moran, 1997; Gray, 1998).

I modelli incentrati sugli stadi di sviluppo partono dall'assunto che la piccola impresa sia chiamata, nel suo ciclo di vita, ad intraprendere un processo di crescita lineare e monotona verso la grande dimensione, intesa come condizione di successo. L'evoluzione verso la grande dimensione è caratterizzata dal susseguirsi di stadi discreti di sviluppo che corrispondono ad una crescente differenziazione e specializzazione del sistema-impresa; il passaggio da uno stadio all'altro si esprime in una trasformazione che interessa varie componenti:

- Le formule imprenditoriali, che si evolvono da elementari (monoprodotto e monomercato) a complesse (combinazioni prodotto-mercato articolate, con obiettivi reddituali e strategici autonomi).
- Le dimensioni e i livelli di professionalità del personale: da un basso numero di unità con professionalità indistinte, prevalentemente legate al processo produttivo, si passa a un numero superiore di unità con una differenziazione più marcata in termini qualifiche e competenze
- Il disegno della macrostruttura organizzativa, che da una configurazione elementare si trasforma in un senso funzionale e, successivamente, può svilupparsi verso soluzioni divisionali
- I sistemi operativi, che da circoscritti e scarsamente formalizzati diventano gradualmente sempre più sofisticati e definiti, coinvolgendo orizzontalmente e verticalmente tutte le attività aziendali.

I modelli di crescita basati sul ciclo di vita sono numerosi e differiscono sostanzialmente per il numero di stadi di sviluppo proposti e per le combinazioni di fattori che in ciascuno stadio possono spiegare l'evoluzione dell'organizzazione. Tra questi modelli ricordiamo i più noti, elaborati da Scott (1971); Greiner (1972); Miller e Friesen (1983), Scott e Bruce (1987). Pur essendo intuitivamente validi ed evocativi nella similitudine adottata tra impresa e organismo vivente, i modelli di crescita basati sugli stadi di sviluppo sono stati sottoposti a vari e giustificati rilievi critici; in sostanza questi modelli attuerebbero un'eccessiva semplificazione della realtà: nell'esperienza delle imprese spesso non si riscontrano tutti gli stadi delineati, alcuni stadi possono ricorrere più volte, oppure presentarsi in un ordine irregolare e/o diverso da quello previsto. In generale, poi, mancano studi empirici che supportano la validità dei modelli (Eggers et al., 1994; Vinnell e Hamilton, 1999).

I modelli focalizzati sulla gestione strategica associano la crescita ad una pianificazione deliberata orientata a rafforzare i vantaggi competitivi dell'impresa. Diversi studi hanno esaminato i percorsi di crescita in connessione con le innovazioni strategiche nelle combinazioni prodotto/mercato. Ad esempio, Hoy et al. (1992) distinguono le cosiddette "high growth firms" in tre gruppi, in relazione alle strategie adottate: (1) strategie di costruzione, con enfasi sull'integrazione verticale; (2) strategie di espansione, con enfasi sull'allocazione delle risorse e sulla differenziazione di prodotto; (3) strategie di mantenimento, con enfasi sul dominio del mercato e

sull'efficienza. Thompson, (2001) osserva come le strategie di evoluzione delle combinazioni prodotto/mercato possano esprimersi in quattro distinte tipologie di crescita: 1) crescita organica per linee interne; 2) crescita attraverso acquisizioni; 3) crescita attraverso alleanze strategiche; 4) crescita attraverso partnership di tipo equity.

E' importante sottolineare come i modelli focalizzati sulla gestione strategica siano gli unici che pongono esplicitamente l'accento sulla possibilità di crescita per linee esterne, che, pur essendo trascurata dalla maggior parte dei filoni richiamati, nella realtà rappresenta una delle opzioni più praticate dalle PMI (Compagno, 2003; Boldizzoni e Serio, 2001). In particolare, la strategia di crescita attraverso acquisizioni può rappresentare per una piccola impresa una valida opzione di espansione dimensionale, consentendo di raggiungere una vasta gamma di obiettivi strategici in tempi relativamente brevi rispetto a quanto accadrebbe con la crescita organica: realizzazione di sinergie, ristrutturazione, riduzione del rischio di impresa, acquisizione e ricombinazione di risorse e competenze, migliore controllo del mercato, ingresso in nuovi ambiti competitivi, superamento di barriere all'entrata. In quest'ottica, la creazione di gruppi (spesso non formalizzati) attraverso acquisizioni successive costituisce uno dei percorsi di evoluzione più diffusi tra le PMI del sistema industriale italiano che decidono di intraprendere la strada della crescita (Iacobucci e Rosa, 2004).

Inoltre, in un sistema capitalistico come quello italiano, dove l'alta concentrazione della proprietà familiare e la bassa contendibilità del controllo possono rappresentare limiti significativi all'efficienza e allo sviluppo del sistema delle imprese (Barca, 1994; Rajan e Zingales, 2004) le operazioni di acquisizione possono essere considerate, da un lato come un "sostituto" delle operazioni di apertura del capitale sociale e dall'altro lo strumento principale per realizzare riallocazioni efficienti della proprietà e del controllo e sostenere percorsi di sviluppo aziendale. Più in generale, l'idea che le operazioni di acquisizione costituiscano un sostituto delle transazioni di mercato nel trasferimento di asset strategici è avanzata anche in alcune analisi che prendono spunto dalla Resource Based View. Le fusioni e le acquisizioni vengono interpretate come modi per scambiare risorse e competenze altrimenti soggette a situazioni di fallimento del mercato e per trasferire "gruppi" di risorse che non sarebbero negoziabili separatamente (James, 2002; Wernerfelt, 1994).

1.3 Crescere tramite acquisizioni. Determinanti per il successo e ipotesi della ricerca

La crescita attraverso operazioni di fusione e acquisizione è stata considerata nella letteratura economico-finanziaria, manageriale e organizzativa soprattutto come percorso tipico delle imprese di maggiori dimensioni. L'analisi delle determinanti e dei fattori di successo di queste operazioni è stata dunque condotta quasi esclusivamente nel contesto delle grandi imprese, dando origine a numerosi studi che si possono raggruppare attorno ad alcune tematiche fondamentali e precisamente: i) *studi di matrice economico-industriale*, che cercano di spiegare l'impatto dei processi di fusione e acquisizione sul potere di mercato e sull'efficienza in un determinato settore e utilizzano soprattutto indicatori contabili per misurare la performance delle operazioni di ac-

quisizione (ad es., Salant, et al., 1983; Ravenscraft, Scherer, 1987; Gugler, Siebert, 2003); ii) *studi di matrice finanziaria*, che si concentrano sulle modalità di finanziamento delle operazioni di fusione e acquisizione e utilizzano indicatori di performance associati ai valori azionari delle imprese prima e dopo l'evento (Ad es., Elsas et al., 2004; Jarrel et al. 1988; Jensen e Ruback, 1983). A questo gruppo di studi appartengono anche le analisi sui processi di negoziazione dell'accordo, che possono essere interessati da fenomeni di asimmetria informativa e opportunismo tali da condizionare il valore dell'operazione (ad es., Chatterjee et al., 2004); iii) *studi che adottano un approccio che potremmo definire di "strategic management"* in senso stretto e considerano le operazioni di fusione e acquisizione soprattutto come uno strumento di diversificazione, focalizzandosi sui motivi che portano a particolari combinazioni in termini di omogeneità/eterogeneità settoriale e sulle performances legate alle diverse scelte di "relatedness" (ad es., Ansoff et al., 1971; Walter e Barney, 1990; Palich et al., 2000); iv) *studi che adottano un approccio organizzativo*, orientato a comprendere le performance delle operazioni di fusione e acquisizione alla luce del grado di integrazione richiesto dall'operazione e dai conseguenti problemi di "organizational fit" che esistono tra gli attori coinvolti. In queste analisi i problemi di integrazione si misurano su vari aspetti: il trasferimento e la ri-combinazione di conoscenze tra le organizzazioni interessate (Holmqvist e Larsson, 2003); l'unificazione delle strutture organizzative (Datta, 1991); la mediazione tra culture organizzative differenti (Daniel e Metcalf, 2001); l'unificazione dei sistemi operativi, con particolare riferimento ai sistemi informativi (Stylianou et al., 1996; Johnson, 1985); l'efficacia e la correttezza dei processi di comunicazione con il personale coinvolto nel cambiamento (Nauert, 2000); i cambiamenti nei processi di valutazione e ricompensa delle risorse umane (Napier, 1989).

Come accennato in precedenza, le chiavi di lettura descritte sono state utilizzate per analizzare imprese di grandi dimensioni, mentre la loro estensione alle PMI ha ricevuto un'attenzione limitata a pochissimi studi (Lassini e Salvato, 2005; Schillaci e Faraci, 1999). Il presente lavoro vorrebbe contribuire a colmare questa lacuna interpretativa, applicando i concetti e le dimensioni richiamate alla realtà delle imprese di minori dimensioni, al fine di individuare le determinanti del successo dei processi di fusione e acquisizione, leggibili come uno strumento di consolidamento dimensionale e competitivo delle realtà aziendali. Lo sviluppo delle nostre ipotesi di ricerca è incentrato su un approccio di matrice organizzativa; riteniamo infatti che le specificità istituzionali e organizzative delle PMI influenzino le dinamiche dei processi di crescita esterna in misura maggiore rispetto alle condizioni settoriali e alle variabili economico-finanziarie. L'attenzione alle componenti organizzative si riflette anche nelle implicazioni di politica industriale che ci proponiamo di elaborare e discutere a partire dalla nostra analisi.

Le specificità organizzative su cui concentriamo l'attenzione si ritrovano frequentemente anche nell'ambito dei modelli sulla crescita delle PMI richiamati nella sezione 1.2 e sono:

La cultura organizzativa e la propensione al cambiamento. Le PMI presentano nella grande maggioranza dei casi un assetto proprietario e direttivo a carattere fami-

liare; questo fa sì che siano caratterizzate da culture molto forti e coese attorno ai valori veicolati dall'imprenditore e dalla famiglia controllante (Schein, 1995; Hall et al., 2001). Questa condizione è rafforzata dal fatto che nelle PMI le funzioni proprietarie, di governo societario e di management sono ampiamente sovrapposte, perciò tutte le routines aziendali sono fortemente condizionate dall'impronta culturale della leadership imprenditoriale. L'integrazione tra PMI durante un processo di acquisizione può dunque risultare difficile perché richiede l'incontro e la mediazione tra sistemi caratterizzati da norme consolidate, profondamente interiorizzate dai membri e resistenti al cambiamento (Gray, 1998). L'integrazione può fallire, ad esempio, perché possono crearsi situazioni di rivalità e incompatibilità tra dipendenti animati da valori e obiettivi diversi (Buono et al., 1985), oppure perché l'acquisizione pone a contatto stili di management e di leadership differenti (Daniel, Metcalf, 2001). E' lecito dunque supporre che la performance successiva alle operazioni di fusione e acquisizione dipenda dalla propensione al cambiamento e dall'apertura dei modelli cognitivi che caratterizzano il vertice proprietario e imprenditoriale. Vari studi condotti sul tema attestano che l'apertura culturale e la disposizione al cambiamento sono positivamente correlate alla presenza di soggetti esterni alla famiglia controllante nell'ambito della compagine proprietaria, delle strutture di corporate governance e della squadra manageriale (Dyer, 1989; Compagno et al., 2005). Possiamo dunque esprimere nei termini seguenti la:

Ipotesi 1. Il successo di un'operazione di fusione-acquisizione è positivamente correlato al grado di apertura degli assetti manageriali e di corporate governance dell'impresa

La formalizzazione della struttura organizzativa e dei sistemi operativi. Le PMI sono spesso caratterizzate da strutture organizzative semplici e poco formalizzate in termini di esplicitazione delle funzioni aziendali, dei ruoli e delle responsabilità; anche i meccanismi operativi sono scarsamente strutturati e le conoscenze relative alle routines e alle procedure di azione sono in gran parte tacite e non codificate (Costa e Gubitta, 2004). Sono inoltre poco diffuse pratiche di pianificazione, monitoraggio e controllo ex post delle decisioni operative e strategiche (Compagno, 2003). La scarsa formalizzazione dell'assetto organizzativo e dei sistemi operativi può rendere difficile l'integrazione tra le imprese coinvolte in un'operazione di acquisizione poiché, se le procedure non sono codificate, sono difficilmente trasferibili al di fuori di uno specifico contesto organizzativo. La formalizzazione delle strutture e delle routines organizzative influisce dunque positivamente sulla facilità di integrazione tra gli attori coinvolti. L'attività di codificazione e strutturazione delle conoscenze legate ai processi aziendali può inoltre supportare i processi di apprendimento organizzativo e di "fertilizzazione incrociata" delle conoscenze, che spesso sono determinanti per il successo di un'operazione di fusione-acquisizione (Holmqvist, Larsson, 2003). L'esplicitazione di norme e procedure può inoltre riguardare la predisposizione di piani strategici per gestire efficacemente il processo di acquisizione e la costruzione di repertori che codifichino l'eventuale esperienza maturata in passato dall'impresa su

operazioni analoghe (Zollo, 1998). Alla luce delle considerazioni svolte, possiamo formulare la:

Ipotesi 2 La formalizzazione delle strutture organizzative e dei meccanismi operativi è positivamente correlata al successo delle operazioni di fusione-acquisizione

La disponibilità di competenze manageriali specifiche. L'accesso a competenze manageriali professionali rappresenta un tipico fattore di criticità per lo sviluppo organizzativo e la crescita delle PMI (Westhead et al., 2001; King et al., 2001; Compagno e Pittino, 2001). Nell'ambito delle fusioni-acquisizioni, al generico fabbisogno di professionalità manageriali si somma la necessità di accedere a particolari capacità e competenze orientate a gestire l'operazione e a superare le difficoltà del processo di integrazione. Alcuni autori parlano, a questo proposito, di "acquisition capabilities" (ad es., Salvato e Lassini, 2005). Il potenziamento delle competenze manageriali finalizzato alla costruzione di "acquisition capabilities" può riguardare l'ingresso nell'impresa di veri e propri manager del processo di acquisizione, ossia soggetti con responsabilità direttive che hanno maturato, in altri contesti organizzativi, un'esperienza ad ampio spettro sulla gestione dei problemi associati alle fusioni-acquisizioni. Queste figure manageriali vengono di solito scelte dal vertice imprenditoriale in base alla loro capacità di utilizzare strumenti avanzati di gestione e di fronteggiare le dinamiche tipiche delle organizzazioni complesse; si tratta infatti spesso di persone provenienti da grandi imprese, non necessariamente operanti nel medesimo settore. L'ambito di responsabilità di questi managers include tutte le fasi del processo, dall'individuazione – valutazione dell'impresa target, allo sviluppo della negoziazione, alla gestione degli aspetti di integrazione organizzativa.

Il rafforzamento manageriale può anche riguardare specifici processi e funzioni che assumono una rilevanza critica alla luce delle necessità di integrazione post-acquisizione. Tra questi processi è particolarmente importante la gestione delle risorse umane: il superamento di inerzie e resistenze da parte dei dipendenti e l'unificazione dei processi di valutazione e ricompensa sollecitano spesso un innesto di professionalità nell'esercizio della funzione. A seconda degli obiettivi strategici che guidano l'operazione, inoltre, vi sono aree aziendali che richiedono di essere seguite con particolare attenzione durante il processo; di conseguenza può accadere che il vertice imprenditoriale scelga di porre a presidio di queste aree nuovi managers professionisti.

Gli argomenti richiamati possono essere sintetizzati nelle:

Ipotesi 3: Il successo delle operazioni di fusione-acquisizione è positivamente correlato all'ingresso di nuove figure manageriali deputate alla gestione del processo

Ipotesi 3a: Il successo delle operazioni di fusione-acquisizione è positivamente correlato all'ingresso di nuove figure manageriali che presidiano singoli processi e funzioni

1.4 La metodologia della ricerca

I processi di crescita per linee esterne intrapresi dalle PMI sono stati studiati sull'universo delle operazioni di fusione e acquisizione che hanno interessato le realtà aziendali operanti nella regione Friuli-Venezia Giulia nel periodo 1997 - 2005. La prima parte della rilevazione ha avuto come obiettivo la raccolta dei dati relativi all'universo e si è sviluppata attraverso le fasi seguenti:

- Consultazione delle visure storiche presso la Camera di Commercio ai fini di delimitare la popolazione di imprese coinvolte
- Selezione dei settori di maggiore interesse ai fini della rilevazione e individuazione delle imprese cessate per fusione dal gennaio 1997 al marzo 2005; la popolazione risulta costituita da 387 imprese, interessate da 372 operazioni di fusione-acquisizione; di queste, 368 sono state operazioni di fusione per incorporazione e 4 sono state operazioni di fusione in senso stretto.
- Rilevazione per ciascuna impresa cessata di dati relativi a:
 - assetto proprietario e di governance
 - anno di fusione
 - impresa incorporante

La seconda parte della ricerca si è concentrata sulla popolazione delle imprese acquirenti/incorporanti, costituita da 328 unità. Tra il maggio 2004 e il maggio 2005 le imprese individuate sono state contattate per verificare la disponibilità a partecipare alla rilevazione. Al termine del periodo l'indagine ha coinvolto complessivamente 71 imprese incorporanti (21,4% della popolazione); i dati sono stati raccolti tramite interviste telefoniche con i componenti del vertice imprenditoriale; lo strumento di rilevazione è costituito da un questionario strutturato articolato nelle seguenti sezioni: (i) obiettivi e difficoltà dell'operazione di acquisizione; (ii) assetti di governance e assetti manageriali delle imprese incorporanti e incorporate; (iii) cambiamenti organizzativi e strategici associati all'operazione; (iv) valutazione del grado di raggiungimento degli obiettivi. Sono stati inoltre raccolti i dati di performance economica e reddituale delle imprese incorporanti, attraverso la consultazione delle banche dati Unioncamere, cui si è acceduto attraverso la Camera di Commercio provinciale di Udine.

Il successo delle operazioni di acquisizione è stato valutato attraverso diverse dimensioni espresse dalle imprese incorporanti e in accordo con alcune misure utilizzate nella letteratura empirica sul tema (King et al., 2004); in particolare: (i) variazione nella produttività del lavoro; (ii) variazione del ROE; (iii) autovalutazione, su una scala di Likert a 7 punti, del grado di raggiungimento degli obiettivi economici e strategici associati all'operazione. Le ipotesi sono state verificate attraverso analisi di regressione con metodo OLS e procedura stepwise, utilizzata per ottenere un modello il più possibile parsimonioso in termini di variabili esplicative, dato il numero non elevato di casi a disposizione a fronte del numero consistente di possibili determinanti. Le analisi di regressione hanno coinvolto le seguenti variabili esplicative: (1) quota di partecipazione di partners industriali e/o finanziari negli assetti proprietari delle imprese incorporanti; (2) Numero di managers non appartenenti alla famiglia proprie-

taria presenti nei teams di vertice delle imprese incorporanti¹; (3) Costituzione formalizzata di nuove funzioni aziendali associata all'operazione di acquisizione; (4) Investimenti nel potenziamento dei sistemi informativi aziendali; (5) Investimenti nel potenziamento dei sistemi di programmazione e controllo di gestione; (6) Pianificazione esplicita e formalizzata delle tappe del processo di acquisizione; (7) Ingresso di nuove figure manageriali deputate alla gestione complessiva del processo di acquisizione; (8) Ingresso di figure manageriali assegnate alla gestione di specifici processi ed attività considerate particolarmente critiche nella prospettiva dell'integrazione post-acquisizione. Come variabili di controllo sono state inoltre considerate altre dimensioni usualmente impiegate nella ricerca sulle fusioni-acquisizioni sulle grandi imprese: l'omogeneità settoriale tra incorporante e incorporata, il carattere "orizzontale" o "verticale" dell'operazione, la sostituzione della squadra manageriale dell'incorporata, le dimensioni delle unità coinvolte, l'esperienza dell'impresa incorporante in precedenti operazioni di acquisizione.

1.5 Risultati

Statistiche descrittive

I settori più rappresentati a livello di universo delle imprese coinvolte da operazioni di fusione-acquisizione sono per lo più settori tradizionali o specializzati: mobile (13%), meccanica (9%), costruzioni (8,8%), alimentare (8,5%), lavorazione dei metalli (7,2%). Il 63% delle operazioni coinvolge imprese appartenenti al medesimo settore; il 37% è costituito da operazioni intersettoriali. Le operazioni intrasettoriali hanno maggior peso soprattutto nei comparti del mobile e del legno; le operazioni intersettoriali hanno invece una maggiore incidenza soprattutto nei settori dell'elettronica e dei metalli. Per quanto riguarda gli assetti proprietari, le operazioni coinvolgono soprattutto imprese ad assetto completamente familiare; le dimensioni medie delle incorporate sono di 41 addetti, mentre le incorporanti occupano mediamente 68 addetti.

Nell'analisi descrittiva, gli obiettivi dell'operazione sono stati distinti in ricerca di vantaggi economici, ricerca di vantaggi di accesso, ricerca di vantaggi strategici. Tra i vantaggi economici, gli obiettivi maggiormente perseguiti sono legati alla ricerca di economie di scala; tra i vantaggi di accesso prevale invece l'acquisizione di conoscenze complementari; i vantaggi strategici ricercati riguardano invece soprattutto l'aumento delle quote di mercato (Tabella 1.1).

Sul fronte delle difficoltà segnalate dalle imprese è infine molto significativo osservare come le criticità legate all'integrazione organizzativa prevalgano nettamente sui problemi connessi alla gestione dei processi negoziali. Le difficoltà riportate con

¹ Lo status di "non familiare" è attribuito ai dirigenti esterni presenti nell'impresa da meno di 10 anni; in accordo con precedenti studi, infatti, i dirigenti che hanno militanza più lunga nelle imprese familiari possono essere considerati, dal punto di vista culturale a tutti gli effetti "parte della famiglia imprenditoriale"

maggior frequenza riguardano in particolare: la necessità di uniformare gli stili di direzione, il superamento delle resistenze al cambiamento da parte delle persone, la necessità di integrare e uniformare i sistemi informativi

Tabella 1.1 Obiettivi delle operazioni di fusione-acquisizione

Vantaggi economici	Vantaggi di accesso	Vantaggi strategici
Ricerca di economie di scala tecnologiche (19%)	Accesso a conoscenze complementari (17%)	Aumento della quota di mercato (11%)
Ricerca di economie di scala gestionali (18,9%)	Accesso a nuove nicchie di mercato (16%)	Diversificazione (7%)
Ristrutturazione/razionalizzazione della struttura dei costi (16%)	Accesso a nuove capacità manageriali (7%)	Creazione di barriere di ingresso al mercato (6%)
Riduzione dei rischi (12%)	Accesso a nuovi canali di distribuzione (6%)	Raggiungimento di vantaggi da prima mossa (6%)
Sfruttamento di capacità produttiva sottoutilizzata (9%)	Accesso a nuovi mercati (5%)	Riduzione del tempo di sviluppo di nuovi prodotti (5%)

Analisi di regressione

Sono stati costruiti tre modelli di regressione con metodo stepwise, che hanno impiegato come variabili dipendenti la media del livello di raggiungimento degli obiettivi, la variazione del ROE tra la media del triennio precedente l'operazione e la media degli anni successivi all'operazione, la variazione della produttività tra la media del triennio precedente e la media degli esercizi successivi.

Tabella 1.2 Stima degli effetti delle variabili esplicative sulle performances dell'operazione di acquisizione, attraverso modelli di regressione con metodo stepwise e variabili dipendenti: livello di raggiungimento degli obiettivi, variazione media ROE, variazione media produttività del lavoro. Software utilizzato: SPSS. *** = $p < 0.01$; ** = $p < 0.05$; * = $p < 0.10$

Variabile dip.: Livello Raggiungimento obiettivi	Variabile dip: Variazione del ROE	Variabile dip: Variazione della produttività del lavoro
--	-----------------------------------	---

Variabili	Coeff.	Variabili	Coeff.	Variabili	Coeff.
Costante	3,801***	Costante	0,926***	Costante	0,278**
Nuove funzioni	0,147*	Controllo di gestione	0,119*	Nuove funzioni	0,906**
Controllo di gestione	0,132***	Esperienza precedente	0,221**	Controllo di gestione	0,334***
Pianificazione	0,112**			Manager dedicati	0,406*
Manager dedicati	0,456**			Managers Risorse Umane	0,616***
	Adj R Sq		Adj R Sq		Adj R Sq
	0,107		0,099		0,322

Nelle regressioni con metodo stepwise abbiamo riportato le variabili che la procedura ha incluso nei modelli e che evidenziano una correlazione significativa con le misure di performance (Tabella 2). Il valore più alto di R^2 appare nella regressione della variazione di produttività, mentre il modello con meno capacità esplicativa è quello riferito al ROE. Complessivamente i valori bassi di R^2 sono giustificati dal fatto che le variabili dipendenti e indipendenti sono piuttosto distanti tra loro ed è lecito pensare che intervengano altre variabili di mediazione nelle relazioni ipotizzate. Tuttavia, nel contesto della presente ricerca ciò che interessa non è elaborare un modello normativo – previsivo, quanto attestare la significatività dell’impatto di determinate categorie di variabili. In questa prospettiva notiamo innanzitutto che nessuna delle variabili di controllo indicate nella sezione metodologica esercita un impatto significativo sul successo delle operazioni, ad eccezione dell’esperienza precedente, espressa dal numero di acquisizioni effettuate in passato, che ha un coefficiente positivo e significativo rispetto alla variazione del ROE post-acquisizione. L’ipotesi 1, relativa all’apertura “ex ante” della squadra manageriale e dell’assetto proprietario non risulta verificata per nessuna delle tre misure di performance impiegate: non compaiono infatti nei modelli le variabili relative alla quota proprietaria di partners esterni e alla partecipazione di managers non familiari ai teams manageriali. Trovano invece riscontro le ipotesi 3 e 3a sul ruolo dell’apertura manageriale finalizzata alla gestione dell’operazione; l’assunzione di “acquisition managers” è positivamente correlata alle misure di performance post acquisizione espresse in termini di grado di raggiungimento degli obiettivi e di miglioramento della produttività. L’efficienza produttiva del lavoro appare inoltre positivamente correlata al potenziamento manageriale della funzione di gestione delle persone. Anche l’ipotesi 2 è confermata con riferimento all’introduzione e al rafforzamento dei sistemi di programmazione e controllo, che è positivamente associata a tutte le misure di performance rilevate. Anche la formalizzazione di nuove funzioni sembra aumentare la probabilità di successo del processo di integrazione, con riferimento al grado di raggiungimento degli obiettivi strategici, economici e di accesso e al miglioramento della produttività. L’attuazione di attività di pianificazione esplicita dell’operazione, infine, è positivamente correlata al livello medio di raggiungimento degli obiettivi.

1.6 Implicazioni per la politica industriale

L'analisi ha attestato l'importanza dei processi di crescita per linee esterne nella prospettiva del raggiungimento di obiettivi strategici e di efficienza; è inoltre emerso con chiarezza che le determinanti del successo dei processi di crescita tramite acquisizione sono soprattutto connesse alle capacità di gestione degli aspetti organizzativi e alla pianificazione strategica delle operazioni; la centralità di questi fattori risulta addirittura, per le PMI, superiore rispetto alle questioni finanziarie e alle difficoltà di negoziazione dell'accordo.

Alla luce dei risultati emersi è dunque opportuno chiedersi quale può essere il ruolo dei policy makers regionali e nazionali e delle misure di regolazione nell'incentivazione dei processi di crescita dell'impresa. Nella discussione del ruolo delle politiche di regolazione può essere assunta come riferimento la Legge Regionale 4 /2005 della Regione Friuli -Venezia Giulia, che introduce rilevanti elementi di innovazione nella politica industriale per lo sviluppo delle PMI

Il Capo I della legge promuove i progetti di sviluppo competitivo delle piccole e medie imprese. La norma prevede numerosi tipi di progetti, che però rispondono tutti alla stessa logica: il superamento dei tradizionali fattori di debolezza competitiva delle imprese di piccole dimensioni. I principali riferimenti sono infatti: la crescita dimensionale, l'aumento dei livelli di managerializzazione, l'aumento dei livelli di capitalizzazione e l'apertura degli assetti di governance, l'intensificazione dei processi di internazionalizzazione e di presidio dei mercati di sbocco, la pianificazione della continuità dell'impresa nella fase critica della successione generazionale, il potenziamento della capacità di innovazione.

Una notazione specifica merita la finalità della crescita dimensionale delle imprese, attraverso aggregazioni, fusioni e accordi interorganizzativi. L'obiettivo è favorire i processi di crescita che molti imprenditori hanno in mente, ma non riescono a progettare in modo compiuto, e creare in altri la consapevolezza che il rafforzamento dimensionale, anche attraverso lo sviluppo di alleanze strategiche, costituisce spesso una strada obbligata per non uscire dal mercato. Ma le alleanze non vivono di spontaneità, hanno bisogno di sviluppare funzioni di integrazione organizzativa e manageriale, hanno bisogno di programmi, procedure e meccanismi di controllo.

In questa prospettiva, l'elaborazione degli strumenti di politica industriale espressi dalla L.R. 4/2005 parte dal riconoscimento, reso esplicito dalla ricerca qui presentata, che i maggiori limiti all'espansione dimensionale delle PMI sono riferibili alla carenza del fattore manageriale. La transizione da uno stadio dimensionale ad un altro richiede infatti la capacità di governare gli effetti di un vero e proprio shock organizzativo e gestionale. L'analisi della dinamica dello Staff ratio (indice di managerializzazione) in relazione alla dimensione d'impresa nell'industria italiana attesta che il livello dell'indice comincia di fatto a salire oltre la soglia dei 20 dipendenti. All'aumento della scala aumenta il grado di terziarizzazione dell'impresa ed in particolare la porzione dei soggetti destinati a svolgere attività di governance, coordinamento e controllo, cioè attività non direttamente produttive. A livello nazionale questo fenomeno

è particolarmente pronunciato nell'intervallo dimensionale che segna il punto di discontinuità tra micro impresa e impresa medio-piccola.

Una delle possibili vie per superare il vincolo all'espansione dimensionale legato alla scarsità di fattore manageriale è quella di intervenire con strumenti di politica industriale in grado di incentivare il ricorso a tale fattore.

Da questo punto di vista, un prioritario obiettivo di politica industriale, che attraverso la L.R. 4/2005 del FVG si è voluto perseguire, è stato quello di dotare la PMI che voglia procedere a transizioni dimensionali di una figura manageriale e/o di un sistema integrato di servizi di consulenza strategica in grado di guidare il processo di transizione e ciò anche al fine di avviare un circolo virtuoso di addestramento manageriale per sostenere i cambiamenti legati all'espansione dimensionale o più in generale legati all'aumento delle complessità gestionali ed organizzative. Lo strumento che, anche secondo le indicazioni normative, sembra rispondere più di altri a queste esigenze è individuato nella figura del Temporary Manager (TM), che nell'ottica della crescita per linee esterne, può rappresentare, così come chiaramente emerso dalla ricerca empirica, un veicolo di competenze ad ampio spettro per la gestione del processo di acquisizione. In termini generali, il temporary management può essere definito come la gestione temporanea di una o più progetti/attività aziendali da parte di managers professionisti, ai quali viene delegato il raggiungimento di un determinato obiettivo, mediante l'integrazione e il potenziamento delle competenze presenti nell'organizzazione.

La ricerca ha evidenziato che nella gestione delle operazioni di acquisizione, all'assunzione di competenze manageriali si deve affiancare il potenziamento dei sistemi operativi e delle attività di pianificazione. Nella prospettiva della legge e del suo regolamento attuativo, le imprese potranno accedere alle misure di incentivazione previste subordinatamente all'elaborazione di un piano di azione manageriale che delinea le tappe e gli obiettivi del processo di acquisizione e che, di conseguenza, sostiene e giustifica l'azione del temporary manager. In particolare, le tappe sono: (1) identificazione delle esigenze di integrazione nell'impresa acquirente; (2) Identificazione delle imprese candidate all'acquisizione; (3) Selezione del target dell'acquisizione; (4) Identificazione delle aree di integrazione con la candidata prescelta; (5) Analisi delle forze e delle debolezze e dei vantaggi conseguibili dall'integrazione; (6) Analisi del valore da attribuire alla nuova realtà integrata; (7) Determinazione del prezzo e avvio della negoziazione; (8) Attuazione del processo di integrazione.

I primi quattro stadi del processo di acquisizione portano all'identificazione dei vantaggi (in termini di economie di scala, espansione di quote di mercato ecc) conseguibili con l'integrazione. La fase 6 è la valutazione dei benefici ricercati attraverso l'acquisizione, valutazione che non può prescindere dalla considerazione del grado di compatibilità organizzativa e culturale tra le due entità che si vanno ad unire. Il processo di integrazione ha inizio dopo che si è conclusa la transazione.

Come evidenziato nelle sezioni precedenti, la gestione dell'integrazione è un processo complesso: il successo di un'acquisizione dipende dalla capacità del management di conciliare le esigenze di interdipendenza strategica tra le imprese coinvolte con la necessità di autonomia organizzativa delle stesse. Dal punto di vista

del metodo il punto di partenza è l'analisi strategica dell'impresa con individuazione dell'area attuale o potenziale di debolezza competitiva (dal punto di vista dei costi, dei mercati, dell'innovazione tecnologica) che giustifica operazioni di acquisizioni, fusioni o accordi di collaborazione. All'analisi strategica dell'impresa, una volta individuate le opportunità acquisitive o collaborative, deve seguire la proiezione attraverso, la redazione di un business plan, della posizione strategica dell'impresa alla fine del processo. Il business plan sintetizza su base quantitativa economico-finanziaria gli obiettivi posti alla base del processo acquisitivo, oltre che evidenziare il modello organizzativo risultante alla fine del processo.

Le competenze che le Pmi devono mettere in gioco per realizzare operazioni di questo tipo sono quindi complesse e vanno valutate dal soggetto erogatore di misure di politica industriale sia dal punto di vista statico che dinamico. Il regolamento di attuazione della LR 4/2005 prevede che per l'accesso alla misura di politica industriale di sostegno alla crescita devono essere valutati non solo i piani strategici associati all'operazione, espressi tramite un business plan (sviluppato su un arco temporale di tre anni) che incorpora le dinamiche finanziarie, economiche, strategiche e organizzative del progetto di sviluppo competitivo e dimensionale, ma anche il profilo professionale del temporary management che deve essere coerente rispetto agli specifici fabbisogni di sviluppo competitivo delle pmi.

1.7 Considerazioni conclusive

L'analisi condotta sulle operazioni di acquisizione (fusione per incorporazione) effettuate dalle PMI del Friuli-Venezia Giulia ha attestato l'importanza dei processi di crescita per linee esterne nella prospettiva del raggiungimento di obiettivi strategici e di efficienza; è inoltre emerso con chiarezza che le determinanti del successo dei processi di crescita tramite acquisizione derivano soprattutto dalle capacità di gestione degli aspetti organizzativi e dalla pianificazione strategica delle operazioni; questa considerazione in particolare è sostenuta dalla significatività delle variabili relative all'investimento in sistemi di programmazione e controllo, alla formalizzazione di nuove funzioni e soprattutto all'ingresso di competenze manageriali. E' molto importante sottolineare come la centralità dei fattori organizzativi risulti addirittura, per le PMI, superiore rispetto alle questioni finanziarie e alle difficoltà di negoziazione dell'accordo.

In definitiva, molte Pmi non crescono e non si internazionalizzano in modo adeguato, o stentano ad avviare circoli virtuosi di sviluppo innovativo non tanto per la mancanza di risorse finanziarie, quanto per la scarsità di conoscenze adeguate e di competenze manageriali. Nella prospettiva della politica industriale, l'analisi sull'operato del legislatore regionale del Friuli-Venezia Giulia ha evidenziato il tentativo da parte dei policy makers di rimuovere questo blocco evolutivo, che impedisce di affrontare cambiamenti caratterizzati da un'intrinseca complessità. La transizione evolutiva è sollecitata attraverso il sostenendo il ricorso a servizi di consulenza strategica e a manager a tempo, da impiegare all'interno dell'impresa nel periodo di realizzazione del progetto.

L'accesso a queste misure non si realizza con una semplice domanda di contributo, ma attraverso la predisposizione di un progetto di sviluppo, articolato in un business plan. E' richiesta in altri termini una progettualità imprenditoriale in grado di portare ritorni economici, e su questa progettualità la mano pubblica interviene attraverso meccanismi di supporto, che agiscono rafforzando le capacità dell'impresa.

Bibliografia

Acs, Z. J., Audretsch, D. B., 1990. "The Determinants of Small-Firm Growth in U.S. Manufacturing" *Applied Economics*, Taylor and Francis Journals, vol. 22(2), pages 143-53.

Aldrich, H. (1979). *Organizations and environments*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Ansoff H., Brandenburg R., Portner F., Radosevich R. (1971) *Acquisition behavior of U.S. manufacturing firms, 1946 – 1965*, Vanderbilt University Press, Nashville, TN

Bamberger, I. (1989). Developing competitive advantage in small and medium sized firms. *Long Range Planning* 22 (5), 80-88

Barca F. (1994) *Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Roma-Bari, Laterza, 1994

Birley, S. & P. Westhead (1990). Growth and performance contrasts between 'types' of small firms. *Strategic Management Journal* 11, 535-557.

Boldizzoni D., Serio L. (2001) "Modelli di crescita e di sviluppo delle piccole e medie imprese" in Lipparini A., Lorenzoni G. (a cura di), *Imprenditori e imprese. Idee, piani, processi*, Bologna, Il mulino, 2000.

Borch O.J. (2004) "Building dynamic capabilities for strategic entrepreneurship in SMEs", *Paper presented at the NCSB 2004 Conference 13th Nordic Conference on Small Business Research*

Chatterjee R., Erickson M., Weber J. (2004) "Can Accounting Information be used to Reduce the Contracting Costs Associated with Mergers and Acquisitions? - Evidence from the use of Earnouts in Merger and Acquisition Agreements in the U.K." *Working Paper, Cambridge University*

Chell, E. & J. Haworth (1992). A typology of business owners and their orientation towards growth, in *Small Enterprise Development*, K. Caley (ed.), 96-105. London: Chapman.

Churchill, N. & V. Lewis (1983). The five stages of small business growth. *Harvard Business Review* 61 (3), 30-50

Compagno C. (a cura di) (2003) *Piccole imprese in transizione: una comparazione internazionale*, Torino, UTET

Compagno C., Pittino D. (2001) "Succession processes and top team evolution in Italian SMEs", in G. Corbetta, D. Montemerlo (eds.) *The role of family in family business – Proceedings of the 12th FBN World Conference*, EGEA, Milan

Compagno C., Pittino D., Visintin F. (2005) "Corporate Governance and Advanced Forms of Internationalisation in Italian SMEs", *International Journal of Globalisation and Small Business*, Vol. 2

Costa G., Gubitta P. (2004) *Organizzazione aziendale. Mercati, gerarchie, convenzioni*. Milano. McGraw-Hill

Daniel T. A. & Metcalf, G .S. (2001). *The Management of People in Mergers and Acquisitions*. Westport, CT : Quorum Books.

Datta D.K. (1991) "Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisitions integration". *Strategic Management Journal*, 12, pp. 281 – 297

Davidsson, P. (1991). Continued entrepreneurship: ability, need, and opportunity as determinants of small firm growth. *Journal of Business Venturing* 6 (6), 405- 429.

Davidsson, P. & J. Wiklund (2000). Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth, in *Handbook of entrepreneurship*, D. Sexton & H. Landström (eds.), 26-44. Oxford: Blackwell.

Eggers, J. & K. Leahy & N. Churchill (1994). *Stages of small business growth revisited: insights into growth path and leadership/management skills in low and high-growth companies*. INSEAD. Working Paper 63.

Elsas R, Flannery M.J., Garfinkel J.A. (2004) "Major investments, firm financing decisions and long run performance", *Working Paper, J.W. Goethe Universitaet, Frankfurt*

Gray C. (1998) "Entrepreneurship, resistance to change and growth in small firms", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 9, pp. 61 – 72

Grandinetti R., Tabacco R. (2003) "Formation and evolution of industrial districts: a knowledge-based perspective for industrial district research" *Paper presented at the Regional Studied Association International Conference, Pisa, 12th – 15th April*

Gugler, K. and R. Siebert, 2002, "Market Power versus Efficiency Effects of Mergers and Research Joint Ventures: Evidence from the Semiconductor Industry", *NBER WP 10323*

Hall, A., Melin, L., & Nordqvist, M. (2001). Entrepreneurship as radical change in the family business: Exploring the role of cultural patterns, *Family Business Review*, 14(3), 193–208

Hannan, M. & J. Freeman (1977). The population ecology of organizations. *American Journal of Sociology* 82 (5), 929-964.

Holmqvist M., Larsson R. (2003) "Organizational Learning In Mergers & Acquisitions", *Paper presented at the 17th Scandinavian Academy of Management*

Hoy, F. & P. McDougall & D. Dsouza (1992). Strategies and environments of high

growth firms, in *The state of the art of entrepreneurship*, D. Sexton & J.Kasarda (eds.), 341-357. Boston: PWS-Kent Publishing

Foley, P. & H. Green (eds.) (1989). *Small business success*. London: Chapman.

Greiner, L. (1972). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review* 50, July-August, 37-46.

Iacobucci, D., & Rosa, P. (2004). *Business Groups as Evolutionary Entrepreneurial Systems*. Paper presented at the BKERC 2004 - Babson Kauffman Entrepreneurship Research Conference, University of Strathclyde, Glasgow

James A. (2002) "The strategic management of merger and acquisitions in the Pharmaceutical Industry: developing a resource based perspective" *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol. 14, No. 3, pp. 300 – 313

Jensen, Michael C. and Ruback, R S., (1983) "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, April, 5-50.

King D.R, Dalton D., Daily C., Covin J. (2004) "Meta-analyses of post acquisition performance: indications of unidentified moderators" *Strategic Management Journal*, 25, 187 – 200.

Miller, D. & P. Friesen (1983c). Successful and unsuccessful phases of the corporate life cycle. *Organization Studies* 4

Miner, J. (1997). A psychological typology and its relationship to entrepreneurial success. *Entrepreneurship & Regional Development* 9, 319-334.

Miner J.B., Raju N.S. (2004) "Risk propensity differences between managers and entrepreneurs and between low- and high-growth entrepreneurs: a reply in a more conservative vein", *Journal of Applied Psychology*, Feb;89(1):14-21.

Napier, N. K. (1989). "Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: A review and suggested typology". *Journal of Management Studies*, 26, 271-287

Nauert, P. W. (2000). "Telling the right deal story to employees" *Mergers and Acquisitions*, 35 (1), 35-38.

Perren, L. (2000). Factors in the growth of micro-enterprises (part 1): developing a framework. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 6 (4), 366- 385

Pistruì, D. & H. Welsch & J. Roberts (1997). Growth intentions and expansion plans of new entrepreneurs in the former Soviet bloc, in *Entrepreneurship and SME research: on its way to the next millennium*, R. Donckels & A. Miettinen (eds.), 93-111. Aldershot: Ashgate.

Poutziouris, P. & M. Binks & A. Bruce (1999). A problem-based phenomenological growth model for small manufacturing firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development* 6 (2), 139-152.

Rajan R.G., Zingales L. (2004), *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton University Press

Ravenscraft DJ, Scherer FM. 1987. *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Institution: Washington, DC.

Salant, S.W., Switzer, S., Reynolds, R.J. "Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98 (1983), pp. 185–199.

Salvato C. e Lassini U. (2005), "External Growth of SMEs: the Development of Acquisitions Capabilities", in *Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth*, Katz J., Shepherd D., Wiklund J. and Dimov D., volume 9, Elsevier Science, Oxford, UK

Schein, E. H. (1995). The role of the founder in creating organizational culture. *Family Business Review*, **8**(3), 221–238.

Scott, M. & R. Bruce (1987). Five stages of growth in small business. *Long Range Planning* 20 (3), 45-52.

Smallbone D., North D., Leigh R. (1993). The growth and survival of mature manufacturing SMEs in the 1980s: an urban and rural comparisons, in *Small firms in urban and rural locations*, J. Curran & D. Storey (eds.), 79-131. London: Routledge

Stylianou, A.C., Jeffries, C.J. and Robbins, S.S., "Corporate Mergers and the Problems of IS Integration", *Information & Management* 31, (1996), pp. 203-213.

Thompson, J. (2001). *Strategic management*. 4th ed. London: Thomson Learning.

Walter G.A., Barney J.B. (1990) "Management objectives in merger and acquisitions" *Strategic Management Journal*, 11, pp. 79 – 86

Wernerfelt, B. 1984. "A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*", 5(2): 171-180.

Vinnell, R. & R. Hamilton (1999). "A historical perspective on small firm development". *Entrepreneurship Theory & Practice* 23 (4), 5-18.

Zollo M. 1998. "Knowledge codification, process routinization and the creation of organizational capabilities: post-acquisition management in the US banking industry". *Unpublished dissertation, University of Pennsylvania*.