



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

IMPRESE AD ALTA CRESCITA.
PROFILI ECONOMICI E FINANZIARI

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:
Michele Di Ruscio

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

Introduzione	3
I. Quadro teorico delle imprese ad alta crescita	4
II. Analisi statistica di imprese ad alta crescita nelle Marche	14
III. Strategie, imprenditorialità e governance	25
IV. Modello valutativo applicabile alle imprese ad alta crescita	30
Conclusioni	43
Bibliografia	46

INTRODUZIONE

Le imprese ad alta crescita sono un fenomeno a rilevanza globale. Molti studiosi fin dagli anni 70 ne hanno esaltato l'importanza asserendo che la crescita economica fosse spinta in maniera quasi sproporzionata da pochi soggetti, non necessariamente di grandi dimensioni in termini di fatturato o di numero di dipendenti.

Il fenomeno in realtà non è stato del tutto chiarificato. Le ragioni dello sviluppo così rapido di questi soggetti sono state cercate in tutti gli ambiti economici possibili, iniziando dai settori di appartenenza, passando per dimensione, strategie imprenditoriali, collocazione geografica e anche possibili impatti della governance. Molti di questi autori hanno imperniato i loro lavori su studi di carattere statistico effettuati su un campione di imprese prese da una zona specifica e hanno cercato di trarre considerazioni di carattere generale.

In questo lavoro si cercherà di fare per prima cosa una analisi degli argomenti sui quali la letteratura si è incentrata nel corso degli anni, tentando di porre l'attenzione sulle caratteristiche riscontrate dai vari autori nelle imprese ad alta crescita. In particolare, si parlerà di valori di fatturato, dipendenti, dell'influenza di un cluster nel quale i passaggi delle informazioni tra una società e l'altra vanno a costituire un ruolo centrale e di settori merceologici di appartenenza.

Lo sguardo poi si sposterà sulla realtà marchigiana, andando a fare un'analisi delle imprese ad alta crescita marchigiane nel periodo che va dal 2016 al 2019. Si cercherà di comprenderne le caratteristiche anche alla luce di quello che è stato detto dalla letteratura di riferimento.

Dopo aver analizzato le caratteristiche di tali soggetti per le Marche in termini di ricavi, numero di impiegati, età delle imprese in questione e settore di appartenenza, l'ottica si sposterà sulle motivazioni di carattere strategico che possono incidere sullo sviluppo. Grazie alle interviste telefoniche effettuate ad alcune delle società che fanno parte del gruppo delle 61 imprese ad alta crescita e alla letteratura di riferimento, si cercherà di andare a valutare l'impatto sulla crescita aziendale di alcune scelte imprenditoriali quali l'ingresso in nuovi mercati, nuovi settori, la proposta di nuovi prodotti o la scelta di innovare tecnologicamente la società.

Da ultimo si cercherà di proporre un modello valutativo delle imprese ad alta crescita, tenendo conto degli aspetti caratteristici di questo tipo di società, quali le dimensioni contenute, la mancata quotazione in borsa e quindi l'inesistenza di un mercato azionario nel quale liquidare le partecipazioni, la coincidenza tra proprietà e controllo e altri fattori di rischio che devono essere considerati per valutare quanto più fedelmente tali società.

I. QUADRO TEORICO DELLE IMPRESE AD ALTA CRESCITA

In un periodo storico di grande difficoltà, caratterizzato da elevati livelli di disoccupazione, povertà crescente e problemi economici rilevanti la figura delle imprese ad alta crescita può assumere se possibile un ruolo ancora più determinante di quello ha avuto nelle fasi economiche precedenti in un'ottica di sviluppo e di ripresa dal punto di vista occupazionale ed economico nel complesso.

Dai vari studi fatti nel corso degli anni la definizione con la quale far confluire le società nel catino delle imprese ad alta crescita è risultata essere non sempre univoca. Alcuni ricercatori, oltre a non aver usato parametri economici di identificazione omogenei, hanno utilizzato termini diversi per indicare queste categorie di imprese. Se la nomenclatura che

si può ritenere di maggiore uso è quella di “imprese ad alta crescita” (HGFs), non di rado si possono trovare termini come “imprese ad alto impatto” (HIF) oppure “gazzelle”. Altri addirittura hanno usato terminologie meno replicate come “imprese giovani che guidano l’innovazione” (Yollies) oppure “società giovani altamente innovative” (YICs), per finire con la dicitura di “campioni nascosti”, definizione che rende molto bene l’idea delle capacità in termini di performance di tali imprese.

È importante dire che, nonostante i nomi siano diversi e i criteri di definizione non sempre perfettamente coincidenti, in tutti i casi sopra citati ci si riferisce a imprese che nel sistema produttivo di un paese hanno un ruolo centrale, dato che, pur essendo un numero esiguo rispetto al totale delle imprese presenti nel sistema economico, sono ogni anno le maggiori responsabili della crescita occupazionale. Per dare un’idea dei numeri di cui stiamo parlando, secondo lo studio condotto da Birch e Medoff nel 1994 le high growth firms, pur corrispondendo al 4% delle imprese totali, contribuivano alla creazione del 70% dei nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti. Ovviamente si tratta di un numero eccezionale rispetto al numero di imprese in considerazione ed è proprio l’eccezionalità di questi soggetti rispetto agli altri operatori nei sistemi produttivi di ogni paese che si tenterà di spiegare in questo lavoro.

Secondo l’Eurostat le imprese ad alta crescita sono quelle che hanno all’inizio della fase di crescita almeno 10 dipendenti e una crescita media annualizzata dei dipendenti di almeno il 10% annuo per un arco di almeno 3 anni. L’OCSE poi interviene modificando la soglia minima di crescita annua e portandola al 20% annuo considerando lo stesso orizzonte temporale. In questa definizione, che potremmo considerare “ufficiale” perché giunge da due organismi di rilevanza internazionale, si fa riferimento solo alla crescita dell’occupazione. Birch, tuttavia, le ha definite utilizzando anche l’elemento ricavi, e in

particolare egli definisce le imprese ad alta crescita quei soggetti che hanno raddoppiato le vendite in un periodo di quattro anni e che hanno un indicatore della crescita dell'occupazione pari o superiore a due nello stesso arco di tempo. L'indicatore della crescita dell'occupazione è il prodotto della variazione assoluta e percentuale dell'occupazione espresso come decimale in un determinato periodo di tempo. Inoltre, lo stesso Birch differenzia le imprese ad alta crescita dalle gazzelle, definendo quest'ultime come quei soggetti che sperimentano un raddoppiamento del fatturato in un orizzonte di quattro anni. Altri invece sono più propensi nel definire le gazzelle come le imprese ad alta crescita più giovani.

La letteratura che nel corso degli anni ha studiato questo fenomeno si è focalizzata su una miriade di aspetti per riuscire a delineare le caratteristiche fondamentali di questa categoria di imprese, cinque dei quali sono molto interessanti e meritano un approfondimento: grandezza, età, efficienza, settore di appartenenza e area geografica di nascita.

Per quanto riguarda la grandezza delle imprese ad alta crescita molti autori si sono focalizzati nel capire come la grandezza dell'impresa vada a incidere sulla probabilità di essere una HGFs e sulla probabilità di sopravvivenza della stessa dopo aver sperimentato una crescita eccezionale. Il parere comune di molti autori è che la crescita sia associata a una dimensione dell'impresa contenuta in relazione alla dimensione di altre. Dallo studio condotto da Acs, Parsons, Tracy si evince come nel primo periodo di osservazione il 70% delle imprese ad alta crescita statunitensi studiate facesse parte della categoria di società con al massimo 4 dipendenti. Agustí Segarra-Blasco si occupa invece del contesto europeo, ma i risultati sono analoghi dato che egli riscontra una relazione inversa tra probabilità di essere una impresa ad alta crescita e il numero di dipendenti che vi lavorano.

Audretsch, Santarelli and Vivarelli riferendosi alle società italiane affermano lo stesso concetto per cui le imprese ad alta crescita sembrano prettamente essere di dimensioni più contenute rispetto alle altre anche in Italia. Inoltre, molti autori hanno riscontrato il fatto che le stesse imprese ad alta crescita di dimensioni più contenute hanno performance migliori delle HGFs di dimensioni maggiori. Tuttavia, la grandezza delle società sembra, da alcuni studi, andare ad incidere positivamente sulle sue possibilità di sopravvivenza dopo aver sperimentato la crescita eccezionale.

In relazione a questo tema gli autori Park, Storey e van Witteloostuijn si sono chiesti se il concetto della dimensione di un'impresa ad alta crescita possa essere spiegato dalla legge di Gilbrat, la quale afferma che il tasso di crescita di una società può essere associato ad una variabile casuale indipendente. Di conseguenza se la dimensione dell'impresa viene considerata come tale si possono trarre tre importanti conclusioni: la prima è che la crescita sarà indipendente dalla dimensione dell'impresa stessa, la seconda riguarda il fatto che non è detto che la crescita sperimentata in questo periodo di sviluppo possa essere ripetuta in un periodo successivo e la terza concerne il fatto che la crescita non può essere spiegata in modo consistente da alcuni fattori specifici. In realtà gli stessi autori riconoscono le evidenze empiriche riportate da altri studiosi, uno dei quali è Sutton, che escludono che la crescita possa essere comparata ad una variabile casuale indipendente e sono d'accordo con l'idea che le imprese di piccole dimensioni sembrano crescere di più. Tuttavia, gli autori a sostegno dell'applicazione della legge di Gilbrat per spiegare la crescita dimensionale dimostrano che le HGFs hanno difficoltà nello sperimentare nel periodo successivo a quello di crescita lo stesso sviluppo avuto in precedenza. Questa crescita allora sembra avere qualche elemento di aleatorietà, con la possibile conseguenza che l'elemento delle scelte strategiche non sia quello decisivo per lo sviluppo. La

maggioranza degli studiosi di questo tema in realtà ritiene troppo semplicistica questa conclusione.

Più avanti verrà trattato con maggiore precisione il tema che riguarda cosa accade alle HGFs una volta concluso un periodo un periodo in cui si sono visti crescite importanti di fatturato e occupazione.

Dagli studi condotti da Acs, Parsons e Tracy nel 2008 relativamente al lasso di tempo tra il 1994 e il 2006 nel contesto americano si riscontra quasi a sorpresa che l'età media delle high growth firms americane risulta essere di 17 anni per imprese con meno di 20 dipendenti, di 25 anni per imprese da 20 a 499 dipendenti e di 34 anni per imprese con 500 dipendenti o più. Si può notare quindi da questi dati che le imprese non sperimentano questa fase di crescita negli anni iniziali della loro esistenza, bensì in una fase successiva e più matura. Questi dati abbinati al fatto che il 95% delle HGFs ha almeno 5 anni di età e al fatto che non più del 5.5% di esse sono startup vanno a spiegare come la fase iniziale di vita dell'impresa non sia necessariamente quella in cui si ha la crescita sostenuta. Nello stesso lavoro possiamo trovare un confronto tra le imprese ad alta crescita e quelle invece a basso impatto. Interessante notare come le HGFs siano mediamente più giovani delle imprese a basso impatto e che tale differenza anagrafica vada ad aumentare all'aumento della grandezza in termini di numero di dipendenti delle società. Le imprese a basso impatto nello stesso lasso di tempo non crescono in termini di variabili economiche, per cui questo dimostra ancora una volta l'eccezionalità delle imprese ad alta crescita dato che le loro performance sembrano essere indipendenti dal ciclo economico generale che attraversano i soggetti economici.

Nel valutare l'efficienza di tali categorie di imprese si sono trovate evidenze interessanti.

Infatti, in media le HGFs sono più efficienti in confronto alle altre imprese, riscontrando

un rapporto fatturato su numero di dipendenti superiore alle altre imprese. Scoperta consistente con la teoria per la quale imprese nuove vanno a scacciare dal mercato quelle più vecchie e soprattutto meno performanti.

Per quanto riguarda il settore di appartenenza delle imprese ad alta crescita molti autori hanno cercato di individuare se effettivamente esista un settore nel quale le imprese abbiano maggiori possibilità di avere crescite in termini di occupazioni e fatturato superiori alla media. Premessa fondamentale è che si possono trovare imprese ad alta crescita in ogni settore economico, tuttavia i pareri di alcuni studiosi non sono perfettamente coincidenti. Se McGrath (2012) sostiene che non ci sia un settore in cui si possa riscontrare una maggiore probabilità di avere imprese ad alta crescita, Acs, Parsons, Tracy sostengono che ci siano dei settori in cui la presenza di imprese ad alta crescita sia leggermente superiore, e parlano dei settori della componentistica elettronica, dei settori di gomme e plastiche e del settore dei macchinari non elettrici. A livello maggiormente aggregato gli stessi autori hanno notato che la manifattura è il macrosettore in cui abbiamo la maggior presenza di HGFs in relazione al totale delle imprese, davanti ai servizi assicurativi, finanziari e al settore immobiliare.

Altro elemento studiato per comprendere le peculiarità di questa categoria di imprese è la loro collocazione geografica rispetto ai centri produttivi principali. Gli studi condotti nel contesto americano hanno evidenziato la presenza del 75% circa delle imprese ad alta crescita nella zona delle aree metropolitane, mentre solo la restante parte nelle zone rurali. In particolare, troviamo che la maggior densità di HGFs nell'area che va dai 10 ai 25 chilometri di distanza dal centro.

Quanto detto si può collegare alla teoria di Porter elaborata nel 1998 con la quale egli attribuiva di fondamentale importanza per il miglioramento delle performance delle imprese

la loro vicinanza ad un cluster settoriale, cioè ad un particolare ambiente in cui c'è elevata concentrazione di imprese, addirittura tutte appartenenti ad un settore specifico. L'elevata competitività che si viene a creare in questo particolare ambiente e il concetto di "knowledge spillover", cioè il trasferimento, diretto o indiretto, quindi a volte anche non volontario, di conoscenza da alcuni individui ad altri sono sicuramente le motivazioni che potrebbero spiegare la continua ricerca di innovazione e quindi il grande tasso di crescita manifestato da queste imprese. Lechner e Dowling sostengono che ci sia anche l'elemento della collaborazione fra imprese prossime geograficamente che va a incidere nella stessa direzione dello sviluppo e della crescita. Audretsch e Keilbach ritengono che ciò che fa la differenza tra HGFs e imprese normali che fanno parte di uno stesso cluster industriale sia non tanto lo sviluppo delle idee e dei progetti migliori, quanto la loro applicazione nel modo più efficiente e la loro commercializzazione in una maniera più innovativa o efficace. È proprio per questo che un ambiente fervente dal punto di vista dell'innovazione risulta essere vantaggioso per tutti i partecipanti. Altri aspetti da considerare nell'analisi di un contesto imprenditoriale e produttivo volto a costruire terreno fertile per la nascita di impresa ad alta crescita sono sicuramente il valore circoscritto di una determinata idea o concetto e la mobilità di forza lavoro tra imprese che fanno parte di uno stesso cluster. Infatti, la valenza di un'informazione resta importante se rimane circoscritta a una determinata cerchia di soggetti che ne possono usufruire. Quando c'è una fuoriuscita si verifica una decadenza del valore di quella nuova conoscenza. D'altra parte, all'interno di uno stesso cluster la mobilità dei lavoratori tra società che lo costituiscono è la prima causa del fenomeno di knowledge spillover.

L'autore Agustí Segarra-Blasco valuta, sempre nell'ambito del collocamento geografico, come le caratteristiche diverse dei paesi in cui le HGFs nascono vadano a incidere su di

esse in maniera eterogenea. In particolare, nel suo studio egli distingue tre macroregioni: Europa centro-occidentale, Europa mediterranea e nuovi membri dell'UE (i paesi, soprattutto quelli dell'est-Europa, che più recentemente sono entrati nell'Unione), e per ognuna delle quali individua diverse caratteristiche che potrebbero andare ad incidere sulla presenza di imprese ad alta crescita. Per i paesi che più recentemente sono entrati nel sistema Europa, la loro possibilità di interloquire con nuovi partner tecnologicamente più avanzati può andare a costituire un vantaggio competitivo che se utilizzato nel modo giusto potrebbe portare a performance di crescita importanti. Oltre a questo, i sussidi che l'Europa ha concesso ai nuovi membri sembrano essere molto più vantaggiosi per i nuovi entrati, così come il fatto che la relazione che esiste tra dinamismo del settore e crescita è più marcato per i paesi dell'Europa dell'est piuttosto che per i paesi dell'Europa centrale.

Nei paesi dell'Europa mediterranea e dell'est sembra esserci un legame più forte tra le possibilità di diventare HGFs e l'appartenenza a un cluster industriale, a un gruppo di imprese che tramite la competizione tra di esse accresce la diffusione di nuove informazioni. Viceversa, nei paesi dell'Europa centrale questo legame sembra influire meno. Altra differenza fondamentale è quella che risiede nel rapporto tra probabilità di essere un'impresa ad alta crescita e volume di attività internazionali e di esportazione. Se la relazione tra questi due elementi sembra essere non del tutto chiara per i paesi dell'area mediterranea, per i nuovi entrati nell'Unione il legame sembra essere positivo, quindi tali imprese risultano avere benefici importanti in termini di crescita dati dalle esportazioni. Nei paesi dell'area centrale questo legame non sembra esserci, anzi la relazione sembra addirittura negativa. In generale quello che si può dire è che per i paesi dell'est-Europa si ha una maggiore sensibilità della crescita delle imprese in relazione all'aumento

dell'innovazione, tuttavia l'accesso a tale innovazione è difficoltoso dato che gli investimenti in ricerca e sviluppo sono di gran lunga inferiori rispetto a quelli nell'Europa centro-occidentale. Da un articolo del Sole 24 ore del 2017 si può notare che il numero di HGFs nei paesi dell'est europa non è per nulla inferiore a quello dei paesi più occidentali. La situazione delle nazioni mediterranee è caratterizzata da bassi investimenti su R&D e innovazione, e soprattutto da una diminuzione degli investimenti stranieri che ultimamente sono più diretti ai paesi dell'est-Europa. Le politiche dell'unione europea dovrebbero essere più particolareggiate a seconda della zona a cui si fa riferimento.

La letteratura non si è solo occupata di capire quali fossero le caratteristiche che le imprese avevano prima di sperimentare una crescita sostenuta, ma ha alcuni studiosi hanno cercato di comprendere anche cosa succede dopo questa espansione. Dall'evidenza empirica portata alla luce da Acs, Parsons, Tracy si evince che il destino delle HGFs dopo il loro periodo di sviluppo è diverso a seconda della grandezza della stessa. Se ci si focalizza sulle HGFs di piccole dimensioni si nota che per il 60,9% di esse si avrà una situazione stazionaria in cui il numero di impiegati rimane stabile. Per le imprese con dipendenti compresi tra 20 e 499 unità si ha una situazione stabile per il 48.1% di esse e una crescita per il 28.1%. La situazione cambia quando si considerano imprese con più di 500 dipendenti, per le quali il destino più probabile è quello di una crescita anche se non ai livelli fino a quel momento sperimentati. In generale anche questa evidenza empirica ha portato a notare, come era stato fatto da altri studiosi, che la probabilità di vedere scomparire un'impresa ad alta crescita nei 4 anni successivi alla fine del suo periodo espansionistico è circa doppia per imprese di dimensioni inferiori ai 20 dipendenti rispetto a quelle con più di 500 dipendenti.

Gli elementi visti fino ad ora ci possono fornire un'idea delle caratteristiche che queste tipologie di imprese hanno, tuttavia queste informazioni non sono sufficienti a spiegare un fenomeno che in realtà da molti autori è riconosciuto essere ancora abbastanza oscuro. Ulteriori studi hanno riguardato le caratteristiche del fondatore o del team che ha creato l'impresa, l'accesso alle risorse, l'orientamento al mercato, le qualità e le caratteristiche del capitale di cui si dispone. Il background formativo, l'esperienza nel settore di riferimento sia nel ruolo di dipendente che di manager, oltre che l'educazione ricevuta sono alcuni degli elementi la cui presenza va ad incidere in modo positivo sulle possibilità di successo dell'impresa. Questi elementi risultano sicuramente validi anche quando si ha un team di fondatori, per il quale, inoltre, risulta imprescindibile la coesione, l'eterogeneità delle loro conoscenze in ambito imprenditoriale e la stabilità della composizione del gruppo. Continui cambi nel founding team vanno a ledere la possibilità di avere un gruppo affiatato e unito.

II. ANALISI STATISTICA DI IMPRESE AD ALTA CRESCITA NELLE MARCHE

Dopo aver presentato in modo generale le imprese ad alta crescita, evidenziandone le peculiarità individuate da alcuni studiosi che hanno lavorato su contesti economici abbastanza diversi tra loro, ora si tenterà di valutare le caratteristiche delle imprese marchigiane ad alta crescita partendo dalla presentazione dei criteri di ricerca utilizzati e poi elaborando delle valutazioni anche in relazione a quanto detto sopra.

Le informazioni, estrapolate dal software AIDA, sono state ricavate individuando tutte le HGFs marchigiane tramite un'impostazione iniziale di criteri di ricerca meno stringenti di quelli utilizzati da Eurostat e OCSE. Il seguente elenco presenta i parametri utilizzati:

- Stato giuridico: Attiva
- Regione: Marche
- Tasso di crescita (%) dei ricavi dalle vendite tra 2016 e 2019 min=100%
- Tasso di crescita (%) dei dipendenti tra 2016 e 2019 min=60%
- Anni con bilanci disponibili: 2019, 2018, 2017, 2016
- Numero minimo di dipendenti per entrambi gli anni 2018 e 2019: 1
- Valore minimo di ricavi da vendite in entrambi gli anni 2018 e 2019: 1000 euro
- Ultimo anno con bilancio: 2019

Le società che rispondono a tali criteri nel periodo selezionato tra il 2016 e il 2019 sono 387 al 03/12/2020, molte delle quali sono di piccole dimensioni. Si andrà ora ad

analizzare vari aspetti di queste imprese, partendo dal numero di dipendenti, dal fatturato, passando per settore economico di appartenenza e età di queste società.

Per quanto riguarda il numero di dipendenti si può notare che al 2016 l'87,1% di esse ha meno di 10 dipendenti, percentuale che scende alla fine del periodo di osservazione al 61%. Le imprese con più di 200 dipendenti passano da una a quattro.

In generale si può dire che il tasso di crescita medio dei dipendenti nell'arco di tempo preso in considerazione è del 190%. Nel 2016 tali società avevano una media di 9 dipendenti che passa a 21 nel 2019.

La tabella seguente ci mostra la distribuzione per classi di numero di dipendenti delle 387 imprese marchigiane selezionate.

classi	dipendenti 2016	%	dipendenti 2019	%
0- 10	337	87,1%	238	61%
10 - 50	40	10,3%	124	32%
50- 200	9	2,3%	21	5%
oltre 200	1	0,3%	4	1%

Tab. II.1

I numeri sono molto importanti se confrontati con quelli che riguardano tutte le imprese marchigiane nel complesso. Infatti, se per esse nel 2016 i dipendenti in media erano circa 16,7, nel 2019 erano aumentati a 18.2 con un aumento percentuale medio del 28%.

Secondo elemento di analisi è il fatturato. I ricavi presentano un tasso di crescita medio per le 387 imprese in questione del 268%. Nel 2016 i ricavi medi erano pari a 1,32 milioni di euro. Nel 2019 questo valore si attesta a 3,73 milioni.

La tabella, che mostra il numero di imprese per classi di fatturato, ci fa vedere inoltre come circa il 65% delle imprese nel 2016 abbia un livello di fatturato inferiore ai 500 mila euro, percentuale che si dimezza e scende a circa il 32% nel 2019. Il numero delle imprese che registravano un livello di ricavi compreso tra 500 mila euro e 2 milioni di euro passa da 97 a 162. Le imprese con livello di fatturato oltre i due milioni sono quasi triplicate passando dalle 36 del 2016 alle 101 del 2019.

Classi (EUR)	2016	%	2019	%
1000-100 mila	95	24,55%	10	3%
100 mila-500 mila	159	41,09%	114	29%
500 mila- 2 milioni	97	25,06%	162	42%
oltre 2 milioni	36	9,30%	101	26%

Tab. II.2

Nonostante una crescita sostanziale in termini di fatturato le dimensioni delle imprese sono ancora piccole. Le differenze di queste categorie di soggetti economici rispetto al totale delle imprese marchigiane sono ancora forti, dato che le imprese con meno di 500 mila euro di fatturato nel 2016 sono circa il 37% del totale rispetto al 65% circa delle HGFs marchigiane. Il livello di fatturato medio di tutte le imprese marchigiane è di 3,4 milioni di euro nel 2016 e 3,9 milioni di euro nel 2019. Notiamo che nei tre anni di

osservazione il fatturato medio delle imprese ad alta crescita sperimenta un processo di convergenza verso il fatturato medio delle imprese della regione.

L'individuazione del settore di appartenenza è una questione che molti autori hanno preso in considerazione. Si è cercato di perseguire tale intento utilizzando la classificazione merceologica ATECO 2007. Delle 387 imprese analizzate 118 fanno parte del settore manifatturiero, corrispondenti al 30,5 % circa del totale. Questo valore percentuale è in linea con la distribuzione del totale delle imprese. I settori più rappresentati dopo quello manifatturiero sono quello del commercio all'ingrosso e al dettaglio (16,8%), delle costruzioni (15,5%) e solo successivamente troviamo servizi di alloggio e ristorazione (6,46%) e servizi di informazione e comunicazione (5,43%). La seguente tabella riepiloga la distribuzione completa per settore industriale delle HGFs marchigiane.

Codice	Descrizione del settore (ATECO 2007)	n. imprese	%
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	7	1,8%
B	ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	1	0,26%
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	118	30,5%
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	6	1,55%
E	FORNITURA DI ACQUA; RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	6	1,55%
F	COSTRUZIONI	60	15,5%
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	63	16,2%
H	TRASPORTO E MAGAZZINAGGIO	15	3,88%
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	25	6,46%

J	SERVIZI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	21	5,43%
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	1	0,26%
L	ATTIVITA' IMMOBILIARI	2	0,52%
M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	22	5,68%
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	15	3,88%
O	AMMINISTRAZIONE PUBBLICA E DIFESA; ASSICURAZIONE SOCIALE OBBLIGATORIA	0	0%
P	ISTRUZIONE	4	1,03%
Q	SANITA' E ASSISTENZA SOCIALE	5	1,29%
R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	11	2,84%
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	4	1,03%
T	ATTIVITÀ DI FAMIGLIE E CONVIVENZE COME DATORI DI LAVORO PER PERSONALE DOMESTICO	0	0%
U	ORGANIZZAZIONI ED ORGANISMI EXTRATERRITORIALI	0	0%
sconosciuto	SETTORE NON CONOSCIUTO	1	0,26%

Tab. II.3

La distribuzione di imprese di cui sopra in realtà non è molto diversa dalla distribuzione relativa a tutte le imprese marchigiane. Le sole differenze si hanno nel settore delle costruzioni e del commercio all'ingrosso e al dettaglio. Infatti, per il primo vediamo che la percentuale di imprese marchigiane nel complesso che appartengono a questo settore è pari al 10,89% contro il 15,5% delle HGFs marchigiane. Per il settore del commercio al dettaglio la situazione è opposta, poiché la percentuale di imprese marchigiane che appartengono a questa categoria è pari al 21,35% e quindi superiore rispetto al 16,28% delle HGFs. La percentuale di imprese manifatturiere è in linea per entrambi i gruppi di analisi (32,76% contro il 30,49% delle HGFs). Un'altra differenza rilevante si può riscontrare nel settore dei servizi di informazione e comunicazione. Infatti, si può notare

che il 5,43% delle imprese ad alta crescita risulta appartenere a questo settore contro il 3,84% relativo alle imprese nel complesso.

Dopo l'analisi per settore industriale di appartenenza si passa a una valutazione dell'età dell'impresa. Dai dati forniti da AIDA possiamo vedere come l'età media delle imprese al momento dell'inizio dell'espansione è di sette anni. Infatti, il 67% delle imprese in questione è nato nell'ultimo decennio, il 17% nel decennio 2000-2009. Abbiamo inoltre due casi di imprese nate nel decennio 1960-1969.

Di seguito la tabella che mostra la distribuzione delle HGFs marchigiane nei vari decenni.

Periodo di nascita	Numero di imprese	Percentuale sul totale
1960-1969	2	1%
1970-1979	8	2%
1980-1989	22	6%
1990-1999	29	7%
2000-2009	65	17%
2009-2016	261	67%

Tab. II.4

Dopo aver trattato della totalità delle imprese ad alta crescita presenti nelle Marche nel periodo fra il 2016 e 2019 ora si tenterà di restringere l'analisi imponendo l'unico criterio che fino ad ora era stato lasciato da parte rispetto alla definizione di HGFs proposta congiuntamente da OCSE ed Eurostat. Queste organizzazioni, per identificare un'impresa ad alta crescita, impongono, oltre ai criteri di crescita di fatturato e di numero di

dipendenti, che la società debba avere un minimo di 10 dipendenti. Così facendo si riesce ad escludere dall'analisi quei piccoli enti che dal punto di vista economico non sono rilevanti a causa delle ristrette dimensioni, la quale comporta un'alta probabilità che queste società non riescano a continuare il loro percorso imprenditoriale nel corso del tempo o che per lo meno non riescano ad operare rispettando degli standard minimi di economicità ed efficienza. Sono quindi gli enti più strutturati, con una dimensione superiore ai 10 dipendenti, quelli più interessanti dal punto di vista economico e finanziario.

Imponendo la nuova discriminante il panorama di HGFs effettive che andremo ad analizzare più dettagliatamente scende a 61 imprese, corrispondenti al 15,7% del totale. La maggior parte di queste ha una dimensione compresa tra le i 10 e i 50 dipendenti (l'84% nel 2016 e il 61% nel 2019), appartenendo, quindi, alla categoria delle piccole e medie imprese.

Il numero medio di dipendenti è di 44 unità nel 2016 e 91 nel 2019. La crescita media dei dell'occupazione si attesta intorno al valore del 140%, inferiore a quella riscontrata per tutte le HGFs marchigiane.

La variazione media dei ricavi di vendita tra il 2016 e il 2019 è pari al 226%, che è inferiore al valore registrato per il totale delle imprese ad alta crescita. Nel 2016 il fatturato medio è pari a circa 5,6 milioni di euro, nel 2019 15,5 milioni di euro.

Da questi numeri si può vedere la maggiore struttura di cui sono fornite queste HGFs trovate applicando il criterio OCSE. Nel nuovo set di società si ha la presenza di imprese che dal punto di vista del fatturato e di dipendenti sono sicuramente più solide e stabili. L'età è un altro fattore che ci fa intuire quanto detto fino ad ora, dato che l'età media delle

società analizzate all'inizio del periodo di espansione è di 10 anni, contro i 7 della rilevazione precedente.

Anche per quanto riguarda il settore di appartenenza riscontriamo importanti differenze. Il 45% delle società in questione appartiene al settore manifatturiero, percentuale superiore a quella riscontrata sia per la totalità delle imprese marchigiane, sia per le imprese che hanno visto un raddoppiamento del fatturato e del numero dei dipendenti. Si riduce la percentuale di imprese che appartengono al settore delle costruzioni (8,2%) e al settore del commercio all'ingrosso e al dettaglio (9,84%). Pur sapendo che le Marche sono una regione nella quale da sempre la maggior parte delle imprese opera nel settore manifatturiero, è interessante notare come la percentuale si alzi ancora se si vanno a considerare solamente le imprese ad alta crescita con più di 10 dipendenti, a discapito di altri settori che nel panorama marchigiano erano fortemente rappresentati, come quello delle costruzioni e del commercio al dettaglio. La tabella seguente mostra la distribuzione delle imprese ad alta crescita per settori di appartenenza.

Codice	Descrizione del settore di appartenenza (ATECO 2007)	n. imprese	percentuale
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	1	1,64%
B	ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	0	0%
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	28	45,90%
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	0	0%
E	FORNITURA DI ACQUA; RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	1	1,64%
F	COSTRUZIONI	5	8,20%
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	6	9,84%

H	TRASPORTO E MAGAZZINAGGIO	2	3,28%
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	3	4,92%
J	SERVIZI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE	4	6,56%
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	1	1,64%
L	ATTIVITA' IMMOBILIARI	0	0%
M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	3	4,92%
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	4	6,56%
O	AMMINISTRAZIONE PUBBLICA E DIFESA; ASSICURAZIONE SOCIALE OBBLIGATORIA	0	0%
P	ISTRUZIONE	0	0%
Q	SANITA' E ASSISTENZA SOCIALE	2	3,28%
R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	1	1,64%
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	0	0%
T	ATTIVITÀ DI FAMIGLIE E CONVIVENZE COME DATORI DI LAVORO PER PERSONALE DOMESTICO	0	0%
U	ORGANIZZAZIONI ED ORGANISMI EXTRATERRITORIALI	0	0%
sconosciuto		0	0%

Tab. II.5

Se andiamo a valutare i valori relativi alla redditività delle imprese si possono osservare dati interessanti. Il risultato economico medio delle 61 imprese ad alta crescita analizzate è negativo sia nel 2016 sia nel 2019, con perdite medie rispettivamente pari a -1 milione di euro e -158 mila euro. Le società in negativo sono 7 su 61 sia nel 2016 sia nel 2019, una percentuale pari all'11% del totale. Delle 7 società che si trovavano in perdita secondo il bilancio del 2016, 4 hanno sovvertito la situazione giungendo ad avere un utile nel 2019. Il tasso medio di variazione dell'utile è positivo e si attesta attorno al 556%, quindi la crescita esponenziale in termini di fatturato e dipendenti non sembra andare a discapito di un miglioramento della redditività. Nonostante ciò, tra le imprese analizzate ne

abbiamo ben 22 (36% del totale) che subiscono un peggioramento del risultato economico tra il primo e l'ultimo anno di osservazione. Se si confrontano tali valori con le quelle delle imprese marchigiane attive nel periodo in questione e che abbiano almeno 10 dipendenti si nota che l'utile di queste ultime è positivo e in crescita. Passa infatti dai 246 mila euro medi del 2016 ai 287 mila euro medi del 2019.

La condizione in termini di redditività dalla quale sembrano partire le imprese ad alta crescita studiate è quella di un risultato economico medio negativo. Tale condizione però sembra tendere ad un miglioramento nel corso del periodo di espansione. Altro elemento di cui tenere conto è l'EBITDA, al fine di capire quale sia il contributo della gestione operativa all'attività di impresa. È sicuramente rilevante capire se queste società abbiano un contributo dalla gestione corrente all'intera attività di impresa idoneo. Per fare ciò si tiene in considerazione l'indice EBITDA/fatturato e quello che viene alla luce è che il valore medio del 2019 è superiore rispetto a quello medio del 2016 (8,48% contro 7,71%). Questo trend positivo non è riscontrabile per il totale delle imprese marchigiane, le quali infatti ne sperimentano uno negativo passando dall'8% del 2016 al 7,07% del 2019.

Ultimo dato è quello della valutazione dell'impatto delle imprese ad alta crescita sul totale dell'occupazione regionale. Il sistema informativo statistico della regione Marche ha stimato che dal quarto trimestre del 2016 al quarto trimestre del 2019 l'occupazione è salita da circa 613 mila occupati a 635 mila, registrando quindi un aumento di circa 22 mila unità.

Ma qual è il contributo delle imprese ad alta crescita negli anni in questione a questo aumento? Se si va a tener conto anche delle imprese che hanno meno di 10 dipendenti, scopriamo che l'apporto che danno è quello di nuovi occupati per 4764,

quindi circa il 21,7% del totale. Questa evidenza è importante se si tiene presente che le HGFs marchigiane sono solamente circa lo 0.2% delle imprese totali nelle marche, la quale è per altro la seconda regione in Italia per numero di imprese su 1000 abitanti. Tuttavia, di questi nuovi 4764 impiegati, 3070 provengono dal contributo delle sole società che rispettano i criteri OCSE. Le 61 società che soddisfano i criteri OCSE, nonostante siano una percentuale irrisoria rispetto al totale delle imprese marchigiane, danno un apporto in termini di aumento dell'occupazione pari circa al 14% dell'aumento totale.

III. STRATEGIE, IMPRENDITORIALITA' E GOVERNANCE

Dopo aver individuato i caratteri distintivi in termini di età, grandezza, numero di dipendenti e settore di appartenenza delle imprese ad alta crescita ora si tenterà di andare a trattare i temi di strategia imprenditoriale e ruolo della governance, rapportando questi temi alla realtà delle imprese ad alta crescita marchigiane.

Strategie aziendali e scelte imprenditoriali la cui importanza era stata messa in discussione da alcuni studiosi, soprattutto dai sostenitori dell'applicazione della legge di Gilbrat alla crescita delle HGFs.

In realtà questi elementi sono rilevanti e vanno a incidere sulla probabilità di essere imprese ad alta crescita. Prima delle scelte fatte e delle strategie intraprese però si hanno delle caratteristiche imprescindibili che non sembrano mancare mai quando si parla di imprese ad alta crescita: adattabilità e flessibilità.

Ciò che risalta dall'intervista ad alcuni casi studio analizzati fra le 61 aziende che fanno parte del gruppo delle HGFs marchigiane è proprio la capacità delle imprese di garantire adattabilità e flessibilità in relazione ai cambiamenti di scenario che il mercato propone. Come si può notare da quanto detto nel capitolo precedente, la maggior parte delle imprese appartiene al settore manifatturiero, per cui le società in questione hanno saputo adattarsi alle variazioni dei volumi produttivi richiesti dai clienti, andando in alcuni casi a modificare l'apparato produttivo, così da garantire la produzione delle commesse richieste. Questo è stato riscontrato sia per società che stavano sperimentando già prima del 2016 una fase di espansione di fatturato e numero di impiegati, ma anche per società che si interfacciavano per la prima volta ad un fenomeno del genere. L'adattabilità e la

flessibilità consentono, quindi, a queste società di andare a rispondere alle esigenze dei clienti, e quindi del mercato.

Queste qualità risultano importanti anche per andare a implementare altre strategie aziendali, come quelle che riguardano l'ingresso in nuovi mercati, nuovi settori e la possibilità di produrre nuovi prodotti.

Per quanto riguarda il tema dell'introduzione dei nuovi prodotti molti autori hanno riscontrato il fatto che le imprese che si sono dedicate alla commercializzazione di un nuovo prodotto sperimentano una minore possibilità di far parte del gruppo delle imprese ad alta crescita. Park, Storey e van Witteloostuijn nel loro lavoro sostengono che società che propongono un unico prodotto e che si concentrano nella commercializzazione dello stesso presentano una maggiore probabilità di far parte delle HGFs rispetto a quelle che si occupano di proporre e vendere più prodotti.

Parallelamente a questo gli stessi autori ritengono più efficace in termini di massimizzazione di crescita di ricavi e di dimensione aziendale nel complesso la scelta di vendere ad altre società piuttosto che direttamente ai clienti finali. In generale si ritiene errata la scelta di copiare dal passato e applicare al presente in ottica futura operazioni, strategie e lezioni che hanno portato dei risultati positivi nel passato. Il contesto economico e produttivo futuro difficilmente sarà uguale a quello passato, per questo le scelte strategiche devono basarsi sulla flessibilità e sulla versatilità in campo decisionale ma anche in campo tecnico e produttivo.

Per quanto riguarda la diversificazione geografica alcuni autori sostengono che, pur andando a commercializzare un solo prodotto all'estero, la probabilità delle imprese ad alta crescita di sopravvivere in seguito al periodo di forte crescita si abbassa all'aumento

dei mercati esteri nei quali si vendono i prodotti. La diversificazione geografica sembra quindi svantaggiosa per le prospettive future di crescita.

Le scelte imprenditoriali riguardano anche il tema dell'innovazione tecnologiche. Una delle società intervistate ritiene che grazie alla decisione di mutare il proprio apparato produttivo rendendolo tecnologicamente più avanzato ha permesso a questa impresa di avere un forte sviluppo. Sviluppo tecnologico che per la stessa società si è sostanziato nell'introduzione di nuovi macchinari che hanno migliorato e modernizzato il processo produttivo.

Per quanto riguarda le scelte di marketing e le strategie di vendita sembrano esserci delle evidenze empiriche che le collegano alla crescita delle imprese. In particolare, una società che dispone di un sistema di valutazione della qualità del prodotto venduto basato sui feedback e sui reclami dei clienti ha una minore probabilità di crescita. L'elemento che invece sembra aumentare questa probabilità è la presenza di un'area vendite e marketing all'interno dell'apparato aziendale. Investire nell'area marketing e vendite equivale ad investire per la crescita societaria.

Un elemento che non sembra riscontrare un legame con la crescita per HGFs è l'utilizzo dei sondaggi sui clienti.

Sempre in relazione al rapporto con la clientela, per le piccole imprese in forte espansione è fondamentale sia l'ampliamento della base della clientela che la successiva concentrazione della vendita solamente verso una piccola parte della base clientelare creatasi.

Per quanto riguarda la fase di selezione e reclutamento del personale nelle imprese ad alta crescita alcuni studiosi hanno riscontrato delle differenze con l'approccio scelto dalle altre imprese.

Le HGFs tendono a cercare nuove figure professionali tramite canali quali internet e stampa, così da allargare il raggio nel quale la ricerca può propagarsi. Questo fenomeno si staglia nell'orizzonte della maggiore attenzione che le imprese ad alta crescita hanno nella selezione dei dipendenti. È ovvia quindi la scelta di voler cercare personale in un'area geograficamente più ampia.

L'obiettivo che viene perseguito da queste imprese in fase di reclutamento riguarda la valutazione delle motivazioni e della personalità del candidato più che le sue competenze. Competenze che le società ad alta crescita tendono a sviluppare dando grande importanza alla formazione specifica del personale. Si riscontra infatti la tendenza alla predisposizione di corsi di perfezionamento interni nei casi di HGFs più mature e di formazione esterna nelle imprese più giovani.

Nonostante questa categoria di imprese possa essere considerata più innovativa dal punto di vista delle relazioni con il personale e anche in generale dal punto di vista produttivo, alcuni autori empiricamente non riscontrano una maggiore autonomia decisionale dei dipendenti delle HGFs rispetto a quelli delle imprese comuni. Per le imprese ad alta crescita di piccole dimensioni si ha una relazione dipendente-datore di lavoro di tipo classico. Questa tendenza scema leggermente per le imprese di maggior dimensione.

Dalle interviste telefoniche realizzate ad alcune delle imprese ad alta crescita marchigiane presenti nella lista delle 61 individuate si evince che la motivazione per la quale è stato riscontrato tale sviluppo risiede nella maggior parte dei casi nell'aver avuto la capacità di soddisfare nuove commesse ricevute. Di queste 61 solamente 3 erano imprese ad alta crescita anche nei 3 anni precedenti a quelli per i quali è stata fatta l'osservazione in questo lavoro. Due di queste dichiarano di aver ricevuto nuove commesse e l'altra dichiara di aver avuto accesso ad un finanziamento relativo al settore in cui opera

questa società. L'iniezione di liquidità a condizioni favorevoli unita alla esperienza pluriennale (precedentemente come dipendente) nel settore di appartenenza della società sono, secondo l'amministratore della società, le ragioni del forte sviluppo che si prolunga da sei anni a questa parte.

Il tema della governance è stato toccato da molti autori con esiti contrastanti. Nella realtà marchigiana osservata in questo lavoro il passaggio generazionale non è un elemento che sembra aver inciso nella probabilità di essere imprese ad alta crescita. Ciò è testimoniato anche dai numeri, dato che il 73% delle imprese è stato costituito nel periodo che va dal 2000 al 2016, un lasso di tempo non così lungo da permettere un passaggio generazionale massiccio.

IV. MODELLO VALUTATIVO APPLICABILE ALLE IMPRESE AD ALTA

CRESCITA

Dopo aver preso in considerazione alcuni casi specifici tra le imprese ad alta crescita, si tenterà di proporre un modello valutativo delle stesse. L'intento è quello di tener conto nel corso del ragionamento proposto delle caratteristiche delle imprese in questione che le differenziano dalle imprese quotate. Infatti, la maggior parte dei modelli valutativi sono stati elaborati per società quotate, le quali sono obbligate per motivi legati alla trasparenza verso gli investitori a pubblicare i propri documenti contabili. Altra differenza risiede nel fatto che le PMI italiane non sono sottoposte al vincolo di redigere i documenti contabili seguendo i principi contabili IAS/IFRS, elemento che può portare all'applicazione di regole diverse e quindi a risultati economico-finanziari potenzialmente divergenti.

Oltre a questi elementi si aggiunge il fatto che in alcuni casi proprietà e controllo nelle PMI italiane appartengono agli stessi soggetti. Questo fenomeno, che è sicuramente il più presente in Italia, comporta la mancata differenziazione tra dividendi e spese personali del proprietario.

Se gli elementi visti fino ad ora vanno ad incidere sul set di dati dai quali si deve attingere per effettuare una valutazione di società non quotate, si possono individuare altri fattori che incideranno sul processo valutativo vero e proprio, primo fra i quali troviamo il maggiore rischio di liquidità per le società non quotate rispetto a quelle quotate in borsa. L'assenza di un mercato come quello azionario nel quale poter liquidare in qualsiasi momento la partecipazione comporta necessariamente un maggior rischio del quale si

deve tenere necessariamente conto in sede di valutazione, indipendentemente dal modello scelto.

Altri fattori di rischio che possono sopraggiungere in fase di analisi sono quelli relativi alla diversificazione alla quale imprese di medio-piccola taglia possono aspirare. In molti casi queste società operano in un unico mercato, o addirittura propongono un unico prodotto. Così facendo inevitabilmente il valutatore deve tener conto di un profilo di rischiosità di business più elevato, che va a incidere nel costo delle fonti di finanziamento. Un altro elemento del quale va tenuto conto è la composizione delle fonti di finanziamento. Società di piccole dimensioni tendono ad avere una componente importante delle fonti di finanziamento provenienti da istituti bancari, i quali determinano un'onerosità maggiore delle poste del passivo.

La scelta del processo valutativo da adottare può ricadere su tre tipologie di metodi: il metodo patrimoniale, la cui peculiarità è quella di esprimere il valore dell'azienda in funzione del patrimonio di cui dispone la società, il metodo reddituale, il quale segue la logica di attribuire valore all'azienda in relazione alla sua capacità di generare reddito in futuro, e il modello finanziario, che si basa sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa in futuro. Il primo metodo tra quelli presentati nonostante il punto di forza dell'oggettività dei risultati e della semplicità di calcolo non riesce a tener conto della capacità future dell'impresa, e inoltre attribuendo valore corrente ad ogni posta del bilancio non va a tenere conto del valore che l'impresa può avere come complesso amalgamato di beni che funzionano in modo assortito. Il secondo metodo elencato, sebbene tenga conto della redditività futura dell'impresa, si basa su approssimazioni e tiene conto di una grandezza reddito invece che della grandezza flussi di cassa, più interessanti per tutti gli stakeholder della società.

Proprio per questi motivi il metodo finanziario viene ritenuto il migliore ed è sicuramente il più usato. In particolare, ne esistono due tipologie: metodi levered e metodi unlevered. Quello che verrà utilizzato per la proposta di valutazione delle HGFs sarà il discounted cash flow model, che fa parte della categoria dei metodi finanziari unlevered, dato che, a differenza di quelli levered, ha come obiettivo l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che interessano tutte le categorie di soggetti che apportano risorse finanziarie in azienda. La differenza con i metodi levered sta proprio nel fatto che questi ultimi si interessano solo dei flussi di cassa che spettano agli azionisti, quindi al netto del servizio del debito. Il valore di un'azienda secondo il DCF model, quindi, risulta essere pari alla differenza tra valore atteso della società e valore di mercato del debito al momento della valutazione. Il modello ha come obiettivo la valutazione del valore atteso della società in un orizzonte temporale potenzialmente infinito, poiché si deve tener conto anche del valore terminale della società dato dalla formula di Gordon che sconta l'ultimo flusso di cassa per un periodo di tempo indefinito. Lo stesso procedimento quindi si propone di considerare nella pratica un orizzonte temporale che va dai 4 ai 7 anni, e poi si tiene conto del terminal value per valutare la capacità reddituale della società anche oltre il lasso temporale scelto per la stima dei flussi.

Tutto questo fa sì che si possa parlare di metodo finanziario analitico con terminal value. Tale modello richiede quindi di trovare i flussi di cassa futuri di cui disporrà la società, partendo dalla stima dell'EBIT, cioè il risultato di esercizio prima delle imposte e degli oneri finanziari, eliminando la parte che viene destinata alle tasse, sottraendo gli incrementi in capitale circolante netto, le spese relative alle immobilizzazioni operative (capex o anche dette spese in conto capitale), e aggiungendo ammortamenti e svalutazioni stimate. Dopo aver ottenuto il free cash flow per ogni anno considerato si deve effettuare

l'attualizzazione degli stessi tramite il costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital, wacc).

Proprio nel wacc si hanno le maggiori differenze nella valutazione di una società non quotata rispetto ad una quotata in borsa. Come è stato detto precedentemente le società non quotate nei mercati finanziari hanno un profilo di rischio sicuramente maggiore rispetto alle altre, e proprio questo deve essere considerato nel calcolo del costo del capitale azionario.

Innanzitutto, andiamo ad indicare gli elementi fondamentali per il calcolo del wacc.

La formula del wacc nasce dall'esigenza di ponderare il costo delle due componenti delle fonti di finanziamento di una qualsiasi società, cioè debito ed equity, per il peso che le stesse hanno sul totale delle fonti. Per cui si avrà la seguente formula: $wacc = k_e \cdot (E/D+E) + k_d \cdot (D/D+E) \cdot (1-t)$, con k_e e k_d rispettivamente costo del capitale e costo del debito e con D che rappresenta l'ammontare del debito ed E l'ammontare dell'equity. Nella determinazione della componente del costo relativa al debito si deve tener conto dei benefici fiscali determinati dalla possibilità di dedurre fiscalmente gli oneri finanziari.

Le variabili da determinare a questo punto sono il costo del debito e del capitale. Partiamo da quest'ultimo osservando che il modello più usato per il calcolarne il valore è il CAPM, un modello proposto da Sharpe nel 1964 e rielaborato successivamente da Litner e Mossin, il quale permette di esprimere la relazione tra rischio e rendimento di un titolo tramite un unico fattore di rischio, cioè il parametro beta. Questo parametro non è altro che un indicatore dell'andamento del titolo in questione in relazione all'andamento del mercato e può assumere valori minori e maggiori di 1 a seconda che il titolo sia rispettivamente meno rischioso rispetto all'andamento di mercato o più rischioso rispetto all'andamento di mercato. Per imprese non quotate non si ha la possibilità di determinare il

beta della società confrontando i rendimenti storici degli ultimi anni di titolo in questione e mercato. Per risolvere questo problema ci sono dei database online che contengono le stime di un beta unlevered medio per ogni settore industriale. Il database più famoso è quello del Professor Damodaran, il quale presenta dei valori di beta che vanno corretti per la rischiosità della singola impresa, rispecchiata dalla struttura delle fonti di finanziamento della stessa. Questo procedimento viene realizzato applicando la formula di Hamada, un'equazione che relaziona beta levered a beta unlevered così da ottenere la rischiosità specifica del titolo.

La relazione descritta da questi autori è la seguente: $k_e = r_f + \beta^*(r_m - r_f)$, con r_f che rappresenta il rendimento di un titolo privo di rischio e r_m il rendimento del mercato. Questa relazione non tiene però conto della maggiore rischiosità dei titoli non quotati in borsa. Alcuni autori nel corso del tempo hanno cercato di determinare il costo del capitale tenendo conto di alcuni aspetti quali l'assenza di un mercato liquido in cui liquidare la partecipazione nell'equity della società e la mancata diversificazione del portafoglio del proprietario dell'ente, il quale nella stragrande maggioranza dei casi investe le proprie risorse solo in quella attività, non sfruttando il beneficio della diversificazione. Questi aspetti vanno ad incidere determinando un aumento del costo del capitale.

Molti autori hanno tentato di identificare delle relazioni che potessero portare ad una individuazione maggiormente precisa del costo del capitale nelle società non quotate. Uno di questi, Stanley Feldman, ha elaborato una versione modificata del CAPM:

$$K_e = r_f + \beta_s (R_{Pm}) + \beta_{s-1} (R_{Pm})^{-1} + SPS + FSRP_s$$

Con r_f che rappresenta il tasso risk free, con β_s che rappresenta il rischio sistematico dell'impresa nel periodo e β_{s-1} il rischio dell'anno precedente. R_{Pm} è il sovrarendimento richiesto per investire nel mercato piuttosto che in un titolo privo di

rischio, SP è il rendimento richiesto per ricompensare il rischio di scegliere un'impresa di piccole dimensioni piuttosto che una a elevata capitalizzazione. E infine $FSRP_s$ è la compensazione richiesta per la mancata diversificazione in seno al portafoglio dei proprietari dell'impresa. Così facendo l'autore riesce ad integrare nella formula classica del CAPM dei parametri che vanno a tener conto di altri elementi di rischio, così da eliminare eventuali sottostime del costo dell'equity.

Altri autori si sono cimentati nella creazione di una relazione tra costo del capitale e fattori di rischio per imprese private di piccole dimensioni, tra di essi si possono citare Denis O. Boudreaux, Praveen Das, Nancy Rumore, Spuma Rao, i quali propongono in un lavoro congiunto il calcolo del costo del capitale tramite l'utilizzo del valore contabile dell'equity, oppure Bodreaux, Watson e Hopper che arrivano al costo dell'equity paragonando l'utilità nell'investire in una società all'utilità derivante dall'essere proprietari di una società.

Questi sono solo alcuni degli esempi di autori che hanno provato a stimare l'entità del costo del capitale, ma in generale l'approccio di Feldman è quello che è riconosciuto dai più come il migliore perché, nonostante una maggiore complessità rispetto agli altri modelli, riesce a tener conto in modo più sistematico dei rischi cui un investitore in una società privata è sottoposto.

A questo punto, dopo aver stimato il costo del capitale, si deve arrivare a conoscere l'entità dell'altra fonte di finanziamento: il debito.

In generale il costo del debito è facilmente determinabile in due casi: se la società emette obbligazioni, per cui il tasso al quale viene emesso questo strumento di debito corrisponde al costo del debito in generale, oppure se la società ha un rating fornito dalle società di

rating al quale si può associare uno spread che va sommato al tasso risk free per arrivare al costo del debito finale.

In realtà entrambi questi casi sono difficilmente riscontrabili nella realtà delle PMI poiché le stesse società di piccole dimensioni non sono solite emettere obbligazioni e inoltre non hanno bisogno di essere valutate da una società di rating.

Ci sono alcuni approcci alternativi che possono ovviare a questo problema. Il primo è quello dell'utilizzo dell'interest coverage ratio, un indice dato dal rapporto tra EBIT e oneri finanziari col quale si riesce a esprimere un giudizio per le società arrivando all'attribuzione di una fascia di rating per le stesse.

La seguente tabella, proposta dal professor Damodaran, con dati aggiornati al 2020, associa ad ogni range di interest coverage ratio il relativo rating e quindi lo spread che va aggiunto al tasso rf per andare a determinare il costo del debito.

For all emerging market firms and developed market firms with market cap < \$5 billion			
If interest coverage ratio		Rating is	Spread is
greater than	≤ to		
12,5	100000	Aaa/AAA	0.4%
9,5	12.499.999	Aa2/AA	0.7%
7,5	9.499.999	A1/A+	0.85%
6	7.499.999	A2/A	1%

4,5	5.999.999	A3/A-	1.30%
4	4.499.999	Baa2/BBB	2%
4	4.499.999	Ba1/BB+	3.00%
3	3.499.999	Ba2/BB	4%
2,5	2.999.999	B1/B+	5.50%
2	2.499.999	B2/B	6.50%
1,5	1.999.999	B3/B-	7.25%
1,25	1.499.999	Caa/CCC	8.75%
0,8	1.249.999	Ca2/CC	9.50%
0,5	0,79999	C2/C	10.50%
-100000	0,4999	D2/D	12%

Tab. IV.1

Al diminuire del livello dell'indice osservato vediamo che lo spread aumenta e di conseguenza anche il costo del debito aumenta. Il motivo risiede nel fatto che con un alto livello nel rapporto tra EBIT e oneri finanziari l'azienda è in grado tramite la gestione operativa di andare a coprire le spese dovute ai portatori di capitale di debito. Viceversa, se gli oneri finanziari sono alti in relazione al risultato della gestione operativa la società ha più difficoltà nel remunerare il costo del debito. In questo caso il costo del debito salirebbe per andare a scontare la maggiore rischiosità nell'effettuare operazioni creditizie nei confronti di quella impresa.

Secondo approccio utilizzato per calcolare il costo del debito è quello proposto dallo stesso Stanley Feldman e consiste nell'utilizzo dello Z-score di Altman come punto di partenza per determinare un valore che, come per l'utilizzo dell'interest coverage ratio, corrisponderà ad un rating e a sua volta a uno spread da aggiungere al tasso risk free.

Lo Z-score è un modello elaborato nel 1968 dall'economista statunitense Edward Altman, grande esperto di rischio di credito. Il suo intento era quello di creare un metodo di identificazione nel modo più preciso possibile del rischio di credito e quindi della probabilità di default degli enti quotati in borsa. Inizialmente, quindi, questo approccio non aveva l'ottica di fornire uno strumento nel contesto della valutazione di impresa, bensì si focalizzava esclusivamente nell'intento di aiutare le banche nel gestire il rischio di fallimento dei soggetti verso i quali avevano posizioni aperte in termini di concessioni di prestiti. Inoltre, il primo z-score di Altman era destinato solamente alle società quotate facenti parte del settore manifatturiero. Riformulazioni e rivisitazioni successive del modello hanno portato alla creazione di altre varianti che ne hanno reso possibile l'applicazione sia per società appartenenti ad altri settori oltre a quello manifatturiero che per società non quotate.

La rimodulazione che riguarda il caso delle società non quotate che si sta prendendo in considerazione è ancora una volta quella di Stanley Feldman, il quale propone la seguente relazione:

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,998 * X5$$

con le variabili indipendenti che corrispondono a degli indici ben precisi: X1 si riferisce al rapporto tra capitale circolante e il totale dell'attivo, X2 rappresenta il rapporto tra utili non distribuiti e totale delle attività, X3 è il valore dell'EBIT sul totale dell'attivo, X4 è il rapporto tra valore contabile dell'equity e totale delle fonti di finanziamento e infine X5 indica il rapporto tra fatturato e totale dell'attivo. Il risultato che scaturisce dalla relazione di cui sopra corrisponde ad un punteggio, da qui il nome Z-score, che identifica la probabilità di default delle PMI studiate.

Al punteggio ottenuto corrisponderà uno spread da aggiungere al tasso rf per trovare il costo del debito.

Di seguito la tabella che associa ad ogni score il rating e il relativo spread anche in relazione alla maturità media del debito nel bilancio della società da valutare:

Rating del debito	Z-score	spraed in basis points in base alla maturità del debito						
		maturity media del debito						
		1	2	3	5	7	10	30
Aaa/AAA	8,15	5	10	15	22	27	30	55
Aa1/AA+	7,6	10	15	20	32	37	40	60
Aa2/AA	7,3	15	25	30	37	44	50	65
Aa3/AA-	7	20	30	35	45	54	60	70
A1/A+	6,85	30	40	45	60	65	70	85
A2/A	6,65	40	50	57	67	75	82	89
A3/A-	6,4	50	65	70	80	90	96	116
Baa1/BBB+	6,25	60	75	90	100	105	114	135
Baa2/BBB	5,85	75	90	105	115	120	129	155
Baa3/BBB-	5,65	85	100	115	125	133	139	175
Ba1/BB+	5,25	0	300	275	250	275	225	250
Ba2/BB	4,95	325	400	425	375	325	300	300
Ba3/BB-	4,75	350	450	475	400	350	325	400
B1/B+	4,5	500	525	600	425	425	375	450
B2/B	4,15	525	550	600	500	450	450	725
B3/B-	3,75	725	800	775	750	725	775	850
Caa/CCC	2,5	1500	1600	1550	1400	1300	1375	1500

Tab. IV.2

I modelli presentati fino ad ora sono entrambi molto utilizzati, tuttavia hanno delle differenze importanti. Il metodo basato sull'utilizzo dell'interest coverage ratio è di

facile applicazione ma non è tarato specificatamente sulle imprese non quotate, nonostante vi possa essere applicato.

Il metodo dello Z-score di Altman rielaborato da Feldman invece nasce proprio dall'esigenza di trovare nuovi coefficienti da applicare alle variabili esplicative del modello. Di conseguenza il suo utilizzo sembra più adeguato. Inoltre, l'applicazione dello stesso è molto facile e intuitiva, dato che i valori delle variabili dipendenti del modello si possono trovare facilmente nel bilancio.

Dopo aver stimato tutti gli elementi che vanno a comporre il wacc si deve andare a valutare quali saranno le grandezze che questo tasso deve andare a scontare. Il discounted cash flow model nella sua applicazione base prevede che si parta dall'EBIT previsionale stimato per il lasso di tempo che va dai 4 ai 7 anni successivi al periodo in cui viene effettuata la valutazione. A questo vanno tolte le tasse, gli aumenti del net working capital, le spese in conto capitale e vanno aggiunti ammortamenti e svalutazioni. Il risultato finale sarà il free cash flow annuale da scontare.

Feldman, tuttavia, per il caso delle imprese non quotate propone una rettifica nella determinazione dei flussi di cassa spettanti a tutti i portatori di capitale verso la società, e lo fa per tener conto di due aspetti caratteristici delle PMI: il compenso spettante al proprietario per il lavoro che svolge all'interno della società, poiché è la prassi trovare il proprietario che lavora attivamente nella propria azienda, e le spese personali non riconducibili all'attività operativa del business.

Partendo dal valore della produzione Feldman sostiene che per arrivare al reddito imponibile oltre all'epurazione di costi operativi, salari, spese per interessi si debbano togliere le spese relative alla remunerazione del proprietario, le quali possono essere

determinate utilizzando il salario lordo medio italiano per una mansione di quel genere, e le altre deduzioni comprese le spese discrezionali.

Ultimo elemento di cui si ha bisogno è il terminal value, cioè il valore della società negli anni successivi a quelli per i quali è stata effettuata la valutazione integrale scontando i flussi di cassa. In base ai flussi di cassa degli anni precedenti si va normalizzare il flusso di cassa della società. Successivamente, al cash flow normalizzato si applica la formula della crescita perpetua di Gordon che prevede la sua moltiplicazione per $1+g$, con g che è il tasso di crescita dell'economia, e poi si divide per il costo del capitale al netto del tasso di crescita dell'economia. Il risultato sarà il valore residuo della società negli anni successivi a quelli presi in considerazione.

Sommando i flussi di cassa attualizzati al valore terminale si avrà il valore della società. Per arrivare al valore dell'equity si deve sottrarre a quanto trovato fino ad ora il valore del debito.

Molti studiosi hanno ritenuto necessaria un'altra rettifica sul valore dell'equity per società non quotate di piccole dimensioni. Tale rettifica consiste nell'applicazione al valore dell'equity risultante dal modello di analisi appena descritto di un coefficiente che va a diminuire il valore dell'equity stesso. In letteratura questo procedimento è conosciuto come il discount for lack of marketability (sconto per la scarsa liquidità del mercato o DLDM). Gli approcci per determinare il valore di tale svalutazione sono diversi, i più importanti sono l'approccio IPO, l'approccio Restricted stock transaction e il The Acquisition Approach. Il primo confronta il prezzo delle azioni di una società prima e dopo l'IPO, cioè prima del momento della quotazione. Nonostante sia un approccio concettualmente coerente, i problemi riguardano i possibili fattori che possono andare a incidere sul prezzo del titolo relativi al tempo che passa tra le due

valutazioni. Il secondo si basa sul confronto tra il prezzo delle azioni vincolate tra il periodo in cui esse non potevano essere scambiate nei mercati e il prezzo attuale, nel momento in cui le azioni scambiabili. L'ultimo approccio si basa invece sul confronto tra valore delle transazioni che riguardano società quotate e società non quotate appartenenti a stessa nazione, stesso settore e che fossero avvenute nello stesso anno. Il calcolo vero e proprio dello sconto scaturisce dal confronto tra vari indici delle società analizzate.

Secondo il professor Damodaran lo sconto del valore dell'equity più utilizzato è quello di una percentuale fissa del 30%, e si basa sul fatto che molti approcci, The Acquisition Approach per primo, hanno dimostrato una differenza di valore tra equity di società quotate e non che va dal 20% al 30%. Ovviamente tale metodo è il più utilizzato per una questione di praticità e semplicità più che per completezza.

Secondo lo stesso Damodaran l'alternativa all'applicazione del DLOM per l'individuazione del maggior rischio dovuto alla mancanza di liquidità è quella di modificare il tasso di sconto andando ad aggiungere dei premi per riflettere i rendimenti storici aggiuntivi dei titoli meno liquidi, per considerare l'illiquidità del titolo specifico tramite l'uso del liquidity beta e da ultimo per la tipologia di asset che si detengono, dato che è chiaro come il profilo di rischiosità sia maggiore se in portafoglio la società detiene partecipazioni con un grado di liquidità più basso.

CONCLUSIONI

Le imprese ad alta crescita sono un fenomeno di rilevanza economica in tutte le aree del mondo, ed è dimostrato dal fatto che molti autori ne abbiano discusso nel corso degli anni.

Dopo una prima fase di incertezza anche dal punto di vista definitorio, ad oggi la nozione di impresa ad alta crescita si lega ai criteri proposti da OCSE ed Eurostat, eliminando un elemento di indeterminatezza che poteva essere fuorviante nella comparazione dei risultati. Gli elementi di maggiore rilevanza che accumulano i ricercatori sia europei che statunitensi riguardano la dimensione contenuta delle società rispetto alla totalità delle imprese che compongono il panorama industriale di un paese, l'età definibile come medio alta dato che la crescita non viene sperimentata nei primi anni di vita, quindi non si può parlare di start-up, la maggiore efficienza che caratterizza le HGFs e la vicinanza di tali enti a dei centri produttivi principali, detti cluster, nei quali il flusso informativo che passa da una società all'altra tramite la mobilità del lavoro va a determinare un processo di knowledge spillover che consente maggiore innovazione e competitività. Resta invece ambiguo il settore di appartenenza, infatti alcuni autori smentiscono che i settori tecnologicamente più avanzati abbiano una possibilità di crescita maggiore.

Per quanto riguarda il contesto marchigiano, l'evidenza che nasce dall'analisi dei risultati è quella della presenza nel territorio regionale di 61 imprese ad alta crescita conformi ai criteri OCSE.

Quasi il 46% di esse appartiene al settore manifatturiero, valore importante se confrontato con quello del totale delle società marchigiane. Infatti, solo il 33% di queste

ultime appartiene al settore in questione. Sembra quindi che in una regione a forte trazione manifatturiera come quella marchigiana la crescita sia trainata proprio dal settore cardine dell'apparato imprenditoriale marchigiano.

È inoltre importante notare come l'11% di queste società non si trovino in condizioni di redditività e ben 22 di esse (il 36% del totale), hanno presentato un peggioramento del risultato economico di esercizio tra il 2016 e il 2019. In termini dimensionali al 2016 ben l'84% delle imprese ha meno di 50 dipendenti e il livello medio di dipendenti risulta essere di 44 unità.

In termini di scelte imprenditoriali l'elemento che sembra incidere maggiormente sulla possibilità di sperimentare una grande crescita sembra essere la capacità di adattarsi alle mutazioni della realtà aziendale che si ha davanti. Avere flessibilità produttiva per accogliere nuove commesse è uno dei fattori basilari. Oltre a questo, fattori come il rinnovamento tecnologico, la concentrazione della produzione e della commercializzazione su un unico prodotto e la possibilità di accedere a finanziamenti a condizioni favorevoli sono altri elementi che possono incidere in maniera determinante sulla crescita. Governance e passaggio generazionale nella proprietà delle società non sembrano essere rilevanti nel contesto marchigiano preso in considerazione.

Da ultimo si è cercato di proporre un modello valutativo per le HGFs, tenendo conto delle caratteristiche principali di questa categoria di impresa in termini di rischiosità: mancanza di mercato di liquido dove poter cedere la propria partecipazione, piccole dimensioni delle società, la mancata diversificazione di prodotti venduti, dei mercati di sbocco e delle risorse investite dal proprietario, oltre che l'impossibilità di avere in maniera puntuale tutti i documenti contabili che una società quotata è obbligata a presentare per essere conforme ai principi contabili internazionali.

Il modello valutativo presentato segue la logica del discounted cash flow model, con l'ottica di andare a scontare i flussi di cassa della società al wacc. I free cash flow devono tener conto della remunerazione che il proprietario, che è anche colui che governa la società in moltissimi casi, si attribuisce e delle spese discrezionali che egli stesso decide di effettuare. Per il costo medio ponderato del capitale si deve determinare il costo dell'equity aggiungendo al CAPM classico delle componenti di rischio che vanno a maggiorare quello che sarebbe il costo dell'equity standard. Per la determinazione del costo del debito si può ricorrere all'applicazione dello z-score di Altman corretto per le società non quotate, dato che per queste non si può desumere il costo del debito dal tasso al quale emettono le obbligazioni, poiché raramente utilizzano i prestiti obbligazionari come strumento di finanziamento. Allo z-score ottenuto viene associato un rating e quindi uno spread da sommare al tasso risk free. Infine, si deve scontare il rischio corrispondente alla mancanza di un mercato azionario nel quale liquidare la partecipazione, e questo viene fatto, nella prassi più comune, applicando al valore dell'equity un tasso di sconto fisso di norma pari al 30%.

BIBLIOGRAFIA

Acs Z., Audretsch D.B.; Braunerhjelm P.; and Carlsson B.; *The Knowledge Spillover Theory of Entrepreneurship*, Small Business Economics, 2009

Acs Z.; Parsons W.; Tracy S. *High-Impact Firms: Gazelles Revisited*, Corporate Research Board, LLC Washington D.C. SBA. 2008.

Audretsch D. B., *Determinants of High-Growth Entrepreneurship*, Report prepared for the OECD/DBA International Workshop on —High-growth firms: local policies and local determinants‖ Copenhagen, 2012

Audretsch, D. B. and Keilbach M.; *Does Entrepreneurship Capital Matter?* Entrepreneurship Theory and Practice 2004

Audretsch, D., Santarelli E.; Vivarelli, M. *Start-up Size and Industrial Dynamics: Some Evidence from Italian Manufacturing*. International Journal of Industrial Organization, 1999

Bertini S.; Ferraresi T.; Mariani M.; Rossi E. *Le imprese ad alta crescita: Il ruolo del management e delle capabilities*. Working paper, IRPET 2014.

Birch D. *The job generation process*. MIT Press, Cambridge MA 1979

Borsa Italiana *Il metodo DCF - Discounted cash flow*, 2011

Cucculelli M., Peruzzi V., *Le imprese ad alta crescita nelle Marche*, Economia Marche Journal of Applied Economics, 2016

Damodaran A.; *Beta Europe*, 2015

Damodaran A.; *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*, 2015

Feldman S. J. *Principles of private firm valuation*, John Wiley & Sons 2005.

Fernandez P.; Linares P.; Acín I.; *Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers*, 2014.

González-Urribea J., Reyes S., *Identifying and boosting “Gazelles”*: Evidence from business accelerator, London School of Economics, Houghton Street, WC2A 2AE, London, United Kingdom, 2020.

Holz W., *High growth firms in Europe*, WIFO (Austrian Institute of Economic Research) 2017

Lechner C. and Dowlin M, *Firm Networks: External Relationships as Sources for the Growth and Competitiveness of Entrepreneurial Firms*. Entrepreneurship & Regional Development, 2003.

McGrath R. G. *How the Growth Outliers Do It*. Harvard Business Review 2012.

OCSE *Studi Economici dell'OCSE ITALIA* 2015, OECD.

Parker S. C.; Storey D. J.; Van Witteloostuijn A. *What happens to gazelles? The importance of dynamic management strategy*. Small Business Economics 2010

Segarra-Blasco A., Teruel, M, Jové-Llopis, E. *High-growth firms in European countries: The role of innovation*. Cuadernos de Economía, 37(75), 637-670. 2018.

Vértesy, D., Del Sorbo, M., Damioli, G; *High-growth, innovative enterprises in Europe*, JRC Science Hub,Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2017

Vulpiani M.; *Special Cases of Business Valuation*, McGraw-Hill Education 2014.

BANCHE DATI

AIDA – Analisi Informatizzata Delle Aziende

[https://aida.bvdinfo.com/version2019115/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginPa](https://aida.bvdinfo.com/version2019115/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginRe)

[sult=nc&product=aidaneo&RequestPath=home.serv%3fproduct%3daidaNeo](https://aida.bvdinfo.com/version2019115/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=aidaneo&RequestPath=home.serv%3fproduct%3daidaNeo)

