



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

LE IMPRESE AD ALTA CRESCITA: VALORE,
FINANZA E MODELLI DI BUSINESS

HIGH-GROWTH FIRMS: VALUE, FINANCE
AND BUSINESS MODELS

Relatore: Chiar.mo
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:
Giada Gabbianelli

Anno Accademico 2020 – 2021

Sommario

Introduzione.....	1
Capitolo I: La letteratura sulle imprese ad alta crescita.....	4
Capitolo II: Peculiarità finanziarie delle high-growth firms.....	20
II.1: Approfondimento sulle imprese “unicorno”.....	27
Capitolo III: Dati e metodo.....	34
Capitolo IV: Analisi quantitativa.....	42
IV.1: Modelli di valutazione standard: cenni.....	44
IV.2: La valutazione delle imprese ad alta crescita.....	47
IV.3: Antecedenti ed effetti dell’alta crescita.....	59
Conclusioni.....	88
Appendice.....	91
Bibliografia.....	102

INTRODUZIONE

Lo scopo della presente tesi è approfondire il tema delle imprese ad alta crescita, illustrando le definizioni e le loro diverse caratteristiche. In particolare si vuole analizzare la finanza, i modelli di valutazione idonei per tali imprese e i cambiamenti dei modelli di business che spingono all'alta crescita, osservandone l'importanza anche in relazione ad alcuni casi specifici.

L'interesse per la trattazione di questo argomento nasce dal fatto che lo studio delle imprese ad alta crescita risulta essere particolarmente importante nel contesto italiano, caratterizzato abitualmente da imprese tradizionali sul fronte dei meccanismi di governo e di funzionamento. Molto spesso le imprese ad alta crescita, anche in contesti internazionali, costituiscono un vero e proprio target specifico delle politiche industriali destinate alle piccole e medie imprese di cui si discute anche nel nostro paese. La letteratura internazionale descrive queste ultime come imprese che crescono a tassi molto elevati su base internazionale sfruttando un modello di business replicabile, facendo leva ampiamente sulla tecnologia digitale e sul web, utilizzando massicci investimenti del *private equity* (*venture capital* e *business angel*). Le piccole e medie imprese costituiscono, soprattutto in Italia ma anche nel resto d'Europa, una realtà alla quale è stata dedicata sempre maggiore attenzione a causa delle loro caratteristiche di competitività e flessibilità e della loro crescente rilevanza in campo occupazionale. Imprese come quelle

appena citate, infatti, pur rappresentando una piccola percentuale della popolazione di imprese del sistema produttivo, trainano la crescita economica aggregata e in questo modo rappresentano un elemento fondamentale per lo sviluppo economico dei paesi in cui sono collocate.

Nel tentativo di avviare un nuovo ciclo di sviluppo e superare la crisi che affligge le economie occidentali da più di un decennio, i Governi stanno sostenendo l'avvio di startup, imprese innovative, vocate all'internazionalizzazione e ad una rapida crescita, grazie a modelli di business replicabili su scala globale. Nelle regioni euro-mediterranee infatti si sta diffondendo il fenomeno delle startup, molte delle quali assumono i caratteri delle cosiddette "gazzelle".

Il percorso da me sviluppato è il seguente: in primo luogo si affronta la letteratura generale delle imprese ad alta crescita al fine di avere una visione generale di queste ultime; a seguire nel secondo capitolo viene presentata una panoramica riguardante le caratteristiche finanziarie che si osservano quando un'impresa segue un percorso di crescita particolarmente accentuato, con un breve excursus sulle *unicorn startup*. Nel capitolo successivo si fornisce una descrizione del dataset di imprese che costituisce il campione su cui si basa lo studio effettuato, inserendo elaborazioni e valutazioni su tali imprese per meglio comprendere la struttura del campione. Infine, il capitolo quarto è suddiviso in tre

parti: verranno presentati i modelli di valutazione standard con i relativi pro e contro, per poi andare a sviluppare il modello che meglio si adatta alle imprese ad alta crescita e da ultimo analizzare tali imprese dal punto di vista di alcuni indicatori per osservare gli antecedenti e gli effetti della loro crescita.

CAPITOLO I: LA LETTERATURA SULLE IMPRESE AD ALTA CRESCITA

Le imprese ad alta crescita, meglio note come “*gazzelle*”, suscitano notevole interesse poiché secondo la letteratura prevalente questo gruppo abbastanza piccolo di soggetti offre un contributo non marginale alla crescita dell’occupazione nell’economia, più di quanto non facciano le grandi imprese o le numerosissime piccole imprese che crescono poco. È proprio per questa prestazione eccezionale che negli ultimi due decenni un notevole sforzo di ricerca in economia, innovazione e imprenditorialità è stato dedicato alla comprensione delle imprese ad alta crescita (note anche con l’acronimo *HGFs*, che sta ad indicare *high-growth firms*).

La letteratura sulle imprese ad alta crescita si è sviluppata a partire dal lavoro di David L. Birch, che nel 1979 pubblicò il report “*The Job Generation Process*”, in un momento di transizione nella società Americana in cui si osservava una tendenza nell’economia verso le imprese più piccole. Nel suo report mostrava che, contrariamente a quello che si pensava comunemente, gran parte dei nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti erano stati creati da piccole aziende dinamiche. Fu proprio Birch a coniare per la prima volta il termine “imprese gazzelle”, con il quale definì così le compagnie in grado di raddoppiare

le loro vendite ogni quattro anni. Nel suo report descrive tali imprese come “aziende che generano lavoro e tendono ad essere piccole e giovani, tendono ad essere dinamiche (o instabili, a seconda del punto di vista), il tipo di azienda per cui le banche si sentono molto a disagio”¹. In linea generale oggi per gli economisti questa espressione indica le piccole società con una crescita continua del fatturato (tra il 20 e 25%) e soprattutto una naturale vocazione allo sviluppo, che le distingue dalle imprese "elefante" (grandi o grandissime) e da quelle "topo", destinate soprattutto a fornire un reddito al loro titolare. Nel 2016 lo stesso Birch ha stimato che le “gazzelle”, circa il 4% delle aziende statunitensi, erano responsabili del 70% dei nuovi posti di lavoro creati nel Paese. Tale lavoro, seppur ampiamente criticato a causa del metodo utilizzato e delle conclusioni tratte, per definizioni prive di rigore, per la difficoltà di replicare i suoi risultati e per la scarsa documentazione, è considerato rivoluzionario in quanto ha dato avvio allo studio delle piccole imprese, finora ignorato dagli economisti. Infatti, anche se le piccole imprese rappresentavano una parte importante dell’occupazione negli Stati Uniti, pochi economisti prima di Birch avevano studiato le piccole imprese nell’economia. I risultati che ottenne furono poi perfezionati grazie ai database migliorati e allo sviluppo metodologico, ma rimane valida la sua principale scoperta secondo cui le piccole e nuove imprese svolgono

¹ David L. Birch, THE JOB GENERATION PROCESS, MIT Press, Cambridge MA, 1979.

un ruolo significativo nella creazione di posti di lavoro. Il lavoro di Birch, oltre ad aprire il campo della ricerca, ha anche ricevuto una particolare attenzione da parte di politici e media, il che ha fatto sì che l'interesse per questo tema andò ben oltre i confini degli Stati Uniti.

In letteratura, però, non si ha ancora una definizione universale di imprese ad alta crescita e di “gazzelle”, tanto che questi due concetti spesso si sovrappongono identificando le imprese che palesano tassi di crescita più elevati nell'arco di un intervallo di tempo definito (solitamente 3-5 anni) rispetto ad una o più variabili di output. Ad esempio, l'OCSE definisce le imprese ad alta crescita come segue: “Tutte le imprese con una crescita media annuale maggiore del 20%, su un periodo di tre anni consecutivi e con dieci o più dipendenti all'inizio del periodo di osservazione”². Si tratta quindi di una rapida e notevole crescita che comporta un cambiamento rilevante e radicale nell'evoluzione dell'azienda. Per quanto riguarda le *high-growth firms*, va notato che la maggior parte delle definizioni derivano dall'OCSE e si basano su un tasso di crescita minimo richiesto in anticipo, che è stato criticato da alcuni ricercatori come impossibile da valutare a priori, cioè prima che la crescita avvenga effettivamente. Nella *tabella I.1* si riassumono brevemente le varie definizioni e le caratteristiche chiave offerte da diversi studiosi e autori.

² Eurostat – OECD (2007). MANUAL ON BUSINESS DEMOGRAPHY STATISTICS. Office for Official Publications of the European Communities, Lussemburgo.

Tabella I.1 - Caratteristiche delle high-growth firms

PAROLE CHIAVE	FONTE	NUMERO MINIMO DI DIPENDENTI	RICAVO MINIMO	TASSO DI CRESCITA
Scale-ups	Nordic Innovation ³	10	€ 2 M	Crescita annualizzata del 20% dell'occupazione o dei ricavi nel precedenti 1-3 anni
	Kauffman Foundation (2017)	Nessun requisito	€ 2 M	Crescita annualizzata del 20% dell'occupazione o dei ricavi nel precedenti 1-3 anni
High-growth firms	OCSE (2007)	10	Nessun requisito	Crescita annualizzata del 20% dell'occupazione, su un periodo di tre anni
	Unione Europea (2017)	10	Nessun requisito	Crescita annualizzata del 10% dell'occupazione, su un periodo di tre anni
	US Bureau of Labor Statistics (2013)	8 o più dipendenti (se occupazione <10)	Nessun requisito	Crescita annualizzata del 20% dell'occupazione su un periodo di tre anni (se occupazione ≥ 10)
	Kauffman Foundation (2017)	50	Nessun requisito	Crescere fino a raggiungere almeno 50 dipendenti per decimo anno di funzionamento
“Gazzelle”	Birch (1995)	Nessun requisito	\$ 100 K	Crescita annualizzata del 20% delle vendite nell'intervallo
	OCSE (2007) ⁴	10	Nessun requisito	Crescita annualizzata del 20% dell'occupazione, su un periodo di tre anni
“Unicorno” ⁵	Lee (2013)			Società start-up privata stimata oltre \$ 1 miliardo

³ Versione modificata dell'originale definizione OCSE di imprese ad alta crescita, si fa riferimento ad imprese più consolidate con elevate ambizioni di crescita, le cosiddette *scale-ups*.

⁴ Secondo l'OCSE il termine “gazzelle” dovrebbe applicarsi solo alle giovani imprese ad alta crescita, ovvero alle imprese con meno di cinque anni.

⁵ Termine creato nel 2013 da Aileen Lee per rappresentare la rarità statistica di tali imprese di successo.

Tuttavia, nonostante le differenze tra le varie definizioni, si può concludere genericamente che le *high-growth firms* hanno in comune forze trainanti per una crescita elevata, che si possono riassumere in due categorie: driver interni e driver esterni. I driver interni includono:

- *Operazioni aziendali e strategie di crescita.* Questi sono i driver determinanti di una crescita elevata: segnalano che la strategia delle imprese e l'innovazione sono associate ad una crescita più elevata. Si nota che le aziende che si impegnano nell'innovazione di prodotto, dispongono di mezzi di trasporto propri, utilizzano sistemi di gestione computerizzati per adattare i propri prodotti e gestire la complessità dell'organizzazione hanno probabilità più elevata di crescita. Un'impresa "gazzella" in genere rivede la propria strategia aziendale e la struttura organizzativa man mano che cresce per rimanere vincente.
- *Caratteristiche dell'imprenditore.* La mentalità dell'imprenditore può influenzare la crescita dell'impresa per quanto riguarda la *vision* e la *mission*, infatti si nota che i gestori delle imprese *high-growth* sono di solito maggiormente istruiti, hanno una storia imprenditoriale più avvincente e hanno spesso esperienza in tema di leadership nel settore.
- *Gestione delle risorse umane.* Una risorsa rilevante per l'alta crescita dell'impresa è proprio il capitale umano, soprattutto forza lavoro qualificata che è importante per una rapida crescita dell'occupazione.

Le aziende in rapida crescita enfatizzano la formazione, lo sviluppo dei dipendenti e la loro motivazione.

- *Capacità di ricerca e sviluppo.* Molti studi evidenziano il ruolo della ricerca e sviluppo nello spingere le imprese verso una crescita elevata, si notano infatti investimenti maggiori in ricerca e sviluppo nelle imprese *high-growth* rispetto ad altre piccole e medie imprese.

I driver esterni includono invece:

- *Fattori geografici.* Una concentrazione dell'attività industriale in una regione geografica influisce sulla performance delle imprese perché introduce la concorrenza locale che richiede alle imprese di innovare per rimanere competitive ⁶. Inoltre altri fattori che possono influenzare l'alta crescita delle imprese sono la struttura e le reti dell'industria, le culture nazionali, i livelli di istruzione generali. Si nota che la prevalenza di imprese *high-growth* contribuisce alla crescita industriale e regionale, ma ciò non vale al contrario, ovvero a lungo termine non ci sono effetti positivi dell'aumento della crescita del settore sulla prevalenza delle "gazzelle".

⁶ Secondo la teoria del *knowledge spillover*, la vicinanza delle imprese all'interno di un settore comune spesso influisce su come la conoscenza viaggia tra le imprese per facilitare l'innovazione e la crescita.

- *Capitale di rischio.* Il capitale di rischio è molto importante per l'imprenditorialità ad alte prestazioni e le imprese ad alta crescita, infatti le aziende che sono in grado di accedere alla finanza formale hanno maggiori probabilità di diventare un'impresa *high-growth*, rispetto alle imprese che non utilizzano finanza esterna o che utilizzano solo finanziamenti informali.
- *Istituzioni e regolamenti governativi.* Si è osservato che gli accordi istituzionali sono determinanti importanti per l'attività imprenditoriale e quindi per la crescita dell'impresa. Alcune ricerche dimostrano che tasse elevate e pesanti normative riducono l'impatto elevato dell'imprenditorialità, che ha un'influenza positiva sul numero di imprese ad alta crescita in un paese.

Esistono numerosi metodi e indicatori utilizzati nel processo di identificazione di tali imprese; quelli che la letteratura individua principalmente sono sei: totale attivo, livello di occupazione, quota di mercato, produzione, profitti, fatturato. Tuttavia, c'è accordo sul considerare come indicatori di crescita il fatturato e l'occupazione. Il primo, che è il variabile obiettivo dell'imprenditore, rappresenta un'ottima misura di crescita e dimensione secondo varie definizioni del concetto di impresa, inoltre è sufficientemente comparabile tra settori. Il secondo, invece, è più adatto a cogliere le implicazioni manageriali della crescita ed è meno affetto dalle problematiche che affliggono definizioni basate sul livello

di vendite (ad esempio le fluttuazioni dei prezzi dei prodotti venduti). Questi diversi modi per definire le imprese ad alta crescita creano ambiguità su come la scelta della definizione si rapporta all'obiettivo finale di una crescita sostenuta e macroeconomica dell'impresa. Si devono fare scelte in merito all'indicatore di crescita, al valore di misurazione (assoluto, relativo, logaritmico, indice), al periodo considerato e al tipo di crescita. Si è scoperto, infatti, che le imprese classificate ad alta crescita secondo un criterio non sono ad alta crescita secondo altri criteri, ciò indica che un'impresa considerata ad alta crescita dipende molto dall'indicatore di crescita utilizzato. In sintesi, le evidenze empiriche sul tema delle imprese ad alta crescita rappresentano una differenza sostanziale nel modo in cui queste raggiungono la crescita e soprattutto in che modo la ricerca ha studiato il fenomeno. Ovviamente l'incidenza di una crescita elevata e la conseguente creazione di posti di lavoro differiscono in modo significativo a seconda delle dimensioni, dell'età, del settore, del tipo di struttura organizzativa, della proprietà e della collocazione.

L'evidenza empirica ha mostrato come il gruppo delle *high-growth firms* sia composto principalmente da imprese relativamente giovani, piccole e con una presenza abbastanza rilevante di imprese più grandi, appartenenti a tutti i settori economici, quindi non soltanto a quelli a più elevato sviluppo tecnologico. È infatti un errore comune pensare che le imprese ad alta crescita si trovino esclusivamente nei settori ad alta tecnologia. Come è stato sottolineato, la capacità

imprenditoriale è importante per la crescita elevata e gli imprenditori di grande talento hanno probabilità più elevate di auto-selezionarsi in determinati settori in base alle opportunità di crescita e alle condizioni di ingresso. Sebbene possa quindi essere vero che gli imprenditori si auto-selezionino in attività potenzialmente ad alta crescita, una crescita elevata non coincide necessariamente con la sofisticatezza tecnologica. Tale percezione infatti non è confermata dall'analisi empirica, che al contrario mostra come nei paesi sviluppati le *high-growth firms* si trovino in tutti i settori e nelle industrie con bassi costi di mobilità.

Si è evidenziato inoltre che i periodi di alta crescita tendono ad essere concentrati nel tempo e sono generalmente non replicabili, anche se il tasso di crescita delle imprese “gazzelle” può rimanere in media superiore rispetto a quello delle non *high-growth* anche nei periodi successivi. Nonostante gli studi socio-economici positivi, quindi, una crescita elevata è difficile da ottenere e sostenere: una quota significativa di *high-growth firms* cresce rapidamente solo per un breve periodo di tempo poiché il processo di crescita stesso può causare problemi dinamici che rallenteranno la crescita successiva. Questi problemi sembrano diventare sempre più acuti man mano che le aziende crescono più rapidamente, fornendo spiegazioni sul perché l'alta crescita può essere “fragile”. S.O. Daunfeldt e D. Halvarsson, in uno studio del 2015, hanno affermato che le *high-growth*

firms sono essenzialmente “meraviglie a colpo singolo”⁷, perché in base alla loro ricerca queste imprese avevano un tasso di crescita in declino nel triennio precedente e la probabilità di ripetere tassi di crescita elevati era molto bassa. Tuttavia una ricerca empirica di P. Lopez-Garcia e S. Puente indica che gli episodi di crescita estrema del passato aumentano la probabilità di una crescita rapida attuale, il che è in contrasto con i risultati della ricerca precedente.

Essendo le imprese *high-growth* rappresentate principalmente da giovani piccole e medie imprese, esse sono oggetto delle problematiche specifiche che caratterizzano tale categoria di imprese, come per esempio il finanziamento in presenza di forti asimmetrie informative. La letteratura afferma che è probabile che le imprese con meno risorse siano maggiormente attente a sfruttarle in modo più efficiente e, per tale motivo, la maggior parte delle piccole e medie imprese hanno una crescita più elevata rispetto ad altre aziende.

Si è verificato quindi che nella maggior parte dei sistemi economici esiste un nucleo abbastanza piccolo di imprese che genera un livello di occupazione elevato, manca però capire quali siano i meccanismi che hanno generato il processo di crescita.

Diversi studiosi hanno cercato di analizzare questo aspetto, tra cui D. Czarnitzki e J. Delanote che nel 2013 hanno evidenziato come le imprese giovani

⁷ Nordic Innovation, CHARACTERISTICS OF SCALE-UPS AND THE IMPACT OF SCALE-UP SUPPORT PROGRAMMES, 2009.

e innovative tendano a crescere di più rispetto alle altre. Ciò accade perché tali imprese presumibilmente innovano radicalmente e così facendo riescono a raccogliere i frutti di innovazioni rivoluzionarie. Altri studiosi, come V. Bamiatzi e T. Kirchmaier, ritengono che una delle chiavi del successo delle imprese *high-growth* sia la ricerca di innovazioni di prodotto. Seguendo questa strategia, infatti, le aziende cercano attivamente i prodotti ad alto margine ed evitano una concorrenza aggressiva sui prezzi, mantenendo allo stesso tempo un basso livello di costi. La cosa che più sorprende è che ci sia accordo sul fatto che operare in un tale contesto di mercato sia piuttosto stimolante, indicando il ruolo speciale che il manager gioca nell'identificare le strategie che possono alleviare gli effetti negativi dell'ambiente e crescere indipendentemente.

Rimane un lato oscuro, invece, che è quello legato alla gestione delle risorse interne e alle pratiche manageriali. Basandoci sulla teoria neoclassica la crescita di impresa è considerata come un processo teso a raggiungere una scala di produzione efficiente; un'altra visione ritiene invece che le imprese crescano perché nel tempo riescono ad accumulare risorse in eccesso rispetto alla loro capacità produttiva. Quest'ultima è la teoria su cui si basano A. Moreno e J. Casillas, che nel 2007 hanno mostrato come le imprese *high-growth* si differenziano rispetto alle altre per la maggiore disponibilità di risorse finanziarie e non finanziarie, oltre che per la giovane età e la classe dimensionale inferiore.

Ci si interroga sul fatto che tali imprese siano o meno in grado di proseguire su un sentiero di crescita elevata e l'evidenza empirica mostra come elevati tassi di crescita siano eventi occasionali nella vita di un'impresa. Da alcuni risultati emerge come le imprese *high-growth* che mostrano maggiore capacità di sostenere livelli elevati di crescita nel medio-lungo periodo condividano alcune caratteristiche strategico-organizzative, come ad esempio la dotazione di un ufficio marketing o la concentrazione su un solo prodotto principale. È da sottolineare inoltre che ciò che può essere determinante per il successo in un dato periodo di tempo non risulta necessariamente utile nei periodi successivi, lasciando presagire a fenomeni in cui si è intrappolati rispetto a determinate configurazioni di risorse dalle quali è difficile uscire, anche se sono disponibili alternative potenzialmente più efficienti.

In questa accezione l'impresa è vista come una configurazione di risorse e competenze organizzative, in grado di generare un vantaggio competitivo. Ciò richiede che l'impresa sia capace di generare nuove risorse e riconfigurare quelle esistenti, in altre parole l'impresa deve essere dotata di *dynamic capabilities*. Queste sono viste come le risorse che cambiano le risorse ed investono un ruolo fondamentale nei contesti con maggiore competitività: consistono in processi

strategici ed organizzativi ⁸ comuni a molte imprese, la cui morfologia è legata al dinamismo del mercato.

Considerando che le risorse rappresentano gli assets specifici di un'impresa e le competenze sono collegate alla capacità del management di combinare le risorse nella produzione di valore, le *dynamic capabilities* consistono nella capacità di riconfigurare, trasformare e integrare le risorse e le competenze interne in modo da rendere sostenibile il vantaggio competitivo in risposta ai cambiamenti interni ed esterni dell'ambiente aziendale, ponendo così il focus dell'attenzione sui processi di apprendimento e sulla concezione di impresa basata sulla conoscenza del proprio funzionamento. In questo contesto, una maggiore persistenza della crescita o un mantenimento delle posizioni acquisite nelle gerarchie di un determinato settore, possono essere legate a superiori *dynamic capabilities*.

Negli anni passati numerosi lavori si sono susseguiti nel tentativo di inquadrare correttamente il concetto esposto precedentemente delle *dynamic capabilities*: alcuni concentrandosi sulle capacità manageriali dinamiche, altri sull'innovazione organizzativa e sul posizionamento strategico di mercato.

Un contributo importante è quello apportato dagli studi di N. Bloom e J. Van Reenen che indentificano le caratteristiche delle imprese *high-growth* in

⁸ Come ad esempio lo sviluppo di prodotti nuovi, alleanze, riorganizzazione delle risorse e processi di learning.

merito alle loro competenze e a diversi ambiti di gestione aziendale, concentrandoci sui processi di apprendimento attivati internamente ed esternamente, come segnali del livello di sviluppo delle *dynamic capabilities*. L'ipotesi che sta alla base del lavoro è che le imprese che hanno attraversato periodi di elevata crescita siano anche dotate di superiori capacità di management. È necessario possedere la capacità di percepire e modellare minacce, di cogliere le opportunità e mantenere la competitività migliorando e combinando i beni materiali e immateriali dell'impresa. L'idea generale è che superiori capacità manageriali portino ad una maggiore crescita, anche se quest'ultima ipotesi non è testabile. Queste caratteristiche possono essere interpretate sia come il motore sia come il prodotto stesso dello sviluppo, in quanto sono soggette ad accumulazione.

Un altro punto su cui ci si è soffermati è capire il perché le giovani imprese ad alta crescita scarseggino nei paesi in via di sviluppo: infatti un recente studio empirico ha dimostrato non solo una semplice correlazione tra imprese ad alta crescita e regioni ad alta crescita, ma un nesso causale tra imprese ad alta crescita e regioni ad alta crescita. La scarsità di imprese *high-growth* in paesi in via di sviluppo potrebbe essere dovuta ad un'allocazione ottimale degli individui più talentuosi al di fuori dell'imprenditorialità a causa di norme sociali e incentivi oppure gli imprenditori nelle economie emergenti sono limitati da vincoli nello sviluppare idee ad alto potenziale. Si arriva a dimostrare, infatti, che la presenza di vincoli alle capacità dell'azienda possa ostacolare la capacità di sviluppo degli

imprenditori ad alto potenziale nelle economie in via di sviluppo per raggiungere il loro massimo “potenziale da gazzella”. Si evidenziano, inoltre, i limiti degli interventi di rafforzamento delle capacità come strumenti politici; gli acceleratori possono aiutare a risolvere il problema dello sviluppo, ma non necessariamente trasformano idee scadenti in aziende ad alta crescita. I risultati dimostrano che alcuni imprenditori ad alto potenziale nelle economie in via di sviluppo devono affrontare i vincoli di capacità aziendali e gli acceleratori possono aiutare a identificare questi imprenditori e stimolare la loro crescita.

Come più volte sottolineato, un piccolo numero di giovani imprese (le cosiddette “gazzelle”) danno un contributo significativo alla crescita economica. Una parte della letteratura tuttavia suggerisce che la mancanza di una crescita sufficientemente elevata nelle economie in via di sviluppo potrebbe essere in parte dovuta ai fallimenti di mercato. Ad esempio, l’accesso limitato al capitale imprenditoriale può impedire agli individui con idee ad alto potenziale di ottenere con successo la crescita della loro impresa.

Alcuni analisti economici hanno proposto il sostegno del governo ai singoli imprenditori per assisterli nella creazione di una nuova società. Durante una recessione economica, lo studio ha rilevato che la crescita dell’occupazione legata alla rapida espansione di un’impresa *high-growth* potrebbe influire sugli sforzi di recupero. Rendere più facile ottenere finanziamenti e allentare le normative governative per le nuove imprese potrebbe creare più “gazzelle” per

stimolare l'economia. Le agevolazioni fiscali potrebbero anche incoraggiare la crescita delle piccole imprese. È cosa nota, infatti, che un migliore accesso ai finanziamenti e al capitale umano siano fondamentali per aumentare il numero e la crescita delle “gazzelle”; inoltre si osserva che le imprese ad alta crescita sostengono la loro espansione con un numero relativamente maggiore di debiti rispetto alle normali imprese.

Per quanto riguarda l'aspetto finanziario delle imprese ad alta crescita si vedrà nel capitolo successivo che ruolo gioca la finanza in tali imprese e l'importanza che questa assume.

CAPITOLO II: PECULIARITA' FINANZIARIE DELLE HIGH-GROWTH FIRMS

“Piccole e medie imprese innovative in rapida crescita sono uno dei principali motori della crescita e della creazione di posti di lavoro in Europa, ma queste aziende hanno esigenze di finanziamento specifiche” (Jallard, 1999) ⁹. Circa queste imprese non si hanno molte informazioni o, per meglio dire, non si è arrivati ad ottenere dei risultati omogenei, impedendo così di delineare un profilo caratteristico delle imprese *high-growth*. Ciò che emerge è che i punti di innesco iniziali più frequenti per queste imprese ad alta crescita siano dovuti ad attività legate all’entrata in nuovi mercati o avvio di nuovi canali distributivi, ad un cambio nella governance aziendale. In sostanza, queste sono ad alta crescita perché ad un certo punto della loro vita entrano in un mercato che esplose oppure perché adottano un modello di business che è particolarmente adatto a quel mercato che l’impresa sta seguendo oppure perché un’impresa strutturata in un certo modo si managerializza. Caratteristica che le distingue dalle altre imprese, infatti, è proprio l’orientamento all’innovazione di prodotto e allo sfruttamento di nuovi mercati. Per ottenere un boom della crescita le imprese *high-growth* ottimizzano anche la struttura organizzativa interna: le responsabilità dei compiti

⁹ Osservatorio Assolombarda-Bocconi, LA FINANZA DELLE NUOVE IMPRESE.

operativi sono delegate a livelli inferiori per consentire al manager di concentrarsi sulle funzioni strettamente strategiche. La gestione centralizzata dei processi decisionali è un fattore molto importante, infatti questa consente a tale tipologia di imprese di essere più flessibili e più rapidi nel perseguimento delle opportunità di vendita.

È proprio l'importanza riconosciuta a tali imprese ad indurre la ricerca all'approfondimento delle problematiche finanziarie ad esse relative.

In questo capitolo vedremo come definire i profili finanziari delle *high-growth firms*, quali sono i punti deboli dei profili finanziari e come questi impattano sui modelli di valutazione perché questi flussi per definizione non sono prevedibili per queste imprese. Si vedranno quindi le peculiarità finanziarie che si originano quando un'impresa ha un percorso di crescita molto accentuato, il che incide sulla generazione dei flussi di cassa che sarà alquanto particolare, tanto da influenzare il profilo di valutazione (nel capitolo 4 verrà infatti descritto il modello di valutazione adattato per tali imprese).

Diversamente dal percorso tradizionale associato normalmente alle imprese ormai affermate (le quali hanno ogni anno ricavi, costi, flussi di cassa più o meno stabili), le imprese che sono qui prese in considerazione hanno flussi di cassa molto difficili da gestire. Il lato positivo è che riuscendo a vendere senza allungare i tempi dei creditori hanno un flusso di cassa estremamente significativo perché le vendite si espandono all'improvviso. In aggiunta a questo hanno anche

dei costi diretti che normalmente crescono in maniera meno che proporzionalmente rispetto ai ricavi perché l'aumento delle quantità fa sì che l'impresa possa sfruttare anche rendimenti di scala. Il lato negativo di queste imprese è che hanno due fonti di costo addizionali alquanto pericolose per l'impresa stessa. La prima è quella dei cosiddetti costi di complessità: quando cresce la struttura l'impresa avrà bisogno ad esempio di un manager per ogni livello e quindi la struttura cresce ma le quantità crescono meno. La seconda invece riguarda gli investimenti: per portare avanti l'attività occorre effettuare impieghi, come ad esempio l'acquisto di macchinari, capannoni, ecc.

Le imprese ad alta crescita infatti rappresentano soprattutto assorbimento di finanza e non sono normalmente in grado di conferire beni in garanzia e per questo finiscono per essere penalizzate. Secondo Martin R. Binks e Christine T. Ennew, infatti, nelle imprese ad alta crescita l'ammontare di assets necessario all'impresa per sostenere lo sviluppo cresce più del valore degli stessi assets come garanzia. La loro analisi conferma l'esistenza di una correlazione positiva tra tasso di crescita e garanzia richiesta da parte delle banche. Emerge inoltre che le imprese con alto tasso di crescita garantiscono i propri prestiti in misura maggiore con beni personali dell'imprenditore piuttosto che con cespiti aziendali. Ciò conferma che le *high-growth firms* dispongono di minori cespiti aziendali e devono quindi ricorrere al patrimonio personale dell'imprenditore come garanzia del proprio debito.

Le “gazzelle”, così come tutte le altre realtà economiche operanti in presenza di scarsità di risorse, per sostenere e/o avviare la loro espansione hanno bisogno di una sempre maggiore offerta di credito e, come rilevato sul Giornale dell’OCSE nel 2012 da Gert Wehinger, a seguito del continuo restringimento del settore bancario altri attori, tra cui le istituzioni e nuove forme di intermediazione anche non convenzionali, si devono far carico di questo compito impegnativo. Questa situazione per molte aziende rappresenta un vero e proprio bivio: allargare la compagine azionaria a rischio di perdere il controllo societario oppure rinunciare a nuove opportunità di business; puntare sull’“alta finanza”, che troppo spesso viene presentata in modo pesantemente negativo, oppure scommettere sul “finanziamento dal basso”, che punta maggiormente su etica e sostenibilità. In ogni caso, le due strade non sempre sono alternative e mutualmente esclusive. In questa ottica, una possibile alternativa per far fronte ai propri fabbisogni di capitale è da sempre rappresentata dalla quotazione in borsa e l’organizzazione di questi mercati sta registrando forti trasformazioni grazie soprattutto alla globalizzazione, alla dematerializzazione e all’innovazione finanziaria.

Il dibattito sul tema dell’efficienza della struttura finanziaria ha spesso sottolineato, contrapponendo le ragioni degli imprenditori a quelle dei finanziatori, la carenza di cultura finanziaria e di apertura ai capitali esterni, l’eccessivo indebitamento e le relative modalità di offerta.

La creazione e lo sviluppo di nuovi mercati in Europa offre anche l'opportunità di analizzare un fattore importante e innovativo nel campo del rapporto tra finanza e crescita economica: l'esistenza di una complementarità tra borse e rischio capitale nel fornire nuovi fondi alle imprese ad alta crescita e nella promozione tecnologica dell'innovazione. In effetti una vasta letteratura, a cominciare da Schumpeter, ha sottolineato la presenza di relazione positiva tra lo sviluppo del settore finanziario di un paese e il livello di crescita del suo reddito pro capite. Tale relazione dipende dal fatto che il settore finanziario fornisce alcuni servizi con una riduzione del rischio di perdita derivante dall'azzardo morale, costi di selezione avversa o di transazione, che sono un catalizzatore fondamentale della crescita economica. Pertanto, le borse potrebbero rappresentare uno dei canali di collegamento tra il settore finanziario e il settore reale, anche attraverso il capitale di rischio.

Il problema di ottenere nuovi capitali è particolarmente importante per le start-up o le imprese nelle prime fasi di sviluppo, come anche per le imprese *high-growth*, perché sono normalmente caratterizzate da un livello di redditività basso (o assente) e da un livello elevato di asimmetrie informative. Infatti, a causa del fatto che queste aziende sono normalmente molto giovani e innovative, è molto difficile per gli investitori distinguere tra quelle buone e quelle povere di qualità, e quindi i costi per quotarsi potrebbero diventare molto alti. In una situazione del genere, l'esistenza di una relazione a lungo termine con un *venture capitalist* o un

altro intermediario finanziario, in grado di fornire il proprio capitale informato, potrebbe avere un valore speciale. La presenza di *venture capitalist* riduce in modo significativo il grado medio di *underpricing* e lo spread di sottoscrizione addebitato dalla banca di investimento che gestisce il tutto. Il ruolo del *venture capitalist* come provider di capitale informato può essere svolto anche da altri intermediari finanziari, come banche di investimento o fondi chiusi o società di investimento, caratterizzati da uno stretto rapporto con l'impresa finanziata e quindi aventi gli stessi obiettivi come *venture capitalist*. Tale ruolo inoltre riguarda il rapporto tra livello di innovazione tecnologica e finanziamento del *venture capital*, infatti si è rilevato che quest'ultimo ha un forte impatto sul numero di innovazioni brevettate: un dollaro di ricerca e sviluppo finanziato dal capitale di rischio sembra essere circa tre volte più potente nello stimolare brevetti rispetto ad un dollaro di ricerca e sviluppo aziendale tradizionale. Questo può avere due spiegazioni: la prima è un fattore ex-ante connesso all'efficienza del processo con cui i *venture capitalist* scelgono i progetti da finanziare; la seconda è un fattore ex-post che riguarda la funzione di monitoraggio e controllo svolta dai *venture capitalist* dopo che l'investimento è stato realizzato. Il capitale informato, fornito da *venture capitalist* o altri intermediari finanziari, è però in offerta limitata poiché le capacità di monitoraggio degli intermediari sono scarse in quanto relative ad esperienze difficilmente accumulabili e poiché l'intermediario potrebbe avere qualche difficoltà a fornire nuovi fondi. Proprio per questi motivi,

l'esistenza di meccanismi che permettano all'intermediario di uscire dall'investimento determinerebbero la possibilità di riciclare il capitale informato e di reindirizzarlo verso nuove opportunità di investimento, creando così una sorta di moltiplicatore del capitale informato.

L'uscita dall'investimento contiene un contratto implicito tra imprenditore e *venture capitalist* in quanto quest'ultimo accetta di restituire il controllo ad un imprenditore di successo. Questo tipo di contratto non può essere facilmente replicato in un mercato in cui la borsa non è sufficientemente sviluppata, infatti la presenza di una borsa ben sviluppata per le imprese ad alta crescita rappresenterebbe un elemento decisivo per la creazione di un ampio mercato del capitale di rischio.

Le imprese ad alta crescita hanno uno sviluppo particolare, in quanto il loro tasso di crescita è variabile, hanno un picco di crescita che è solamente provvisorio e non ripetibile, questo perché essendo ad alta crescita le altre imprese tendono ad imitarla ed a cercare di scoprire il segreto del loro successo. Così facendo l'impresa ad alta crescita dopo un periodo di crescita elevata si ristabilizza e prosegue la propria vita con un percorso di crescita normale.

Altre imprese problematiche per quanto riguarda il profilo finanziario sono le imprese cosiddette "unicorno", ossia società start-up private (non quotate in borsa) che hanno raggiunto una valutazione di mercato di oltre 1 miliardo di dollari, che vedremo nel dettaglio nel paragrafo II.1.

Tornando alle imprese ad alta crescita, la valutazione di queste richiede particolare attenzione perché tali imprese hanno un percorso turbolento di crescita per definizione che ne altera principalmente la finanza. Alterano in maniera meno incisiva anche l'organizzazione perché d'improvviso si trovano con la necessità di dover produrre molto più di ciò che si produceva prima, quindi si possono avere problemi di organizzazione, ma sicuramente la cosa che manca sono i fondi per comprare la materia prima, per pagare i dipendenti, per fare gli investimenti o per altro: quindi in sostanza la finanza in senso stretto. Inoltre possiamo avere anche problemi di finanza nel breve periodo, non solo di lungo periodo, questo perché tali imprese investono il loro capitale e non sanno quando il loro investimento rientrerà: sono certe che rientrerà, ma i tempi generalmente sono dilazionati.

II.1 APPROFONDIMENTO SULLE IMPRESE “UNICORNO”

Il termine di azienda “unicorno” è stato coniato nel 2013 da Aileen Lee, fondatrice di Cowboy Ventures (un fondo di *venture capital*), per descrivere come già ricordato in precedenza le società tecnologiche valutate più di 1 miliardo di dollari.

Tale termine associa queste imprese all'animale mitologico perché entrambi condividono la caratteristica di rarità e leggendarietà: infatti riuscire nel progetto di veder realizzata la propria start-up non è così banale.

Inoltre questa creatura leggendaria è simbolo di forza e purezza, nonché esemplare: essere una *unicorn star-up* vuol dire diventare esempio per altri che vogliono tentare di realizzare il proprio progetto. Questa immagine, in aggiunta, è sempre accompagnata da un senso di misticismo e magia, come qualcosa sempre presente nell'immaginario collettivo ma mai spiegato concretamente: proprio per questo motivo questa tipologia di imprese risulta alquanto inspiegabile per via del successo sorprendente. Altro aspetto significativo di queste imprese è la loro natura alquanto fugace, in quanto sono realtà che nascono sì velocemente, ma velocemente scompaiono.

Spiegata l'origine del termine possiamo ad analizzare il fenomeno delle *unicorn start-up*, che è piuttosto controverso. C'è chi ritiene che tali aziende siano solo il risultato del progresso tecnologico e dell'innovazione, mentre altri pensano che il numero crescente di tali start-up sia un segno di una bolla nel settore. L'Italia vanta solo due casi di imprese "unicorno" cosiddette made in Italy: la prima è Yoox, fondata nel 2000 da Federico Marchetti, e la seconda molto più recente è Depop, nata a Treviso e dal 2012 con sede a Londra. Questo dato non sorprende, basti pensare che il nostro territorio è dotato di start-up di piccole dimensioni e inoltre il nostro ecosistema è meno ricettivo rispetto alla famosa Silicon Valley o alla Francia: in quest'ultimo Paese infatti la facilità di accesso ai capitali consente alle giovani realtà di attrarre i migliori talenti.

Nel mondo il numero totale di aziende “unicorno” è in rapido aumento, anche se il numero esatto varia a seconda della fonte a cause delle diverse definizioni di azienda start-up. Nel *grafico II.1* sono elencate le più importanti società “unicorno” al mondo, con il loro valore in dollari.

Grafico II.1 – *Le più importanti unicorn start-up al mondo*



Fonte: Patrick Foot, *Quali sono le aziende unicorn nel mondo?*, IG, Bristol, 2020.

Il Paese che ne conta di più sono senza dubbio gli Stati Uniti e a seguire la Cina: nel primo di questi Paesi infatti risiedono circa ben 151 *unicorn start-up*, mentre nel secondo altre 82 aziende.

Ci sono poi settori che sono più attrattivi per questo tipo di imprese ed è infatti più facile imbattersi in una impresa “unicorno” nel settore dei servizi e dei

software per Internet: la valutazione più alta, che si aggira attorno ai 202 miliardi di dollari, ricade nell'*on demand*.

Stando alle stime pubblicate dalla Fineco Bank un'azienda ha possibilità veramente minime di diventare una *unicorn start-up*, circa lo 0.000006%, e affinché una imprese nascente si classifichi come “unicorno” ci vogliono circa 7 anni.

Alla base della loro rapida crescita potrebbero esserci numerose ragioni: a partire dalla strategia “get big fast”¹⁰, che spinge le start-up ad espandersi a ritmo incalzante tramite round massicci di finanziamento e riduzione dei prezzi per avere un vantaggio sulla quota di mercato ed allontanare in questo modo possibili rivali il prima possibile.

Molte *unicorn start-up* sono state create tramite acquisizioni o aumento del capitale privato fruibile per le società prima di diventare pubbliche, oppure tramite progressi e innovazioni tecnologiche che consentono a queste start-up di espandersi in tempi rapidissimi.

Queste imprese sono quindi anche esse ad alta crescita, ma particolarmente grandi: hanno gli stessi problemi delle *high-growth firms* e in aggiunta hanno problemi di valutazione in senso stretto.

Da un lato le imprese “unicorno” sono delle potenziali miniere d'oro in termini di successo, grazie alla loro carica innovativa travolgente. Dall'altro lato

¹⁰ Strategia del “diventa grande velocemente”.

però non sono da ignorare alcuni svantaggi, che potrebbero far fare dei passi indietro a investitori e *capital venture*.

Sono imprese alquanto instabili a causa della necessità di rivolgersi anticipatamente al mercato dei capitali nelle fasi iniziali del loro percorso di sviluppo: così facendo ottengono quotazioni assai elevate senza avere delle concrete evidenze su cui basare le valutazioni. Tali imprese infatti possiedono poca esperienza, non godono quasi mai di utili e basano il loro valore prevalentemente su asset intangibili e sulla crescita degli utenti ¹¹.

Un altro problema riguarda le tipologie di investitori che sono in grado di accedere al mercato delle start-up: con i cambiamenti legislativi i tradizionali investitori sono facilitati ad imporsi sui piccoli investitori pubblici. La strategia vincente prevalentemente utilizzata dai fondatori delle start-up è limitare od evitare l'entrata in borsa, permettendo così di eludere regolamentazioni e obblighi validi per i pubblici.

In sostanza, la tendenza a valutare maggiormente la crescita potenziale rispetto all'effettiva redditività è rischiosa perché se le valutazioni non trovano riscontro nei ricavi non sarà possibile avere una sostenibilità a lungo termine. In aggiunta il circuito degli investimenti è un fattore fondamentale, soprattutto per realtà piccole che sono alla ricerca di un percorso per crescere.

¹¹ Il loro valore infatti, essendo imprese start-up, si basa primariamente sul loro potenziale di crescita e sviluppo previsto.

Spostandosi sul tema della valutazione in senso stretto occorre precisare che il valore di un'azienda di questo tipo viene generalmente calcolato in base alla sua più recente tornata di finanziamenti ¹².

Un'altra possibilità è che alle *unicorn start-up* venga assegnato un valore quando vengono acquisite da gruppi di dimensione maggiore.

Come già anticipato, la dimensione della valutazione di aziende "unicorno" tende ad essere una valutazione cosiddetta "post money", ossia tiene conto dell'insieme degli investimenti recenti.

Gli investitori per determinare il valore di una nuova azienda, a differenza delle aziende già consolidate, adottano solitamente una visione a lungo termine e si concentrano esclusivamente sul potenziale futuro. Proprio per questo motivo l'investimento in un'azienda di questo tipo eccezionalmente è legato al profitto attuale dell'impresa, quanto su ciò che essa potrà fare negli anni, anche se a volte un approccio come questo può portare a risultati negativi.

Assegnando un valore eccessivamente ottimista ad un'impresa si causa un aumento incontrollato del prezzo delle start-up e, invece di analizzare adeguatamente il rischio, molti investitori si buttano a capofitto in un'impresa per il timore di lasciarsi scappare un'occasione, cioè quella di diventare azionisti di un'azienda dal futuro promettente.

¹² Ad esempio: se un *venture capitalist* investe \$100 milioni per acquistare il 5% delle azioni di un'azienda il valore di tale azienda viene stimato \$2 miliardi.

È per questo che è lasciato al tempo il compito di svelarci se il boom delle aziende cosiddette “unicorno” sia o meno una bolla, come alcuni sostengono: solo se continueranno a garantire profitti significativi ai loro investitori saranno considerate valide opportunità. Se invece si replicherà quanto accaduto a WeWork¹³ il boom delle aziende unicorno verrà ricordato assieme alla Bolla delle Dot-com¹⁴ come un esempio di follia degli investitori.

¹³ È una società fondata nel 2010 da Adam Neumann, che alla vigilia della sua quotazione ha perso circa 900 milioni di dollari in quanto le spese sono cresciute più del fatturato. Tale capacità di consumo del denaro la rende simile alle imprese tecnologiche, di cui però non possiede i bassi costi di ricerca e il meccanismo per cui il valore del prodotto aumenta all'aumentare del numero delle persone che lo utilizzano.

¹⁴ La Bolla delle Dot-com è stata una bolla speculativa sviluppatasi tra il 1997 e il 2000, quando l'indice NASDAQ raggiunse il suo punto di massimo a 5132.52 punti nel trading intraday prima di chiudere a 5048.62 punti.

CAPITOLO III: DATI E METODO

Il campione di imprese prese in considerazione per lo svolgimento di tale studio è stato ottenuto grazie al database di Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane (AIDA), che fornisce dati di bilancio e informazioni sulla proprietà delle imprese italiane. Da tale archivio l'elenco delle imprese di nostro interesse è stato estrapolato utilizzando alcuni criteri di ricerca, nel rispetto della definizione di impresa *high-growth* introdotta da Eurostat-OCSE (Eurostat-OECD, 2007). Tale definizione si concentra sulle imprese che, avendo almeno 10 addetti all'anno iniziale, hanno sperimentato un tasso di crescita medio annuo degli addetti e/o del fatturato superiore o uguale al 20% su un orizzonte di 3 anni. Tra queste si individuano anche le "gazzelle" come il gruppo di imprese giovani (4-5 anni) al termine del periodo di crescita: infatti il gruppo delle imprese ad alta crescita comprende al loro interno le *high-growth* mature e le "gazzelle".

Riguardo la scelta delle variabili di output, in letteratura a seguito di vari dibattiti è emersa una certa conformità nell'utilizzare il fatturato e/o l'occupazione. Il fatturato rappresenta la variabile obiettivo dell'imprenditore, costituendo una misura di crescita e dimensione rispetto varie definizioni del concetto di impresa. L'occupazione sembra essere più appropriata a cogliere implicazioni manageriale della crescita ed è meno affetto dalle problematiche

tipiche delle definizioni basate su vendite e fatturato, come ad esempio le fluttuazioni dei prezzi dei prodotti venduti.

La scelta della definizione può essere in ogni caso una scelta criticabile. Lo stesso S.O. Daunfeldt, assieme ad alcuni studiosi, sottolineò il fatto che introducendo una soglia dimensionale minima di 10 dipendenti si escludono imprese più piccole, ma comunque in grado di generare fenomeni di crescita empiricamente rilevanti. Tralasciando queste critiche, l'utilizzo di tale definizione appare vantaggiosa in termini di comparabilità delle statistiche, ma anche di indipendenza della definizione rispetto al tempo: questa caratteristica infatti non appartiene a definizioni che basano l'identificazione sui percentili più elevati della distribuzione dei tassi di crescita delle imprese.

Riscontrata la diversità nella definizione dell'indicatore di crescita (fatturato, occupazione, produttività, profitto, ecc.) ci si imbatte in un'ulteriore scelta per la misurazione: l'utilizzo del valore assoluto (variazioni nominali) o l'utilizzo dei valori relativi (variazione percentuale) durante il periodo osservato. Il valore assoluto favorisce le grandi imprese, mentre le percentuali si sbilanciano a favore delle imprese più piccole. Come si vedrà successivamente, il tasso di crescita ivi considerato prevede l'applicazione del valore relativo, ossia della variazione percentuale.

Oltre alla definizione (minimo 10 dipendenti e tasso di crescita del fatturato almeno pari al 60% per gli ultimi tre anni), altro criterio inserito come

strategia di ricerca è stato quello di circoscrivere il campione di imprese a quelle appartenenti alla Regione Marche.

Avendo come ultimo anno disponibile per scaricare i dati il 2019, si individua un campione di imprese ritenute ad alta crescita (periodo *high-growth* che va dal 2016 al 2019) contenente 456 imprese su un totale di 56 472 imprese marchigiane. Tali imprese contano un totale di più di 18 200 addetti, con circa 40 addetti medi per impresa, rispettando a pieno la definizione iniziale. In aggiunta a ciò il tasso di crescita di queste imprese *high-growth* nel periodo di alta crescita risulta essere in media pari al 97%¹⁵ o comunque sempre superiore al 61%, come da criterio stabilito per la selezione del campione. Considerando gli anni che vanno dal 2016 al 2019 come periodo di alta crescita, il fatturato sembra essere esploso proprio da questo intervallo in poi, in quanto negli anni precedenti (che vanno dal 2012 al 2015) il tasso di crescita medio delle imprese si attestava attorno al 39%¹⁶. In quest'ultimo valore non sono considerate ovviamente le imprese nate successivamente al 2015, che hanno registrato sin da subito tassi di crescita elevati, tanto da rientrare nelle *high-growth firms*, anche se in generale le imprese ad alta crescita marchigiane non sembrano particolarmente giovani.

¹⁵ Tasso di crescita dato dal rapporto tra l'incremento dei ricavi dal 2016 al 2019 ed il suo valore al 2016.

¹⁶ Ottenuto come media tra i tassi di crescita calcolati anno per anno, come rapporto tra l'incremento dei ricavi dal tempo t-1 al tempo t ed il suo valore al tempo t-1.

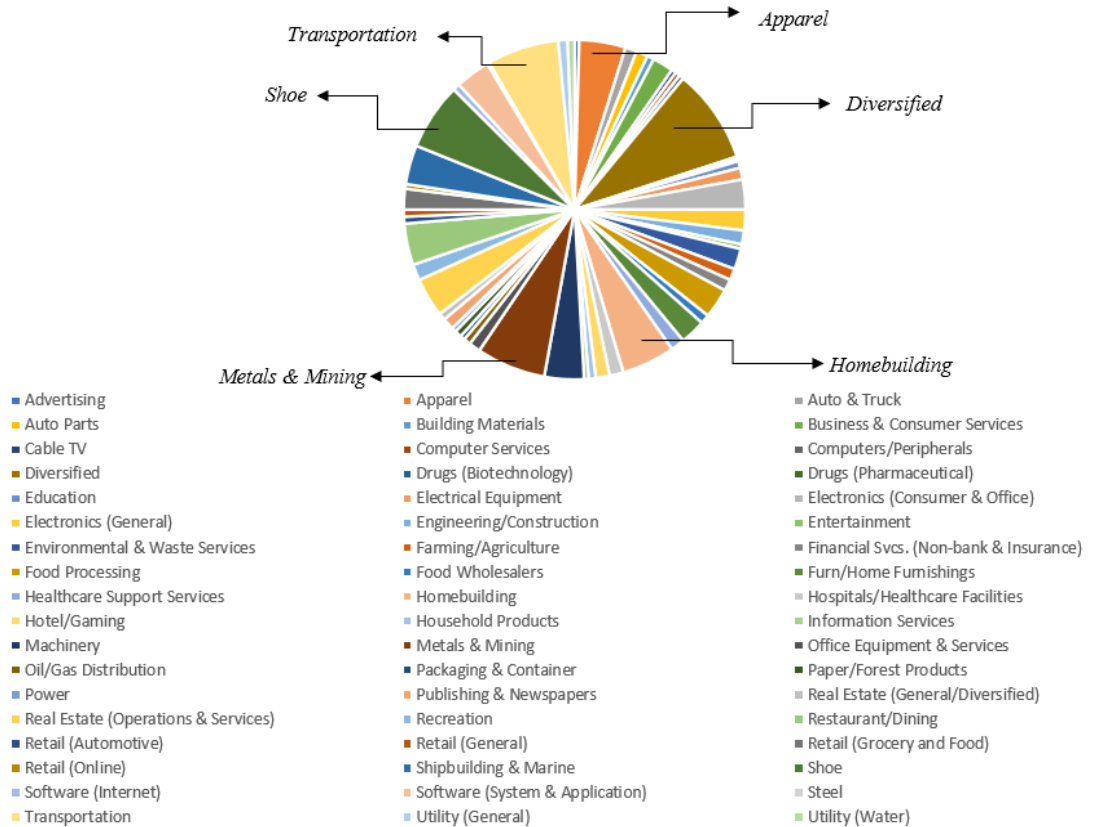
Ciò che si nota è che, nonostante la crescita media nel periodo di alta crescita sia attorno al 97%, non tutte le imprese *high-growth* crescono allo stesso modo: addirittura alcune imprese mostrano un fatturato che nel periodo di alta crescita aumenta fino ad arrivare ad un valore 9 volte superiore a quello di partenza.

Spostando l'osservazione sul risultato operativo, ossia sul risultato della gestione caratteristica, si nota un cambiamento importante nella media di questo valore se si considera il periodo di crescita standard o il periodo di alta crescita. La media del risultato operativo per il periodo che va da dal 2012 al 2015 si afferma attorno alle 223 migliaia di euro, mentre per il periodo dal 2016 al 2019 raddoppia: si ha infatti un valore pari alle 433 migliaia di euro. Ciò sta ad indicare un aumento considerevole della redditività dell'impresa, non inquinata da eventi straordinari, imposte o modalità con cui le imprese si finanziano.

Utilizzando il codice NACE (classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità Europee, sistema europeo di classificazione standard delle industrie) e ATECO (tipologia di classificazione adottata dall'Istituto nazionale di statistica italiano per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico), entrambi scaricati dalla piattaforma Aida, è possibile ottenere la descrizione dell'attività svolta da ogni singola impresa. Tali attività possono essere poi associate ad un cluster di settori di riferimento presi da Damodaran (il che ci ha permesso nelle successive analisi di avere a disposizione il costo del

capitale in base al settore di appartenenza). Così facendo si ha la possibilità di analizzare la composizione del campione in base al settore di provenienza per capire dove queste imprese ad alta crescita sono più concentrate. L'analisi ci mostra che le imprese si dispongono nei diversi settori in maniera alquanto eterogenea (si veda *grafico III.1*): solo alcuni settori sono più popolati con una percentuale che al massimo arriva al 9% (41 imprese sul totale del campione) del totale delle imprese considerate. Infatti proprio il 9% delle imprese si classifica in un settore che Damodaran definisce come *diversificato*. A seguire, con una percentuale del 7% ciascuno (31 imprese sul totale del campione), molte imprese fanno parte del *settore dei trasporti* e del *settore estrattivo e dei metalli*. Un altro settore abbastanza popolato dalle imprese che fanno parte del campione scelto è il *settore delle costruzioni*, che vede al suo interno il 5% (23 imprese sul totale del campione) delle imprese considerate. Infine si nota che il *settore delle scarpe* e il *settore dell'abbigliamento* racchiudono al loro interno un totale del 10% delle imprese, nello specifico il 6% (29 imprese sul totale del campione) il primo e il 4% (20 imprese sul totale del campione) il secondo. Oltre ai settori visti nello specifico, gli altri raggiungono percentuali irrisorie, che si aggirano in media attorno all'1%, il che ci fa concludere di aver scelto un campione di imprese *high-growth* abbastanza diversificato settorialmente.

Grafico III.1 - Diversificazione settoriale del campione



Alcuni studiosi come Henreksson, Johansson e Delmar hanno infatti sostenuto all'unanimità che le cosiddette *high-growth firms* hanno natura eterogenea: non sono concentrate nei settori ad alta tecnologia, né sono necessariamente nuove o piccole imprese. Nel campione preso in esame notiamo infatti che i settori ad alta intensità di conoscenza e tecnologia non presentano una prevalenza di *high-growth firms*, come molti erroneamente pensano. Al contrario, queste imprese sono concentrate in settori che sono sostanzialmente meno *high-*

tech, a dimostrazione del fatto che non esistono settori “target” con maggiore probabilità di attirare imprese ad alta crescita.

Il settore, insieme alle dimensioni ed all’età delle imprese, incide sulla sostenibilità della crescita, che per le *high-growth firms* solitamente è un periodo piuttosto limitato nel tempo. Del settore si è già discusso anche in relazione al campione scelto; riguardante invece le dimensioni è presente la nota *legge degli effetti proporzionali*¹⁷, la quale afferma che le imprese indipendentemente dalle dimensioni iniziali seguono lo stesso percorso stocastico di crescita. Questa legge incontra sostenitori e oppositori, con risultati che variano molto in relazione alla struttura del campione di imprese selezionato: proprio per tale motivo questo aspetto non verrà approfondito. L’età delle imprese, invece, è considerata come una determinante importante di rapida crescita: imprese più vecchie sperimentano una crescita più lenta, mentre quelle più giovani hanno una crescita più veloce. Evidenze empiriche mostrano che le imprese hanno maggiore probabilità di sperimentare un periodo di alta crescita durante la prima parte del loro ciclo di vita: tale relazione negativa tra età dell’impresa e probabilità di un evento ad alta crescita rimane valida anche per le imprese di altri paesi¹⁸. Nel campione in esame le imprese giovani, ossia quelle nate a partire dal 2015, rappresentano circa

¹⁷ Legge formulata nel 1931 dall’ingegnere francese R. Gibrat.

¹⁸ Ad esempio anche in Tunisia l’età è negativamente associata all’alta crescita, tanto che ogni anno in più di età riduce la probabilità di diventare *high-growth firms* (definizione dell’OCSE basata sull’occupazione) dello 0.9%.

il 37% del totale delle imprese considerate e sono proprio queste ad avere sin dai primi anni un tasso di crescita di gran lunga superiore alle imprese più anziane: le prime hanno un tasso di crescita in media pari al 115%, mentre le seconde pari all'85%.

CAPITOLO IV: ANALISI QUANTITATIVA

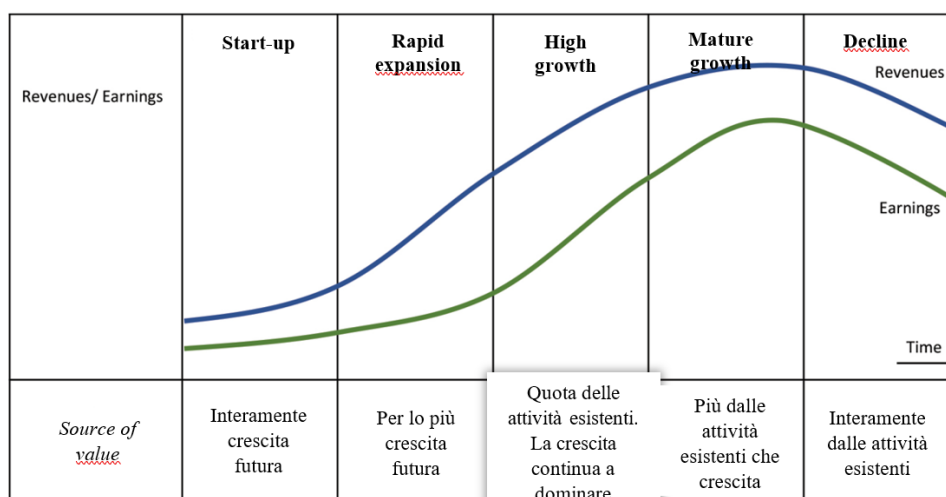
L'obiettivo di questa ricerca e di questo capitolo nello specifico è quello di verificare empiricamente la prosecuzione del processo di crescita delle cosiddette *high-growth firms*. In questo capitolo si cercherà di arrivare a definire il metodo più idoneo per la valutazione delle imprese ad alta crescita e di capire il fattore che innesca questo periodo di rapida crescita nelle imprese.

Valutare le imprese ad alta crescita, estremamente incerte perché a livello teorico si è visto come questi periodi di alta crescita sono periodi straordinari che durano alcuni anni per poi tornare a percorsi di sviluppo più contenuti, è una sfida assai complessa che molti studiosi in passato hanno definito addirittura senza speranza. Valutare un'impresa ad alta crescita sembra quasi un ossimoro in quanto l'idea di dare una valutazione ad un titolo in crescita può risultare alquanto difficile. È per questo che gli investitori che valutano le società ad alta crescita non possono tralasciare la cautela quando si tratta di valutazione poiché alcune valutazioni possono diventare talmente estreme che una crescita così sostenuta risulta praticamente impossibile nelle realtà aziendali.

È interessante però capire quanto vale un'impresa ad alta crescita e da dove provenga tale valore, anche in relazione alla posizione della stessa all'interno del suo ciclo di vita. Il *grafico IV.1* mostra il ciclo di vita di una *high-*

growth firm, suddiviso nei vari periodi ed ad ognuno di essi è associata la fonte di valore. Damodaran suddivide il ciclo di vita di un'impresa ad alta crescita in cinque fasi, dove gli elementi presi in considerazione nella valutazione cambieranno nel corso della vita dell'impresa in base alla fase in cui essa si trova.

Grafico IV.1 – *Valutazione lungo tutto il ciclo di vita delle imprese ad alta crescita*



Fonte: Damodaran, *The dark side of valuation: Valuing young, distressed and complex business*, FT Press, New Jersey, 2010.

In rilievo si nota la fase di alta crescita, dove la principale fonte di cash flows proviene dagli investimenti in nuovi assets, sebbene gli assets esistenti continuino a generare cash flows. Quando un'azienda punta ad investire oppure ha già investito la sua allocazione dei costi è spesso scarsa e ciò si traduce nella sottovalutazione sia dei guadagni sia del valore delle attività esistenti. Le aziende

in questa fase hanno nel tempo margini e rendimenti che cambiano in modo significativo.

Il problema delle imprese in questa fase è la stima del tasso di crescita in quanto c'è incertezza sulla sostenibilità del tasso di crescita storico e sulla previsione di quello futuro.

Viste le problematiche che si associano a questo tipo di imprese, nel paragrafo successivo verranno elencati quelli che sono i modelli di valutazione standard e i relativi difetti nell'applicazione ad imprese ad alta crescita.

IV.1 MODELLI DI VALUTAZIONE STANDARD: CENNI

Esistono vari modelli che in qualche modo ottimizzano i percorsi di sviluppo dell'impresa dal punto di vista finanziario, sono però congeniati in modo molto standard, ma come abbiamo visto in precedenza per le imprese ad alta crescita abbiamo un tasso di crescita g che è estremamente variabile.

La scelta della metodologia di valutazione dipende infatti dalle caratteristiche dell'azienda e del suo settore di riferimento, dalle informazioni disponibili, dal ciclo di vita dell'azienda e da dove essa è posizionata rispetto a questo, dalla disponibilità di notizie su concorrenti e/o operazioni e tanto altro.

Di seguito si presenteranno e discuteranno i modelli di valutazione standard e le possibili modifiche a questi metodi tradizionali.

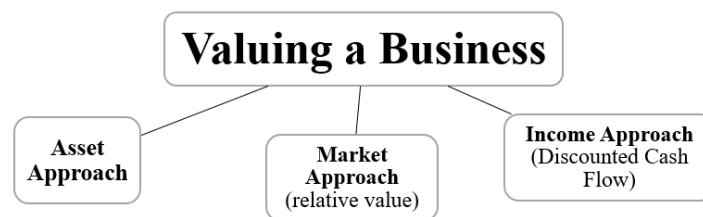
Tali metodi si dividono generalmente in:

-*metodi empirici*, che comprendono principalmente il metodo dei multipli e il metodo dell'option pricing,

-*metodi analitici*, che hanno al loro interno il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) e il Dividend Discount Model.

Un'altra classificazione possibile è quella presente nel *grafico IV.2* sottostante.

Grafico IV.2 – *Panoramica dei modelli di valutazione*



Fonte: Sophiall, Value and Strength.

La prima categoria valorizza un'azienda in base al valore tangibile dei suoi beni. La seconda si basa invece sul principio di sostituzione, ossia sul concetto che il valore di un'impresa è lo stesso di altre aziende simili nello stesso settore o area. Infine l'ultima categoria rappresenta un approccio lungimirante in cui il valore dell'azienda si basa sul valore atteso dei suoi flussi di cassa futuri, scontati ad un tasso di rendimento.

Considerando la valutazione di tali imprese nel dettaglio, i *multipli* tradizionali basati su dati finanziari storici non sono molto utili per valutare le *high-growth firms*, poiché gli utili storici sono negativi o hanno un valore informativo basso. A mio parere, il concetto di multipli lungimiranti è chiaramente superiore agli approcci tradizionali che utilizzano dati finanziari storici e anche alle modifiche proposte, che devono essere applicate principalmente utilizzando dati storici. Il concetto di multipli legati alla conoscenza è interessante, sebbene utilizzi dati finanziari storici; può essere utile e fornire risultati accurati in alcuni casi, ma non soprattutto quando si valutano le aziende ad alta crescita. I multipli basati su dati non finanziari possono funzionare bene solo se è possibile trovare un'azienda veramente comparabile. Tuttavia, un'analisi dei multipli non dovrebbe generalmente essere utilizzata per valutazioni aziendali autonome, ma piuttosto per integrare una valutazione *DCF*¹⁹, che è considerata il metodo più accurato.

Per quanto riguarda la valutazione *DCF* si è notato che il quadro generale funziona anche per le imprese ad alta crescita: solo la stima di input separati richiede uno sforzo maggiore e approcci di stima modificati rispetto alle società in crescita stabile. L'approccio *DCF* basato su scenari è considerato un metodo appropriato per tenere conto di un'elevata incertezza nella valutazione delle aziende, in quanto consente di esaminare l'effetto dei cambiamenti nei driver di

¹⁹ Discounted Cash Flow, metodo dei flussi di cassa attualizzati.

valore fondamentali, senza dover utilizzare modelli matematici abbastanza poco trasparenti. Tale approccio però funziona bene sulle imprese che hanno uno stabile afflusso di finanza.

Sebbene i risultati di questo metodo forniscano una gamma di valori ancora più ampia rispetto all'analisi dei multipli, consentono di tenere conto delle circostanze specifiche e rivelano il possibile effetto dei cambiamenti nei fattori chiave del valore per l'azienda. L'approccio DCF basato su scenari fornisce quindi i risultati più preziosi a mio parere, anche se nel campione preso in esame questo risulta difficilmente applicabile a causa della mancanza di numerosi dati fondamentali per la valutazione.

Le *high-growth firms* per definizione sono quelle per le quali si applica in maniera migliore il metodo dell'*option pricing*: interessante dal punto di vista intuitivo e con una logica adatta all'alta crescita. Per l'applicazione di tale metodo, però, sono richiesti molti dati in quanto il valore dipende da un elevato numero di variabili ed è quindi difficile arrivare ad una valutazione precisa.

Successivamente, nel paragrafo 4.2 verrà fornita una descrizione del modello studiato, utilizzato per la valutazione delle imprese ad alta crescita.

IV.2 LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE AD ALTA CRESCITA

Per la valutazione del nostro campione di imprese si era presupposto che il modello più adatto fosse quello del *Discounted Cash Flow* (DCF), uno dei metodi

più utilizzati per la valutazione aziendale, basato sulla valutazione dei flussi di cassa. Questo modello è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. Il flusso può essere rappresentato non solo dal cash flow, ma anche dai dividendi.

La stima basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione. Il principio basilare del processo appena descritto è dato dalla determinazione dei flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione. Le due eventuali opzioni sono infatti flussi di cassa disponibili per gli azionisti (approccio *levered*, basato sulla possibilità di autorizzare i flussi disponibili agli azionisti con sconto pari al livello di rischio) attualizzati utilizzando il CAPM²⁰ oppure flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (approccio *unlevered*, basato sulla possibilità di attivare i flussi di cassa a coloro che introducono risorse finanziarie nell'azienda, come possessori di azioni) attualizzati utilizzando il WACC, ossia il costo medio ponderato del capitale.

²⁰ Il Capital Asset Pricing Model è un modello matematico della teoria di portafoglio che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio.

Scegliendo la seconda opzione, una volta determinati i flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori ²¹ questi vengono attualizzati per il WACC, scaricato dal sito Damodaran che fornisce per ogni settore un determinato valore.

Tale metodo prevedeva tre stadi: il primo stadio era quello della crescita ordinaria (fase di introduzione, che comprende gli anni che vanno dal 2012 al 2015), il secondo stadio che rappresentava il periodo di alta crescita (fase di rapida crescita, che comprende gli anni che vanno dal 2016 al 2019) e il terzo stadio che comprendeva il ritorno ad una crescita più stabile assieme ad un *terminal value* (fase di declino/rallentamento, che comprende gli anni futuri che vanno dal 2020 al 2023), stimato utilizzando la formula sintetica di Gordon (formula 4.1).

$$\text{Valore impresa} = \frac{DIV_1}{k - g} = \frac{DIV_0(1 + g)}{k - g} \quad (4.1)$$

In tale formula DIV_1 e DIV_0 rappresentano rispettivamente il flusso di dividendo prodotto dall'impresa al tempo t_1 e al tempo t_0 , k è il costo del capitale e g il tasso di crescita.

Il modello di crescita di Gordon rappresenta una variante dei metodi indiretti, come in particolare il *Dividend Discount Model* ²², distinguendosi per

²¹ Flussi di cassa=Ebit (risultato ante oneri finanziari)- Interessi- Imposte+ Deprezzamento e Ammortamento- variazione Capitale circolante- CapEx (spese in conto capitale)+ Prestito netto.

l'ipotesi di crescita costante dei dividendi che l'azienda sarà in grado di generare nel tempo. Tale modello collega il valore dell'azione ai dividendi attesi nel periodo seguente, al tasso di rendimento richiesto dal titolo (espresso dal costo del capitale proprio) e al tasso di crescita atteso dei dividendi. Una soluzione adottata per stimare il prezzo a termine da usare nel calcolo del valore intrinseco di un'azione è assumere che il dividendo percepito nell'ultimo anno per periodo esplicito di previsione continuerà a crescere a un tasso costante g fino all'infinito. Nel caso in cui la crescita non cominci al termine del periodo di previsione ma da subito, ossia nel primo anno successivo alla data di stima, il valore intrinseco dell'azione è dato dalla capitalizzazione di una rendita perpetua a rate crescenti. Questo modello è noto come modello di crescita di Gordon e può servire per valutare un'azienda che si trova in una fase di crescita stabile, quando cioè i suoi dividendi crescono ad un tasso costante. Se è vero che il modello di crescita di Gordon rappresenta un approccio semplice e potente alla valutazione di azioni, è vero anche che il suo utilizzo è limitato alle imprese che si trovano in una fase di crescita costante.

Nel caso in esame, la crescita, dopo un picco, è ovvio che rallenti in quanto se il prodotto funziona o se l'area del mercato risulta interessante o se il settore diventa estremamente redditizio con alti ritorni sul capitale molte imprese

²² Il DDM rappresenta una variante al modello già presentato del DCF, ma esso considera i dividendi attesi per azione al posto dei flussi di cassa attesi, utilizzando medesima logica.

si sposteranno su quell'area, che di conseguenza rallenterà la sua crescita e proseguirà la sua attività con un tasso di crescita costante. Non a caso le imprese ad alta crescita non sono una vera e propria categoria di imprese, ma rappresentano piuttosto una fase transitoria nella vita di un'organizzazione.

Per trovare il *terminal value*, fase fondamentale della valutazione, si è deciso di approssimare l'ammontare di dividendi nell'ultimo anno (2023) ad $\frac{1}{4}$ del free cash flow ²³ del 2023 (stimato a partire dal free cash flow del 2019, moltiplicato per la media dei pesi dei FCF sul totale dei ricavi nel periodo di crescita ordinaria dal 2012 al 2015).

Il processo appena descritto ha fatto emergere varie problematiche, in quanto molti dei dati necessari scaricati da Aida risultavano mancanti e ciò costringeva l'eliminazione di molte imprese dal campione, che sarebbe risultato così troppo ristretto per ottenere risultati attendibili. Inoltre la valutazione esplicita creava difficoltà in quanto numerose imprese del campione sono start-up, nate nel periodo considerato di alta crescita, e poiché in fasi iniziali ci sono dati negativi e positivi il *terminal value* può essere estremamente sensibile alle dinamiche dell'ultimo livello di cash flow, che nelle start-up coincide con l'avvio dell'impresa.

²³ Il Free Cash Flow (FCF) rappresenta il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso. In sostanza è il denaro che non viene trattenuto o reinvestito in una società.

Per tali motivi la valutazione delle imprese ad alta crescita è stata effettuata seguendo un modello diverso, che io stessa ho aggiustato e sviluppato, abbandonando la valutazione per orizzonte esplicito e concentrandomi invece su una valutazione delle rendite perpetua legata ai cash flow più recenti.

Il punto di partenza di tale modello è la previsione dell'Ebit all'anno 2025, stimata grazie all'utilizzo del comando di Excel *PREVISIONE.ETS*, che esegue il calcolo di un valore futuro in base a valori esistenti. Il valore previsto è una continuazione dei valori cronologici della data di destinazione specificata, che deve essere una continuazione della sequenza temporale.

Per il calcolo del valore finale delle imprese si è utilizzato la formula di Gordon, quindi la previsione dell'Ebit viene moltiplicata per $1 + \text{tasso di crescita}$ e diviso per la differenza tra costo medio ponderato del capitale ²⁴ e tasso di crescita (*formula 4.1*). Il tasso di crescita appena citato è fissato convenzionalmente all'1%, dato ottenuto facendo la media di alcune statistiche a livello nazionale che mostrano come in media questo valore oscilla di poco per le imprese italiane e così facendo si evita di inserire informazioni fuorvianti nel calcolo. Secondo un lavoro della Camera di Commercio delle Marche il tasso di crescita trimestrale si attesta infatti attorno al +0.20%, mentre secondo uno studio pubblicato dalla Fondazione Aristide Merloni il tasso per le imprese marchigiane è del +1.4%.

²⁴ Scaricato da Damodaran in base al settore di appartenenza delle imprese.

Il valore così ottenuto rappresenta il valore di mercato, ossia il valore delle imprese, che si può confrontare con il totale dell'attivo di ciascuna impresa. Da un primo confronto si è immediatamente notato che molte delle *high-growth firms* presenti nel campione mostrano un valore di mercato che è multiplo del loro attivo: cosa alquanto normale se si pensa che le imprese ad alta crescita generalmente sono imprese leggere dal punto di vista degli impieghi dei mezzi patrimoniali, ma di alto valore.

Se dal rapporto tra *terminal value* e totale attivo si osserva un *terminal value* molto distante dal valore corretto di bilancio occorre inserire dei fattori di correzione. Il *terminal value*, per il modo in cui è calcolato, dipende dal cash flow (previsione dell'Ebit effettuata in automatico da Excel), dal *growth rate* (ininfluente in quanto posto pari all'1% di default) e dal tasso di sconto. Unico fattore su cui si può agire è il cash flow: alcune delle previsioni effettuate, infatti, restituivano dei valori delle imprese eccessivamente elevati, motivo per cui si è introdotto un correttore modulabile. Di seguito, nella *tabella IV.1*, vengono mostrate le varie fasce di correzione utilizzate, applicate ai flussi di cassa previsti nel 2025.

Tabella IV.1 - Fasce di correzione

			fattore di correzione
1000 ≤	Valore finale/Totale attivo	≤ 2000	0,9
2000 <	Valore finale/Totale attivo	≤ 3500	0,8
3500 <	Valore finale/Totale attivo	≤ 5000	0,7

5000 <	Valore finale/Totale attivo	≤ 6500	0,6
6500 <	Valore finale/Totale attivo	≤ 8000	0,5

Così facendo si stabilizzano i dati ottenuti precedentemente, evitando che valori smodatamente elevati vadano ad influire sul risultato finale.

Il valore finale che si ottiene dovrebbe essere almeno pari al totale dell'attivo, ossia il valore dell'impresa è al minimo gli assets che l'impresa stessa possiede. Come valutazione definitiva dell'impresa si prende dunque il massimo tra il valore dell'attivo al tempo t dell'impresa e il valore ottenuto con la formula di Gordon (valore che si trova proiettando all'infinito gli ultimi cash flows, scontando con il tasso di sconto e la crescita supposta per tale impresa).

Ciò rappresenta un passaggio ulteriore rispetto al modello di Gordon per valutare qualsiasi impresa: passaggio indispensabile poiché in questa circostanza il modello di Gordon può non funzionare a causa della presenza di alta variabilità iniziale e la tecnica dell'option pricing (adatta solitamente a questo tipo di valutazione) non è utilizzabile per mancanza di indicatori economici.

Il modello utilizzato in sostanza è un modello di stima che prende il maggiore tra i due valori: valori dell'assets e valore di stima del modello di Gordon. In media si osserva che le imprese del campione hanno una valutazione finale pari a circa il 350% del loro attivo.

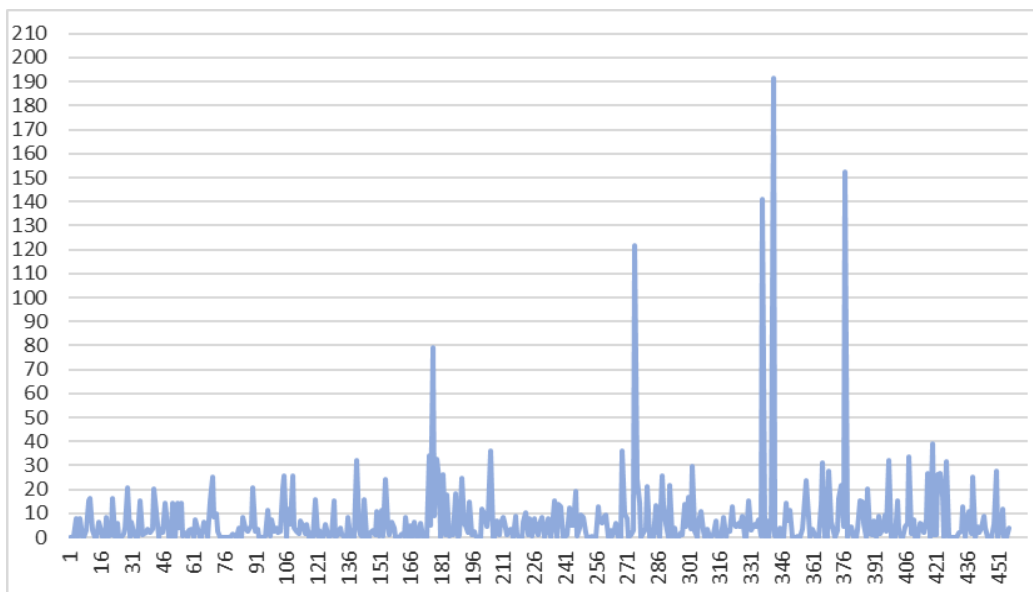
Di queste imprese è interessante osservare gli extra-rendimenti rispetto al valore dell'attivo, ossia la parte eccedente l'attivo che rappresenta il rendimento

straordinario che è stato prodotto. Per questo motivo si è introdotto l'indicatore r (formula 4.2), costruito come un tasso di rendimento ²⁵, dove il valore dell'attivo rappresenta l'investimento iniziale (valore iniziale) e la valutazione dell'impresa rappresenta il valore finale.

$$r = \frac{\text{Valutazione finale} - \text{Totale attivo}}{\text{Totale attivo}} \quad (4.2)$$

Nel grafico IV.3 sono presentati tutti i valori che assume l'indicatore r per ciascuna impresa, considerando i soli valori positivi ²⁶.

Grafico IV.3 – Valori dell'indicatore r



²⁵ Ci dice a quanto ammonta il profitto o la perdita di un investimento su un certo periodo di tempo, espresso in termini percentuali.

²⁶ I valori negativi dell'indicatore r sono posti convenzionalmente pari a 0 per questo grafico.

A primo impatto si nota immediatamente che tale indicatore si concentra prevalentemente su valori bassi: solo poche imprese del campione presentano un alto valore di extra-rendimenti, fino ad arrivare in un caso ad un r pari a 192.

Infatti la distribuzione che si ottiene è una distribuzione sempre discendente dei tassi di rendimento, come mostrano il *grafico IV.4* e il *grafico IV.5*, dove nell'asse delle ascisse sono rappresentati i valori che assume r e nell'asse delle ordinate la frequenza assoluta con cui si manifesta.

Grafico IV.4 - Distribuzione di r

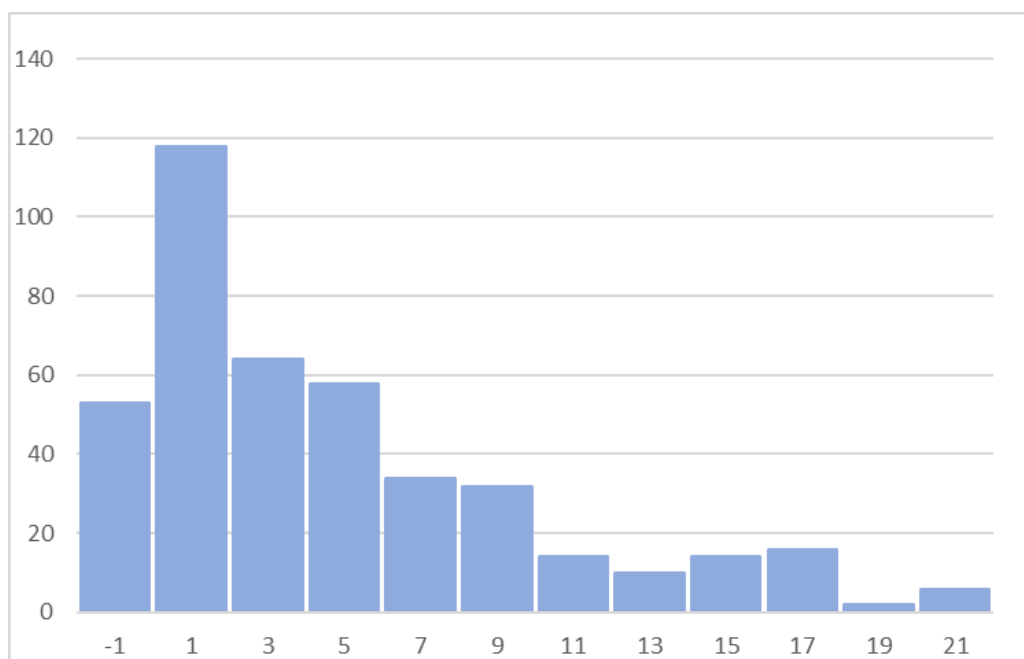
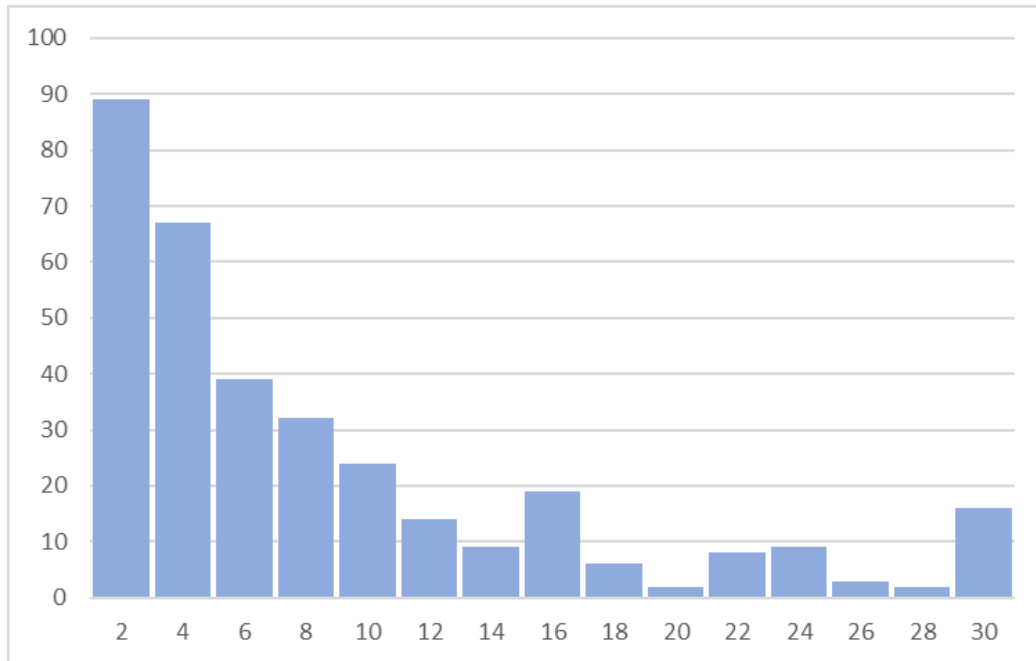


Grafico IV.5 - Distribuzione di r con i soli valori positivi



Questi grafici sono costruiti assegnando ad r valori che si spostano da un minimo di -1 ad un massimo di 21 (nel primo caso), mentre nel secondo caso i valori variano da 2 a 30, raggruppati in classi che in entrambe le situazioni variano di due punti ciascuna.

La differenza tra i due grafici sta nei valori che può assumere r : nel primo caso r è senza correttivo, ossia può assumere anche valori negativi, mentre nel secondo grafico ci si concentra su valori di r positivi.

Ciò che otteniamo (in entrambi i casi) ricalca una distribuzione normale che, nella teoria della probabilità, è una distribuzione di probabilità continua che

viene spesso usata come prima approssimazione per descrivere variabili casuali a valori reali che tendono a concentrarsi attorno ad un singolo valor medio (che nel nostro caso è un valore pari circa a 2). Il grafico della funzione di densità è simmetrico e ha una forma a campana (conosciuta come *campana di Gauss*), come notiamo dai grafici riportati sopra.

In entrambi i grafici però si osserva la medesima situazione: calcolando i tassi di rendimento di queste imprese si ha un effetto sui rendimenti che è in larga parte concentrato su valori molto bassi. Questi extra-profitti relativamente bassi dipendono sicuramente in parte dal tipo di prospettive che abbiamo usato o dal modo in cui abbiamo calcolato il valore futuro: quest'ultimo infatti è stato semplicemente estrapolato utilizzando il calcolo della funzione di previsione di Excel.

La cosa interessante da capire è come questi rendimenti possono essere indicativi di quella che è la valutazione di queste imprese ad alta crescita. Per imprese come quelle oggetto di studio ci si aspettava in realtà dei rendimenti molto più alti: infatti osservando i tassi di crescita si nota che nel periodo di alta crescita questo è notevolmente superiore rispetto al tasso di crescita nel periodo ordinario. Osservando i dati si nota, per l'appunto, che il tasso di crescita in media passa da un valore pari al 39% per il periodo di crescita ordinaria fino ad arrivare ad un valore pari al 97% nel periodo di alta crescita: rapportando questi due valori si può dunque affermare che le *high-growth firms* del campione presentano una

crescita che è circa 2.5 volte superiore alla crescita standard. Il tasso di crescita *high-growth* rapportato al tasso di crescita ordinario ci suggerirebbe un rendimento in eccesso che in alcuni casi sembrerebbe essere anche particolarmente forte.

L'analisi fatta con maggiore attenzione mostra, però, che il tasso di rendimento non ricalca il tasso di crescita delle imprese, risultando molto più contenuto rispetto a quello che ci saremmo aspettati estrapolando il tasso di crescita normale.

Questa evidenza si ricollega al fatto che i periodi di alta crescita nelle imprese sono periodi straordinari di durata limitata (dai 2 ai 7 anni circa), superati i quali le imprese tornano a percorsi di sviluppo più contenuti. In sostanza quindi la crescita esplode per un periodo limitato di tempo, mentre i rendimenti mantengono un andamento piuttosto lineare con un leggero innalzamento nel periodo di alta crescita.

IV.3 ANTECEDENTI ED EFFETTI DELL'ALTA CRESCITA

Le imprese ad alta crescita risultano estremamente interessanti, come già visto nei precedenti capitoli, ed è per questo che è presente una letteratura alquanto vasta, che si è concentrata principalmente sulle caratteristiche descrittive di queste imprese (quali età, dimensione e settore economico) senza però

esplorare l'aspetto che riguarda le loro strategie: contenuti rimasti inesplorati che si celano dietro alle performance strabilianti di queste imprese.

In sostanza, quindi, non è ancora presente una letteratura che con chiarezza affermi la ragione del successo di queste imprese. È difficile, infatti, da isolare l'antecedente puntuale che spiega l'alta crescita: potrebbe trattarsi di fortuna, di bravura nel costruire un team vincente o tanto altro. Quello che è più interessante però non è l'antecedente di questa situazione, ma il mediatore che può diventare un fattore abilitante di questa alta crescita.

L'impressione che si può avere su queste imprese è che queste ultime riescano a cambiare in maniera significativa il modello di business²⁷ rispetto alle altre dello stesso settore, infatti l'innovazione dei modelli di business entra così nel sistema economico e ne altera le condizioni competitive.

In generale, queste imprese fungono da stimolo alla competizione e ciò favorisce la crescita della produttività e dell'occupazione. Molto probabilmente quindi all'interno di queste imprese cambia qualcosa e a seguito di ciò riescono a percorrere la strada dell'alta crescita. Cosa cambia e perché cambia sono le domande più frequenti all'interno della letteratura esistente a riguardo, senza avere però delle risposte precise: quello che probabilmente è più evidente nel

²⁷ Il modello di business descrive le logiche secondo le quali un'organizzazione crea, distribuisce e raccoglie valore: è quindi l'insieme delle soluzioni organizzative e strategiche attraverso le quali l'impresa acquisisce vantaggio competitivo.

cambiamento è il modello di business, ossia il modo con il quale tali imprese eseguono la propria attività.

Tale paragrafo ha lo scopo di indagare se il cambiamento del modello di business è in grado di incidere sull'alta crescita, di porre attenzione alle condizioni di partenza delle imprese facenti parte del campione per capire ciò che le ha spinte ad una crescita così elevata e di osservarne successivamente gli effetti a livello di alcuni indici di produttività e di redditività.

Per cercare di dimostrare queste asserzioni si è partiti dalla formula generica del *return on investment* (ROI) o ritorno sull'investimento o indice di redditività del capitale investito. Questo è un indice di bilancio (*formula 4.3*) che indica la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate: ossia esprime quanto rende il capitale investito in quell'azienda.

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Capitale investito netto}} \quad (4.3)$$

Per risultato operativo si intende il risultato economico esclusivamente della gestione caratteristica, mentre per capitale investito netto si intende il totale degli impieghi caratteristici al netto degli ammortamenti e degli accantonamenti. Riassumendo, si tratta di un rapporto tra il risultato operativo globale dell'azienda

e il capitale calcolato in media investito nell'esercizio economico, nel corso di uno stesso anno di esercizio.

Per poter dare un giudizio su questo indice occorre confrontarlo con il costo medio del denaro: se il ROI è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti (debito) la remunerazione del capitale di terzi farebbe diminuire il *return on equity* (ROE), si avrebbe cioè una leva finanziaria negativa e in tal caso farsi prestare capitali porterebbe a peggiorare i conti dell'azienda. Viceversa, se il ROI dell'azienda è maggiore del costo del denaro preso a prestito farsi prestare denaro e usarlo nell'attività produttiva porterebbe ad aumentare i profitti e migliorare i conti.

Il ROI può però anche essere analizzato diversamente, approfondendo ulteriormente la composizione dell'indice si può notare che questo si divide in due fattori. Prendendo la *formula 4.3* vista in precedenza, moltiplicando e dividendo per i ricavi delle vendite, quello che si otterrà è questo:

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Ricavi delle vendite}} \times \frac{\text{Ricavi delle vendite}}{\text{Capitale investito netto}} \quad (4.4)$$

Dalla *formula 4.4* si vede dunque che il ROI è formato dal prodotto di due fattori, rispettivamente il *return on sales* (ROS) e il tasso di rotazione del capitale investito (tecnicamente detto anche turn over del capitale, che indica quante volte il fatturato gira per unità di capitale). Il ROS è un indice di bilancio che misura la

redditività delle vendite, ovvero la percentuale di ricavi che si trasformano in Ebit in un determinato arco temporale. In sostanza, questo indice offre una percezione della capacità delle vendite di contribuire alla creazione e generazione di reddito. Il secondo fattore che compone il ROI, il turn over del capitale, è un importante indicatore di efficienza poiché esprime la capacità del capitale investito di trasformarsi in ricavi di vendita ed è su questo che porremo maggiore attenzione.

Tra i due fattori, il ROS sicuramente è quello più stabile nelle imprese mentre il turn over del capitale può risultare più variabile, indicando quindi un cambiamento di modello di business all'interno di un'impresa.

Lo stesso livello di ROI si può quindi ottenere con diverse combinazioni di ROS e tasso di rotazione del capitale: cambiando combinazione cambia anche modello di business perché, ad esempio, se si concentra tutto sul turn over del capitale avremo un'impresa che fa soprattutto commercializzazione. In sostanza si possono raggiungere i medesimi risultati facendo alti margini con poca rotazione o bassi margini con alta rotazione.

Obiettivo di tale studio è stabilire se in queste imprese tra il periodo di crescita ordinario (2012-2015) e il periodo di alta crescita (2016-2019) siano cambiati gli indicatori, in particolare il turn over del capitale, così da poter supporre che l'azienda ha cambiato modello di business, ossia ha cambiato modo di operare.

Questo studio è importante perché, oltre alla valutazione finanziaria di queste imprese, si va a vedere se dietro queste ultime c'è anche una spiegazione che possa fornirci un motivo per il quale queste hanno un valore così notevole dal punto di vista finanziario. Nel dettaglio, se quello che spinge le imprese a diventare ad alta crescita fosse un evento casuale non ci sarebbe motivazione per attribuirgli una valutazione eccessiva. Viceversa, se le imprese crescono maggiormente ed hanno una variazione nel modello di business allora a queste imprese si può associare un valore maggiore, in quanto significherebbe che hanno modificato qualcosa nel loro modello di business che li ha portati poi a crescere.

Per verificare se ci sia stato o meno un cambiamento nel tasso di rotazione del capitale investito nelle imprese ad alta crescita poniamo attenzione sul rapporto tra la media ²⁸ del turn over nel periodo di alta crescita e la media del turn over nel periodo di crescita standard. Calcolando questo rapporto si osserverà se l'impresa ha cambiato modello di business poiché se il rapporto risulta pari a 1 significa che non c'è stato alcun cambiamento, se invece il rapporto è superiore o inferiore ad 1 allora il cambiamento c'è stato.

Nello studio di questo rapporto sono stati introdotti dei range di variazione: se il rapporto oscilla fino ad un massimo di +/- 0.1 attorno all'1 (quindi oscilla tra 0.9 e 1.1) allora non c'è stata alcuna variazione nel turn over del

²⁸ Per fare questa valutazione prendiamo la media e non il singolo valore del turn over del capitale: questo servirà per stabilizzare i dati.

capitale; se il valore del rapporto supera l'oscillazione di +/- 0.1 fino ad arrivare a +/- 0.3 (quindi oscilla tra 0.7 e 0.9, tra 1.1 e 1.3) allora c'è stata una variazione nel turn over seppur contenuta; infine se l'oscillazione è superiore a +/- 0.3 c'è stato un cambiamento forte nel modello di business.

Fatte queste premesse e osservati i risultati ottenuti, si può affermare che le imprese ad alta crescita del nostro universo si suddividono in 6 gruppi differenti: imprese che non variano il loro tasso di rotazione del capitale investito; imprese che variano moderatamente il tasso di rotazione a rialzo e a ribasso, imprese che variano significativamente il tasso di rotazione a rialzo e a ribasso; imprese di cui non abbiamo sufficienti dati per poter calcolare tale rapporto.

Nella tabella sottostante (*tabella IV.2*) sono riepilogate tutte le tipologie di imprese con i relativi dati.

Tabella IV.2 - *Classificazione delle imprese ad alta crescita in base al cambiamento del tasso di rotazione del capitale investito*

Classificazione	Numero imprese sul totale del campione	% sul totale del campione
<i>No dati</i>	227	49.8 %
<i>Cambiamento rilevante a ribasso</i>	46	10.1 %
<i>Cambiamento rilevante a rialzo</i>	83	18.2 %
<i>Cambiamento moderato a ribasso</i>	31	6.8 %
<i>Cambiamento moderato a rialzo</i>	32	7.0 %
<i>Nessun cambiamento, turn over stabile</i>	37	8.1 %
Totale imprese	456	100 %

Come si può notare dai dati, il campione di riferimento si dimezza, mantenendo però un quantitativo di imprese sufficiente a fornirci risultati soddisfacenti.

Questo settore, costruito come rapporto del turn over tra alta crescita e crescita ordinaria, da indicazioni su quali imprese hanno cambiato modello di business (sia in aumento sia in diminuzione) e quelle che invece non lo hanno cambiato. Queste imprese, sia coloro che hanno effettuato modifiche sia coloro che sono rimaste stabili, sono ad alta crescita poiché fanno parte del nostro universo e potrebbero quindi essere cresciute per motivazioni differenti. Ad esempio alcune potrebbero aver testato un grande mercato per ragioni esterne ed essere cresciute a dismisura, altre potrebbero aver deliberatamente aver cambiato modello di business ed essere cresciute.

Con i dati in nostro possesso non riusciamo ad andare a fondo delle ragioni precise che hanno portato all'alta crescita, ma possiamo senza dubbio identificarle.

La domanda a cui vogliamo trovare una risposta è se il cambio del modello di business possa essere visto come responsabile della miglior performance delle imprese e per arrivare ad una conclusione si sono analizzati alcuni indici di produttività, indici di redditività e indicatori finanziari.

Per fare questo tipo di analisi sono stati considerati gli indicatori relativi al primo anno del periodo di crescita normale (2012) e quelli relativi invece

all'ultimo anno del periodo di alta crescita (2019 ²⁹). La scelta di costruire due tabelle contenenti gli stessi indicatori ma in periodi diversi nasce dall'interesse di comprendere in maniera più approfondita gli antecedenti dell'alta crescita, nonché l'esito e l'effetto della stessa.

Nella *tabella IV.3* e *tabella IV.4* sono raccolti tutti gli indici suddivisi per i vari gruppi di imprese che si identificano in base al cambiamento del turn over del capitale. Il valore indicato nella tabella corrisponde alla mediana dei valori degli indici relativi alle imprese appartenenti a ciascuna specifica categoria.

L'utilizzo della mediana in questo caso è ritenuto preferibile alla media in quanto si vogliono eliminare gli effetti di valori estremi molto diversi dal resto dei dati dell'insieme, infatti tale utilizzo è più frequente se la distribuzione dei dati presenta elevata variabilità. La mediana riesce a fare ciò in quanto è un indice di posizione che si colloca nel mezzo della distribuzione, lasciando quindi metà delle osservazioni prima e metà dopo. In sostanza l'utilizzo della mediana, eliminando l'effetto dell'eccessiva variabilità dei dati, è in grado di restituirci un'indicazione più puntuale.

²⁹ Il 2019 rappresenta l'ultimo anno di disponibilità dei dati, quindi sono i dati più recenti in nostro possesso.

Tabella IV.3 – Indicatori relativi all'anno 2012

	$\Delta T.O. < 0.7$	$\Delta T.O. > 1.3$	$0.7 < \Delta T.O. < 0.9$	$1.1 < \Delta T.O. < 1.3$	T.O. stabile
<i>EBITDA</i>	89.57	79.34	181.78	241.41	166.91
<i>Crescita media</i>	0.035	0.030	0.070	0.070	0.020
<i>ROI</i>	16.01	4.03	13.94	7.58	7.84
<i>ROS</i>	2.84	4.55	4.31	4.36	3.95
<i>ROA</i>	4.63	2.11	5.49	3.50	3.58
<i>ROE</i>	13.41	1.96	12.56	2.03	4.54
<i>Oneri/Proventi fin.</i>	39.05	19.30	46.57	26.36	26.83
<i>Dipendenti</i>	14	12	20	16	18
<i>Ricavi pro capite</i>	112 055	83 690	152 810	130 400	124 600
<i>Valore aggiunto pro capite</i>	33 230	35 120	46 390	39 905	34 900
<i>Rendimento dipendenti</i>	5.11	3.52	4.67	3.77	4.98

<i>Flusso di cassa di gestione</i>	62.11	51.27	125.76	120.66	168.48
<i>Margine di struttura</i>	24.14	-46.35	-3.77	-289.62	10.85
<i>Posizione finanziaria netta</i>	-116.50	153 042	89 627	693 534	137 463

Tabella IV.4 – Indicatori relativi all'anno 2019

	$\Delta T.O. < 0.7$	$\Delta T.O. > 1.3$	$0.7 < \Delta T.O. < 0.9$	$1.1 < \Delta T.O. < 1.3$	T.O. stabile
<i>EBITDA</i>	330.83	242.03	477.14	513.92	361.81
<i>Crescita media</i>	0.94	0.94	0.85	0.92	0.86
<i>ROI</i>	10.66	8.89	9.97	9.07	7.87
<i>ROS</i>	6.16	3.26	5.30	4.31	4.62
<i>ROA</i>	7.78	4.31	6.91	5.33	4.53
<i>ROE</i>	20.52	12.59	21.85	13.40	10.94
<i>Oneri/Proventi fin.</i>	60.90	55.51	70.66	63.4	59.45

<i>Dipendenti</i>	23	20	24	23	32
<i>Ricavi pro capite</i>	148 650	167 715	200 580	230 480	151 070
<i>Valore aggiunto pro capite</i>	48 695	50 380	58 420	58 965	51 620
<i>Rendimento dipendenti</i>	4.19	4.16	4.46	4.90	4.30
<i>Flusso di cassa di gestione</i>	211.12	174.25	317.58	439.93	271.69
<i>Margine di struttura</i>	28.39	-64.84	181.30	111.77	108.05
<i>Posizione finanziaria netta</i>	280 080.50	152 056.50	320 207	744 907	482 096

Nelle tabelle appena riportate Δ T.O. sta ad indicare la variazione del turn over del capitale avvenuta tra il periodo di crescita cosiddetta standard e il periodo di alta crescita.

Le colonne su cui si concentrerà maggiormente l'attenzione sono quelle che fanno riferimento alle imprese che hanno osservato variazioni ampie, ossia variazioni di turn over del capitale in aumento o in ribasso maggiori del 30%.

I dati che riguardano variazioni minime, che comprendono i cambiamenti di turn over del capitale in aumento o in ribasso contenuti tra il 10% e il 30%, passano in secondo piano nell'analisi poiché è normale che nel periodo ci siano alcune lievi oscillazioni.

Andando in ordine nell'analisi degli antecedenti dell'alta crescita, troviamo come primo indicatore l'EBITDA, che è una delle principali misure utilizzate per valutare i flussi di cassa delle imprese e lo stato di salute dei conti. È un margine reddituale che misura l'utile di un'azienda prima degli interessi, delle imposte, delle componenti straordinarie, delle tasse, delle svalutazioni, degli ammortamenti ed esprime quindi l'effettivo risultato del business dell'azienda. Questo indice ci consente di verificare se le società in questione riescono a realizzare profitti positivi dalla gestione ordinaria ed è per questo che è importante che assuma un valore in euro positivo.

Nella tabella il valore dell'EBITDA è espresso in migliaia di euro e da una prima osservazione si può facilmente notare che il valore mediano assume per ogni categoria di imprese un valore positivo. Nel dettaglio si osserva che le imprese che avevano in partenza un valore più basso dell'EBITDA sono quelle che hanno poi cambiato maggiormente il turn over del capitale, cercando di ottenere una spinta maggiore alla crescita, mentre le imprese che avevano alti valori in partenza hanno poi registrato variazioni nulle o minime di turn over del capitale. La spiegazione che si può dare a questo fenomeno è che le imprese che

hanno realizzato migliori profitti dalla gestione ordinaria non abbiano poi voluto cambiare modello di business alla ricerca di una migliore prestazione; invece le imprese con profitti provenienti dalla gestione ordinaria più bassi hanno avuto, proprio per questo motivo, interesse nel modificare il loro modello di business per ottenere una performance migliore.

Il secondo indice che troviamo della tabella riguarda la crescita media del periodo che va dal 2012 al 2015, ossia il periodo della crescita standard. Questi valori mostrano che, nonostante il miglior andamento della gestione ordinaria, le imprese che hanno avuto variazioni nulle di turn over del capitale sono quelle che hanno registrato un tasso di crescita standard minore, che si aggira attorno al 2% annuo. Le imprese che hanno cambiato il tasso di rotazione del capitale moderatamente sono invece le stesse che registrano un tasso di crescita medio più elevato, a conferma di quanto detto pocca sopra. In linea generale, quindi, le imprese con tassi di crescita standard maggiori non sono andate alla ricerca di una performance migliore cambiando modello di business, diventando imprese ad alta crescita senza compiere azioni specifiche.

All'interno della tabella sono poi riportati anche i più importanti indici di redditività: il ROI, il ROS, il ROA e il ROE.

Questi indici di redditività sono tutti espressi in percentuale e misurano la capacità di un'impresa di generare valore e produrre reddito.

Il ROI rappresenta la redditività della gestione caratteristica, rispetto all'intero finanziamento aziendale, ovvero la redditività del capitale investito.

Il ROS esprime la relazione tra reddito operativo e fatturato, ponendo in evidenza la redditività unitaria dell'impresa.

Il ROA è un indicatore di redditività degli investimenti, che allarga il campo di analisi al totale dell'attivo, permettendo in tal modo di misurare la redditività del capitale complessivo dell'azienda.

Infine, il ROE rappresenta la redditività della gestione aziendale rispetto al capitale investito dai soci, ossia la redditività del capitale netto. Esprime quindi la redditività della gestione aziendale nel suo complesso, in termini di rendimento percentuale annuo per gli azionisti a fronte del loro investimento a titolo di capitale di rischio. Tale indice valuta la redditività ottenuta dai soci in termini di utile prodotto, senza considerare le quotazioni di borsa.

Non tutti questi indici sono in grado di fornirci spiegazioni o spunti di riflessione interessanti, quindi di seguito verranno osservati solo quelli ritenuti maggiormente significativi.

Osservando il ROS, notiamo che le imprese che hanno aumentato in maniera importante il turn over di capitale sono quelle che in partenza erano più solide dal punto di vista delle vendite ³⁰ e viceversa le imprese che hanno

³⁰ Considerando che il tasso di rotazione è costruito come rapporto del fatturato sull'attivo, quindi se questo tasso cresce significa che le imprese fanno più fatturato per attivo.

diminuito il turn over di capitale. Le imprese che hanno inizialmente un alto ROS (4.55 %) sono quelle alle quali si associa un maggior valore del tasso di turn over. Questo è una conferma di ciò che ci aspettavamo perché un alto valore del ROS indica che sono ben posizionate sul mercato, ovvero che il prodotto venduto da tali imprese ha un livello di remuneratività significativo e quindi aumentano i fatturati.

La letteratura ci fornisce cause particolari per l'alta crescita, come la struttura manageriale, come la situazione specifica dell'impresa e tanto altro, mentre la spiegazione data poco sopra ci fornisce una lettura legata al posizionamento del prodotto.

Tale risultato ci dice che le imprese che avevano sin dalla partenza un buon posizionamento di prodotto ³¹, ossia un ottimo mark-up ³², sono quelle che sono riuscite negli anni a venire a crescere di più. Questo risultato può sembrare a primo impatto una tautologia, però ciò che si nota è che le imprese cresciute di più sono quelle che ex-ante godevano di un buon posizionamento di mercato.

³¹ Il ROS è in pratica il posizionamento di prodotto nel mercato, considerando che la maggior parte di queste imprese sono monoprodotto.

³² Il mark-up viene utilizzato per definire il prezzo di vendita di un prodotto, considerando il costo per la sua produzione e il margine di profitto desiderato. L'importanza del mark-up risiede nella possibilità di aiutare la società a determinare un prezzo sufficiente a generare un margine di profitto soddisfacente.

Per il ROE non possiamo seguire lo stesso ragionamento perché tale indicatore è abbastanza difficile da definire, avendo al suo interno utili e capitale, ed è fin troppo variabile per questo tipo di imprese: infatti non ci soffermeremo con l'analisi su questo indicatore in quanto non sarebbe in grado di fornirci spiegazioni soddisfacenti.

L'indicatore successivo, ossia l'incidenza degli oneri sui proventi finanziari, rappresenta l'assorbimento dei proventi dagli oneri finanziari ed in questa tabella lo troviamo espresso in percentuale. Più questo valore è elevato e maggiore è la debolezza finanziaria dell'azienda. Dai dati della tabella notiamo che le imprese finanziariamente più solide, ovvero quelle che avevano un rapporto oneri su proventi finanziari pari al 19.3%, sono le stesse che hanno effettuato una variazione di turn over del capitale a rialzo, dando così una spinta all'alta crescita in positivo. Viceversa, le imprese meno solide finanziariamente, ossia quelle con il rapporto in questione che si aggira attorno al 39%, hanno effettuato un cambio al modello di business variando il turn over del capitale in negativo.

I dati che si riferiscono ai dipendenti sono fin troppo ovvi: le imprese che non hanno variato modello di business avevano un numero di dipendenti più elevato (circa 18) mentre le imprese che hanno variato il turn over del capitale (a rialzo o a ribasso) avevano un numero di dipendenti sensibilmente inferiore. Il fatto di avere pochi dipendenti può aver innescato la necessità di un cambiamento al modello di business, che ha portato poi queste imprese all'alta crescita, inoltre

il fatto di avere pochi dipendenti rende tali imprese più dinamiche e idonee al cambiamento.

Il ragionamento fatto per il numero dei dipendenti si ricollega al dato dei ricavi pro capite: infatti le imprese che non hanno variato il turn over del capitale hanno un valore più alto, mentre le imprese che hanno effettuato modifiche hanno dei ricavi pro capite inferiori. Questo avviene perché queste ultime imprese erano quelle con meno dipendenti, quindi essendo mediamente più piccole delle altre è normale che siano anche più dinamiche, quindi disposte ad un cambiamento di modello di business che le porterà poi a diventare ad alta crescita.

Il valore aggiunto pro capite consente di valutare la produttività del lavoro all'interno di un'impresa, cioè misura la capacità del lavoro di creare nuovi beni o servizi disponibili per impieghi finali. Questo indicatore è molto sensibile alle oscillazioni della consistenza dei dipendenti: la diminuzione del valore pro capite può essere imputata all'aumento in misura maggiore dei dipendenti rispetto all'incremento del valore aggiunto; viceversa una diminuzione del numero di dipendenti porta ad un aumento della produttività anche in presenza di incrementi del valore aggiunto poco consistenti.

I dati all'intero della tabella riguardanti il valore aggiunto pro capite confermano quanto detto in precedenza: infatti le imprese che hanno deciso di non variare turn over di capitale sono le stesse che avevano un numero di dipendenti

più elevato con valore aggiunto mediamente uguale a quello delle imprese che hanno deciso di cambiare modello di business.

Inoltre il rendimento dei dipendenti nel periodo iniziale risulta generalmente più alto per le imprese con turn over stabile e ciò va di pari passo con i ricavi pro capite: per le stesse ragioni maggiore sarà il rendimento dei dipendenti e maggiore sarà il ricavo pro capite.

Tra gli ultimi indicatori troviamo il flusso di cassa di gestione, che nasce dalla dinamica delle operazioni che avranno un carattere ricorrente nella produzione caratteristica e nelle attività accessorie durante l'anno di budget. In senso stretto può essere visto come la variazione intervenuta nelle liquidità immediate aziendali per effetto della gestione. Questo indice può assumere valore positivo o valore negativo: nel primo caso rappresenta la disponibilità ottenuta dall'azienda nel periodo di gestione considerato, nel secondo caso indica invece che la gestione ha dato luogo ad un assorbimento di mezzi finanziari.

Questo valore è nettamente superiore per le imprese che hanno mantenuto lo stesso modello di business negli anni, il che sta a significare che queste imprese sono in grado di ottenere una disponibilità dalla gestione maggiore. In sostanza tali imprese sono più stabili economicamente e proprio per questo motivo non necessitano di un cambiamento per dare avvio alla loro crescita.

Dati gli antecedenti dell'alta crescita ci si aspetta che si muovano maggiormente le imprese che sono meglio posizionate sul mercato, ossia quelle

che hanno aumentato più del 30% il turn over del capitale. Ciò che andremo a verificare è come stanno andando dal punto di vista soprattutto del ROS le imprese che hanno avuto un cambiamento di turn over superiore al 30%. Se queste mantengono un differenziale (ovvero la differenza di ROS tra le imprese che hanno variazione di turn over inferiore a 0.7 e quelle che hanno una variazione superiore allo 1.3) positivo ³³ significa che mantengono l'alta crescita, se invece il differenziale si attenua significa che c'è la cosiddetta *mean reversion*, ossia il ritorno alla media. Nel dettaglio questo fenomeno viene inteso come la tendenza di un indicatore ad essere attratto verso il valore medio di lungo periodo.

Questo accade perché le imprese che andavano male correggono in modo da tornare su sentieri di crescita buoni mentre quelle che andavano particolarmente bene vengono frenate dalla concorrenza.

Andando ora ad analizzare la tabella con il valore mediano degli indicatori al 2019, ossia dopo il periodo di alta crescita, cerchiamo di capire quali sono stati gli effetti di questo periodo ³⁴.

Proseguendo con ordine, il primo indicatore che osserviamo è l'EBITDA che per tutte le categorie di imprese (sia quelle che hanno variato modello di business sia quelle che sono rimaste stabili) assume un valore positivo: questa

³³ Valore del ROS che passa da 4.55, per variazioni di turn over di capitale superiori allo 1.3, a 2.84, per variazioni inferiori allo 0.7.

³⁴ Periodo che comprende gli anni di crescita straordinaria, che vanno dal 2016 al 2019.

informazione non desta però particolare stupore, basti pensare che assumeva valore positivo anche prima dell'alta crescita. Ciò che forse ci stupisce positivamente sono i valori che assume, infatti tutte le imprese del campione, indipendentemente dal loro cambiamento o meno del modello di business, mostrano un'EBITDA molto più elevato. In alcuni casi questo valore è più che triplicato ³⁵, come nel caso delle imprese che hanno variato il turn over di capitale, mentre negli altri casi è raddoppiato abbondantemente. Questi valori sembrano però equilibrati tra le varie categorie di imprese, mantenendosi comunque attorno ad un valore di EBITDA pari a 300 migliaia di euro circa, come per effetto di una *mean reversion*. In sostanza, nel periodo iniziale (2012) i valori erano disallineati, successivamente nel corso degli anni le imprese più problematiche si sono corrette e a causa anche del cambiamento del modello di business sono riuscite a posizionarsi su sentieri di crescita buoni, con una redditività operativa che si avvicina molto a quella delle imprese già ben posizionate in partenza.

Osservando nella riga successiva della tabella si nota invece la crescita media: i risultati mostrano che dal 2012 al 2019 la crescita ha subito un aumento smisurato, passando da valori estremamente bassi (come per il caso delle imprese con turn over del capitale stabile, pari allo 0.2%) a valori decisamente più elevati,

³⁵ Nel caso di variazione a rialzo del turn over di capitale il valore è passato da 87.57 a 330.83 e nel caso di variazione a ribasso del turn over di capitale da 79.34 a 242.03 (migliaia di euro.)

che si attestano mediamente attorno al 90%. Considerando che nel periodo di crescita standard il tasso medio di crescita era pari al 39% e nel periodo di alta crescita era pari al 97%, questi dati ci stanno dicendo che il primo anno considerato ha portato ad una crescita inferiore alla media di periodo, che è andata via via ad aumentare ³⁶ nel periodo che va dal 2012 al 2015 per poi esplodere nel periodo di alta crescita. Questa evidenza era alquanto prevedibile, ma in aggiunta osserviamo che nel 2019 la crescita media è inferiore alla crescita media del periodo considerato di *high-growth*: tale informazione, unita ad altre già emerse nel corso dei capitoli scorsi, è la conferma che il picco di alta crescita è difficilmente sostenibile e nel giro di pochi anni la crescita ritorna gradualmente a livelli più stabili.

Proseguendo l'analisi degli indicatori post-alta crescita, il più rilevante tra gli indici di redditività è sicuramente il ROS: l'andamento di questo valore relativo alle varie categorie di imprese è opposto se guardiamo l'inizio del periodo di osservazione o la fine. Come in parte ci aspettavamo, il differenziale tra il ROS delle imprese che aumentano turn over di capitale e il ROS delle imprese che lo diminuiscono diventa negativo: a fine periodo infatti le imprese che erano inizialmente ben posizionate sul mercato (ossia le stesse che hanno effettuato un cambiamento a rialzo di turn over) cedono il posto alle imprese che in un primo

³⁶ Questo perché, come già sottolineato, in media la crescita annua tra il 2012 e 2015 era pari al 39%.

momento avevano maggiori difficoltà a livello di posizionamento di prodotto. Tale inversione è sintomo della cosiddetta *mean reversion*, quindi la concorrenza frena le imprese meglio posizionate inizialmente lasciando ampio spazio di recupero alle altre. Le imprese che invece hanno mantenuto lo stesso modello di business, senza variazioni di turn over di capitale, non variano di molto il valore di ROS, mantenendosi in entrambi i casi (2012 e 2019) ad un livello intermedio tra le imprese che variano a rialzo e quelle che variano a ribasso.

Per quanto riguarda gli indici come il ROI, il ROA e il ROE questi non erano stati presi in considerazione nel periodo iniziale perché non fornivano soddisfacenti spiegazioni e la stessa cosa si ripropone a fine periodo. Alla fine del periodo considerato questi indici risultano tutti più elevati, il che sta ad indicare un aumento della capacità delle imprese di generare valore e produrre reddito.

Questi indici, nonostante l'aumento, mantengono però lo stesso andamento tra il pre e il post crescita: risultano in entrambi i periodi più elevati per le imprese che hanno deciso di effettuare una variazione di turn over di capitale a ribasso, mentre si registrano valori più bassi per le imprese che hanno attuato una variazione di turn over di capitale a rialzo.

La motivazione della poca variabilità di questi indici di redditività probabilmente è da ricercare nei dati scaricati dal database AIDA poiché per molte imprese tali valori non erano disponibili e ciò non ha permesso di cogliere a

pieno le varie sfumature dell'andamento del ROI, ROA e ROE, causando dunque uniformità di valori.

Successivamente, un altro indicatore da prendere in considerazione è l'incidenza degli oneri sui proventi finanziari: tale valore alla fine del periodo di alta crescita risulta notevolmente più alto, ad indicare una maggiore debolezza finanziaria delle imprese. L'accrescimento di questo indicatore è rappresentativo di un aumento di fabbisogno di capitale, che si lega nella maggior parte dei casi ai processi crescita aziendale. Ulteriore osservazione riguarda le imprese che hanno modificato il modello di business con una variazione di turn over di capitale a ribasso: queste società a fine periodo si aggiudicano il miglior posizionamento sul mercato ³⁷ e contemporaneamente sono le stesse che hanno valore più elevato di incidenza degli oneri su proventi finanziari. Ciò accade perché queste imprese per correggersi ed intraprendere un percorso di alta crescita hanno necessità di finanziamenti consistenti in quanto in partenza avevano un posizionamento di mercato più sfavorevole ³⁸.

Per quanto riguarda i dipendenti si osserva che con l'alta crescita il numero è aumentato: le imprese che non hanno variato modello di business mantengono comunque il primato del numero dei dipendenti. Il resto delle imprese, ossia

³⁷ Si parla di miglior posizionamento sul mercato poiché il valore del ROS nel 2019 è pari al 6.16%, che rappresenta il valore più alto assunto dalle varie categorie di imprese.

³⁸ Queste imprese partivano, nel 2012, con un valore del ROS estremamente basso rispetto alle altre, ossia il 2.84%.

quelle che hanno variato modello di business (con variazioni a rialzo o a ribasso di turn over di capitale), hanno anch'esse aumentato il numero dei dipendenti, mantenendo però una struttura più leggera che, come già anticipato, risulta essere una struttura più dinamica e adatta a sostenere un cambiamento. In linea generale, secondo il criterio degli occupati ³⁹, le imprese del campione in esame si classificano come piccole imprese: tale classificazione rimane invariata, sia considerando l'inizio del periodo in questione (2012) sia considerando la fine del periodo di alta crescita (2019).

Andando poi ad analizzare i ricavi pro capite notiamo un segnale molto positivo: tutte le imprese delle varie categorie hanno ottenuto un aumento e la cosa più sorprendente il sentiero di crescita percorso dalle imprese che hanno deciso di variare turn over del capitale a rialzo. Tali imprese, infatti, ad inizio periodo, ossia nel 2012, presentavano il valore più basso di ricavi pro capite rispetto alle altre imprese del campione (83 690 euro), mentre successivamente nel 2019 presentano un valore che è tra i massimi rispetto alle altre categorie di imprese (167 715 euro), nonostante la concorrenza le abbia frenate dal punto di vista del posizionamento di mercato. Un aumento dell'indice dei ricavi pro capite evidenzia senza dubbio una maggiore efficienza dell'azienda con un abbassamento

³⁹ Il criterio degli occupati classifica le imprese in micro imprese (meno di 10 dipendenti), piccole imprese (meno di 50 dipendenti) e medie imprese (meno di 250 dipendenti).

del *break even point* ⁴⁰, quindi è un indicatore di buona salute dell'azienda stessa. Nonostante l'aumento dei dipendenti, anche il valore aggiunto pro capite aumenta, il che significa che a livello generale le imprese hanno ottenuto un aumento di valore aggiunto: in percentuale tale aumento è equivalente per le varie categorie di imprese ed è pari a circa il 45%.

Dai dati appena esaminati possiamo calcolare il ricavo totale medio delle imprese e il loro valore aggiunto medio (moltiplicando il valore mediano dei ricavi e del valore aggiunto procapite per il numero di dipendenti), sia per il 2012 sia per il 2019, osservando anche il tasso di crescita relativo.

La *tabella IV.5* e la *tabella IV.6* mostrano il risultato dei calcoli sopra descritti.

Tabella IV.5 – Ricavi totali per le varie categorie di imprese

	$\Delta T.O. < 0.7$	$\Delta T.O. > 1.3$	$0.7 < \Delta T.O. < 0.9$	$1.1 < \Delta T.O. < 1.3$	T.O. stabile
2012	1 568 770	1 004 280	3 056 200	2 086 400	2 242 800
2019	3 418 950	3 354 300	4 813 920	5 301 040	4 834 240
Tasso di crescita	117.9%	234.0%	57.5%	154.1%	115.5%

⁴⁰ Il break even point in economia rappresenta il punto di pareggio, un valore che indica la quantità di prodotto venduto necessaria a coprire i costi precedentemente sostenuti, al fine di chiudere il periodo di riferimento senza profitti né perdite.

Tabella IV.6 – Valore aggiunto per le varie categorie di imprese

	$\Delta T.O. < 0.7$	$\Delta T.O. > 1.3$	$0.7 < \Delta T.O. < 0.9$	$1.1 < \Delta T.O. < 1.3$	T.O. stabile
2012	465 220	421 440	927 800	638 480	628 200
2019	1 119 985	1 007 600	1 402 080	1 356 195	1 651 840
Tasso di crescita	140.7%	139.1%	51.1%	112.4%	162.9%

Questi dati ci mostrano che, per quello che riguarda il ricavo, le imprese meglio posizionate sul mercato ad inizio periodo (2012) sono quelle che sono riuscite a crescere maggiormente: dato confermato anche dal rendimento dei dipendenti. Infatti, osservando la *tabella IV.4* si nota che il rendimento dei dipendenti nel 2019 è diminuito per tutte le categorie di imprese, tranne per le imprese che hanno variato a rialzo il turn over di capitale (in questo caso il rendimento è passato da un valore pari a 3.52 nel 2012 ad un valore di 4.16 nel 2019). Queste stesse imprese, nonostante il fenomeno del ritorno verso il valore medio, che le ha portate ad avere un posizionamento di mercato inferiore rispetto alle altre, sono state in grado di ottenere una crescita dei ricavi sorprendente. Inoltre tali imprese al 2019 contano mediamente un numero di dipendenti minore in relazione alle altre imprese del campione, che però risultano essere dipendenti

altamente redditizi: questo perché uno dei driver dell'alta crescita è proprio la formazione e la motivazione dei dipendenti.

In aggiunta la *tabella IV.5* conferma una delle ipotesi iniziali, ossia che l'alta crescita si associa con risultati migliori a imprese che hanno cambiato il modello di business.

Osservando con maggiore attenzione la *tabella IV.6* si nota che il tasso di crescita del valore aggiunto più alto è stato conseguito dalle imprese con modello di business invariato, che vantavano però di un numero di dipendenti superiore rispetto alle altre categorie di imprese, nonostante il loro rendimento rispetto al 2012 sia diminuito.

Tornando all'analisi della *tabella IV.4*, contenente i dati della fine del periodo di alta crescita, osserviamo che il flusso di cassa di gestione è aumentato notevolmente, in alcuni casi addirittura è triplicato, che sta a significare un aumento rilevante delle disponibilità ottenute dall'azienda nel periodo di gestione considerato. Sempre per effetto del fenomeno della *mean reversion*, le imprese che avevano un tasso di rotazione del capitale stabile hanno sì aumentato il flusso di cassa di gestione, ma con tassi di crescita sicuramente inferiori, probabilmente frenati dalla concorrenza.

Al termine dell'analisi dei vari indicatori maggiormente rilevanti, ciò che emerge è sicuramente la presenza dell'effetto della *mean reversion*: le imprese che inizialmente erano per certi aspetti svantaggiate riescono a correggersi,

classificandosi come imprese ad alta crescita, e a raggiungere i livelli delle imprese inizialmente più facoltose, mentre queste ultime rallentano la corsa a causa della concorrenza.

Infine, data la domanda di partenza a cui si voleva trovare risposta, ovvero se il cambiamento del modello di business sia o meno un fattore abilitante dell'alta crescita, si può con ragionevole certezza affermare che sicuramente incide sul percorso di crescita delle imprese in quanto seguono strade diverse rispetto alle imprese con modello di business stabile. Il loro percorso è infatti più dinamico e altalenante, caratteristica tipica delle *high-growth firms*, mentre le imprese che non hanno subito variazioni di modello di business sembrano essere più stabili e ben piazzate sin dall'inizio, nonostante siano anch'esse imprese ad alta crescita.

CONCLUSIONI

Questa trattazione si è posta l'obiettivo, dopo aver descritto le caratteristiche tipiche delle imprese ad alta crescita, di trovare un modello di valutazione idoneo per tali imprese, di capire se era giusto associare un valore così elevato alle cosiddette *high-growth firms* e infine di comprendere quali sono le premesse che spingono all'alta crescita.

A sostegno di questo lavoro viene preso un campione di 456 imprese marchigiane, rientranti nella definizione di imprese ad alta crescita definita dall'OCSE.

Al termine della mia esposizione, una delle prime osservazioni che emergono riguarda la valutazione di queste imprese: nonostante in media le imprese del campione abbiano una valutazione finale pari a circa il 350% del loro attivo, tale valutazione non trova però riscontro nei rendimenti. Infatti rendimento e crescita non seguono lo stesso andamento, risultando il primo più contenuto rispetto al secondo per i motivi descritti nei capitoli precedenti.

Successivamente, partendo dalla scomposizione dell'indicatore ROI, si è analizzato il cambiamento di modello di business come potenziale fattore di alta crescita. Questo ha permesso di suddividere le imprese del campione di partenza in base al cambiamento effettuato, operazione utile per studiare gli antecedenti e

gli effetti dell'alta crescita grazie a numerosi indicatori di produttività, redditività e finanziari.

L'esito di questa analisi dettagliata ha permesso di concludere che, nonostante il tasso di crescita *high-growth* rapportato al tasso di crescita ordinario ci suggerisca un rendimento in eccesso alquanto forte, in realtà il tasso di rendimento non ricalca il tasso di crescita delle imprese.

Questo è riconducibile al fatto che i periodi di alta crescita nelle imprese sono periodi straordinari che hanno una durata circoscritta, superati la quale le imprese tornano a percorsi di sviluppo più contenuti. In sostanza quindi, come la letteratura ci indica, la crescita esplose per un periodo limitato di tempo, mentre i rendimenti mantengono un andamento piuttosto lineare con un leggero rialzo nel periodo di alta crescita.

Analizzando poi gli antecedenti e gli effetti dell'alta crescita, ciò che emerge è sicuramente la presenza dell'effetto della *mean reversion*. Infatti le imprese che inizialmente erano per certi aspetti svantaggiate riescono a correggersi, classificandosi in ogni caso come imprese ad alta crescita, e a raggiungere i livelli delle imprese inizialmente meglio posizionate, mentre queste ultime decelerano a causa della concorrenza.

Infine, dato che si voleva arrivare a capire se il cambiamento del modello di business fosse un fattore abilitante dell'alta crescita, si può concludere che sicuramente incide sul percorso di crescita delle imprese in quanto seguono strade

diverse rispetto alle imprese con modello di business stabile. Il percorso che seguono le imprese che decidono di variare il modello di business è tipico delle imprese del loro genere, è dinamico e mutevole, mentre le imprese che non hanno subito variazioni di modello di business sembrano essere più stabili e ben piazzate sin dall'inizio.

APPENDICE

	<i>CODICE FISCALE</i>	<i>DIPENDENTI 2019</i>	<i>RICAVI (migl EUR) 2019</i>	<i>TASSO DI CRESCITA (high growth)</i>	<i>ROS 2019</i>	<i>ROI 2019</i>
1	01035310414	1.382	251 829	129%	-2,18	-0,50
2	02262550441	625	110 901	875%	-2,99	
3	3038761205	350	44 091	95%	3,33	8,91
4	01469410417	324	81 383	72%	8,89	19,91
5	02121020412	320	66 419	101%	1,17	9,65
6	00686250424	312	95 646	63%	15,48	20,15
7	00474850419	305	9 920	185%	0,60	1,48
8	01412920439	252	18 601	62%	2,81	3,82
9	00660160433	248	111 285	67%	11,56	16,49
10	01624020440	233	65 664	63%	12,53	20,60
11	02000400412	197	62 876	359%	13,15	
12	01124630417	178	31 896	127%	6,16	11,84
13	00096960430	161	30 448	93%		
14	02141950416	156	5 386	66%	-10,79	
15	01046640411	150	24 775	108%	9,63	16,56
16	02284770449	138	28 913	271%	1,04	2,13
17	00940570435	136	103 001	109%	1,95	6,07
18	02719520427	135	4 080	499%	1,09	
19	01372130425	132	26 204	135%	16,03	
20	01357320413	123	32 865	155%	3,87	11,07
21	02485230417	122	5 758	67%	2,69	
22	01578140442	121	17 179	87%	16,20	
23	02615840424	119	3 404	95%	-2,25	
24	01349510436	117	22 465	78%	6,00	7,16
25	02665540429	116	5 657	162%	0,68	
26	00141120410	113	23 990	96%		
27	01505120442	111	157 518	91%	4,32	13,46
28	00138830435	108	27 948	63%	4,05	13,17
29	02545940419	106	28 787	67%	16,33	
30	02440640429	106	18 155	173%	-2,41	
31	02560400422	103	1 790	122%	4,36	
32	02551210426	102	13 557	61%	8,20	10,32
33	01422550424	102	5 886	440%		
34	02581800428	96	6 269	81%	2,23	10,13
35	01458420419	91	26 821	64%	23,55	27,10
36	02650150424	91	11 419	145%	1,72	9,97

37	02311730424	90	25 585	242%	3,25	13,30
38	00113180434	87	18 997	77%	4,62	5,95
39	02592140418	86	499	64%	0,53	
40	01422460434	85	160 047	162%	1,59	11,56
41	00149200438	78	42 779	64%	5,88	13,06
42	02677090421	78	2 937	509%	18,05	
43	01298900414	77	18 602	62%	12,41	27,35
44	01217550423	72	17 180	88%	0,76	3,89
45	01399400447	72	11 541	112%	4,08	7,07
46	02617220427	71	6 635	424%	2,83	
47	01569310426	70	12 118	63%	28,09	
48	01926160431	69	27 912	735%	11,54	22,18
49	02489800421	67	13 678	78%	-2,26	-2,40
50	02039540410	67	11 699	66%	2,66	4,30
51	01795210432	66	13 291	240%	22,91	21,56
52	02572580419	65	11 838	308%	1,46	6,72
53	02277660441	65	853	224%	1,23	4,66
54	01518000433	64	12 228	69%	6,64	12,17
55	01443900434	64	8 313	63%	21,10	29,90
56	02187800426	64	8 152	62%	3,00	8,74
57	01342930417	63	12 299	72%	5,72	10,63
58	01989560444	63	5 694	199%		
59	02274770441	63	1 803	342%	0,81	
60	01807830441	63	1 349	138%	3,03	18,97
61	00743570442	61	20 063	128%	2,17	4,51
62	02229420415	60	59 112	540%	3,07	
63	02286650441	60	11 158	908%	7,27	7,58
64	02284130446	60	2 414	278%	0,25	
65	01519900425	59	12 245	92%	1,88	3,07
66	02717650424	59	6 634	822%	4,24	12,47
67	00499730422	59	533	63%	2,71	20,17
68	01058150440	58	38 805	131%	-1,22	-11,73
69	02277670440	58	745	111%	0,94	
70	01342360433	57	9 121	162%	28,54	
71	00839100435	55	9 517	133%	12,94	
72	02716990425	55	1 582	309%	1,89	
73	02355980414	54	5 048	97%	5,10	13,41
74	01746920436	53	8 636	98%	2,23	
75	02071990424	53	3 891	61%	4,31	3,66
76	02647810429	52	12 746	85%	-1,54	
77	01419180425	52	10 536	84%	2,25	7,81
78	01847910435	52	1 961	76%	0,04	
79	01267810420	51	6 109	72%	5,72	4,41

80	02352550426	50	7 933	65%	0,45	
81	01836210433	50	3 712	107%	2,42	26,31
82	00147670434	48	9 766	66%	3,80	6,36
83	01282960440	48	6 889	80%	10,86	24,09
84	01229030422	47	8 098	62%	3,08	4,82
85	01881170680	47	4 584	160%	8,29	
86	01511430421	46	14 205	121%	6,25	15,78
87	02091750428	46	5 905	69%	5,97	
88	02490580418	46	5 625	193%	4,16	
89	02274180419	45	14 180	79%	5,25	20,45
90	01821660444	45	13 126	128%	28,46	
91	02217380423	44	6 108	74%	6,98	9,63
92	00173880410	43	7 883	96%	1,01	1,54
93	01241490430	42	13 674	151%	6,44	18,33
94	01886000403	42	4 999	449%	-0,03	-0,70
95	01421190420	42	149	174%	-0,35	
96	02030980425	41	14 328	104%	4,17	10,51
97	03561910286	41	11 782	149%	16,22	
98	02595240421	41	4 978	68%	1,95	27,21
99	00082980434	41	4 858	119%	5,72	8,13
100	02554430419	41	1 705	111%	3,90	26,80
101	02278170440	41	537	410%	6,97	
102	01878390432	40	14 346	310%	2,70	6,57
103	02189400423	40	8 372	74%	4,83	19,73
104	01492440415	40	6 951	137%	16,71	
105	00841260417	40	6 835	151%	16,09	
106	01891610444	40	1 323	68%	6,19	1,42
107	02162070425	39	1 951	77%	11,60	14,95
108	00101330447	38	23 435	117%	3,09	10,46
109	02255470425	38	8 444	93%	23,57	
110	02188460444	38	1 217	162%	3,54	
111	01609270432	37	29 829	76%	1,92	8,40
112	00675940415	37	11 470	85%	5,79	11,34
113	02277430415	37	6 922	73%	11,45	
114	00131730434	37	4 423	65%	3,52	7,83
115	02401210410	37	3 146	98%	12,05	19,41
116	02481050421	37	529	79%	6,38	29,70
117	02650440429	36	38 907	112%	4,24	29,18
118	01411340431	36	17 827	76%	2,18	6,07
119	01446600429	36	14 498	240%	1,89	4,63
120	02053370413	36	4 286	141%	13,11	26,57
121	02563620414	36	1 562	226%	1,99	
122	01866750449	35	2 594	78%	8,28	8,88

123	01715020432	35	2 212	92%	1,28	12,23
124	03727570404	35	2 174	88%	-0,07	-0,30
125	01615270434	35	1 877	97%	2,30	7,72
126	02382080410	34	10 147	555%	4,62	
127	01944070448	34	4 140	88%	3,55	6,04
128	00334130432	33	6 432	81%	5,10	8,27
129	01352290421	33	3 554	80%	7,80	4,25
130	01828940435	33	1 543	66%	-0,65	-4,28
131	01450830425	33	1 491	178%	9,02	8,84
132	02229260449	33	1 371	196%	6,22	
133	02068170444	32	10 485	105%	2,79	
134	02151210446	32	4 990	91%	1,10	
135	01386810418	32	4 658	89%	2,83	
136	02418800419	32	4 033	99%	7,67	
137	00154710420	32	3 833	106%	6,02	1,40
138	02638050423	32	2 194	78%	3,21	19,89
139	01868760438	32	657	272%	0,26	7,92
140	00843310426	31	14 658	117%		
141	02564320428	31	3 273	84%	9,73	
142	02340620414	31	1 665	87%	1,64	
143	02621240411	31	894	407%	-14,57	
144	01039210446	30	10 265	147%	14,76	27,58
145	01531770442	30	6 111	112%	5,55	3,69
146	02065150449	30	2 941	62%	8,39	
147	02548710413	30	1 265	166%	2,35	
148	01839750435	29	5 851	497%	5,31	
149	01688220688	29	5 611	117%	2,37	
150	01063150443	29	5 237	86%	11,95	
151	08377420966	29	3 803	213%	4,45	16,07
152	01788580445	29	3 261	82%	11,18	11,46
153	00866860422	29	3 056	108%	3,03	5,20
154	02665130429	29	1 852	513%	16,54	
155	02240850442	28	11 521	123%	5,84	
156	02690480427	28	6 354	150%	2,25	
157	02548160411	28	4 510	65%	1,37	
158	01169900410	28	3 422	69%	7,85	11,95
159	02707120420	28	2 380	67%	4,12	
160	02181920444	28	710	444%	-0,51	
161	02553720414	27	5 026	75%	1,34	
162	02497310413	27	4 533	112%	3,75	
163	01159070430	27	4 524	87%	1,83	9,23
164	02614070411	27	4 161	90%	6,83	22,73
165	01850820448	27	3 248	110%	2,97	13,85

166	02282550447	27	2 536	237%	7,81	10,97
167	02000860425	27	2 282	70%		
168	02528890425	27	2 037	72%	12,93	
169	02617970419	27	2 023	513%	-12,40	
170	00748020427	27	1 990	88%	0,86	8,27
171	00194710422	27	1 683	66%	2,58	
172	00883340424	26	45 121	100%	1,28	6,32
173	01124960442	26	21 031	95%	2,29	6,01
174	02571360417	26	7 056	91%	1,12	
175	02148460419	26	3 234	69%	20,05	
176	01581200423	26	2 520	66%	4,91	
177	02645220423	26	2 473	388%	24,43	
178	02672570427	26	1 166	99%	2,64	
179	01908710435	26	1 115	62%	10,21	
180	02124930443	26	218	110%	18,97	
181	00380060434	25	29 246	109%	3,11	13,56
182	01942840446	25	10 653	115%	25,77	
183	01978600441	25	8 358	86%	7,54	
184	00692590425	25	7 459	60%	10,44	9,22
185	01340370426	25	2 108	65%	5,23	10,46
186	02616190415	25	1 517	588%	3,87	
187	02077210447	25	1 340	122%	3,47	18,95
188	02593150416	25	988	340%	22,99	23,98
189	01793440437	25	908	271%	0,97	
190	00921780425	24	21 397	63%	1,84	8,21
191	02513800413	24	17 683	68%	24,19	
192	01231880426	24	12 242	98%	7,51	
193	01988650444	24	4 328	63%	4,03	25,91
194	02230280444	24	3 419	61%	3,27	8,02
195	01515760443	24	3 137	115%	14,99	
196	00390810448	24	2 657	116%	7,31	8,92
197	01843050434	24	2 636	168%	3,81	
198	01149060434	24	2 252	109%	6,16	23,11
199	01344400419	24	1 911	60%	2,54	4,79
200	02658640426	24	557	72%	2,31	4,02
201	01974310441	24	385	78%	9,58	
202	00642590418	23	26 341	745%	2,99	1,09
203	00346570443	23	8 849	78%	6,08	
204	01145980437	23	7 042	90%	9,27	
205	00387740426	23	5 353	65%	26,33	
206	01640040430	23	3 904	95%	2,60	9,79
207	02067660411	23	3 404	122%	2,48	
208	01866380437	23	3 207	214%	18,21	

209	02172470417	23	613	195%	0,98	13,48
210	02392050429	22	10 753	88%	6,36	
211	01383870431	22	6 080	95%	5,93	
212	01488550417	22	3 508	73%	10,99	
213	01005290414	22	2 909	100%	6,42	
214	02600280412	22	2 402	351%	0,93	
215	01896440433	22	1 027	132%	11,26	
216	01672620448	22	851	75%	1,44	
217	02714670425	22	554	242%	5,42	
218	01562610442	22	495	60%	2,99	
219	02528430412	21	8 331	89%	-6,28	
220	01384070445	21	6 687	170%	6,99	4,33
221	02526260415	21	6 675	68%	7,11	26,19
222	01171760414	21	5 521	75%	15,86	25,61
223	01151500426	21	5 312	65%	2,30	
224	00743190449	21	4 322	73%	8,05	29,36
225	00339810442	21	3 249	120%	1,89	3,97
226	02053240400	21	3 224	86%	3,36	8,74
227	02434830416	21	3 097	111%	6,52	
228	01967530443	21	2 986	129%	1,57	
229	02045240443	21	2 653	85%	12,03	
230	02236960445	21	2 238	87%	10,01	
231	01797380431	21	1 423	94%	0,21	
232	02695290425	21	1 300	62%	3,11	
233	02284870447	21	977	219%	8,53	
234	02701680429	21	792	215%	1,24	7,54
235	02246640425	20	20 884	163%	4,66	23,88
236	02277540429	20	11 274	185%	18,09	
237	00380090431	20	4 652	97%	1,83	7,11
238	01344260433	20	4 456	111%	8,72	9,64
239	02394310417	20	3 990	89%	17,60	29,07
240	01655270435	20	3 421	63%	6,90	20,10
241	02690780420	20	2 384	104%	0,90	
242	00944590447	20	2 270	75%	4,96	
243	02259840441	20	2 126	84%	11,01	
244	02712740428	20	1 013	303%	9,85	
245	01370990416	20	1 007	139%	2,64	20,95
246	02260650441	20	801	78%	15,86	12,77
247	01855110431	19	13 201	366%	0,97	4,57
248	02099140416	19	6 207	142%	6,71	23,15
249	02151920440	19	5 561	88%	10,77	
250	01917310441	19	5 303	86%	9,10	
251	01717440448	19	4 665	74%	8,16	17,90

252	00844330449	19	3 941	293%	5,72	3,42
253	02350050429	19	3 551	87%	2,08	9,19
254	02377360413	19	2 781	137%	2,85	
255	02249930443	19	2 682	72%	0,98	
256	02349280426	19	2 659	323%	3,48	8,84
257	01524500442	19	1 994	69%	15,74	26,54
258	00712900430	19	1 726	65%	4,44	10,80
259	02211740440	19	856	113%	3,20	25,58
260	02194470445	19	646	104%	4,44	
261	02462550423	19	369	258%	12,96	
262	1331250421	19	283	68%	0,33	0,39
263	00967220427	18	56 726	75%	3,58	10,82
264	1870370432	18	13 961	92%	3,46	10,74
265	01693280438	18	12 238	296%	6,22	10,17
266	00028330421	18	9 291	85%	2,03	7,16
267	02077400410	18	4 797	64%	-9,38	-13,16
268	02470000429	18	4 581	71%	3,12	
269	01701030437	18	4 558	89%		
270	01509070429	18	3 828	97%	8,64	24,15
271	00715130423	18	3 695	87%	9,70	15,32
272	02494950419	18	3 294	91%	-8,63	
273	01369170418	18	3 171	64%	3,26	11,30
274	02429830413	18	2 379	68%	6,37	16,85
275	01818840439	18	2 275	115%		
276	02489420428	18	2 174	68%	21,23	
277	00854140670	18	1 802	96%	9,98	26,72
278	00105700447	18	1 518	75%	5,02	7,34
279	02283020440	18	1 302	183%	4,11	
280	02262960442	18	935	90%	3,40	
281	02725850420	18	817	541%	20,30	
282	02286680448	18	805	114%	1,52	
283	02010690440	18	401	444%		-3,54
284	02417480411	18	187	105%		-3,27
285	00248230419	17	13 557	92%	15,07	27,14
286	02554990420	17	8 112	104%	5,53	
287	02278620428	17	6 103	137%	1,58	4,50
288	01907970436	17	5 057	66%	5,27	
289	02073060416	17	4 704	105%	6,38	
290	02155960442	17	4 482	162%	6,82	20,56
291	01210370449	17	4 482	66%	2,86	
292	01991730449	17	3 736	99%	13,43	
293	01421790427	17	3 072	164%	1,65	2,96
294	02614510416	17	1 986	257%	3,98	14,42

295	02654730429	17	1 552	98%	0,82	3,75
296	01920160437	17	1 197	61%	8,57	13,43
297	02539610416	17	1 035	237%	1,62	
298	01868700434	17	1 001	428%	2,87	9,70
299	02701960425	17	945	99%	6,02	
300	02443840422	17	944	60%	11,71	
301	02574810418	17	832	141%	16,36	
302	01576990426	17	786	69%	1,63	
303	00397830415	16	6 683	97%	28,33	
304	02395490424	16	4 771	78%	6,69	15,39
305	02302210410	16	3 876	67%	3,07	13,79
306	00208340422	16	3 818	180%	-46,45	-11,93
307	00419530431	16	3 605	85%	14,58	27,44
308	01022050411	16	2 963	98%	2,97	
309	02433450414	16	2 545	77%	0,42	
310	02356950416	16	2 333	102%	2,49	
311	03294400613	16	2 321	189%	3,90	
312	00810220434	16	2 199	163%	20,05	3,47
313	01906540438	16	2 115	163%	3,27	
314	01457760443	16	1 704	79%	8,43	27,08
315	02533180416	16	1 524	403%	0,38	8,38
316	02568430421	16	1 262	70%	1,42	
317	02273600441	16	954	211%	0,82	
318	02165690443	16	939	82%	5,64	
319	02715000424	16	650	231%	0,42	10,36
320	02391380421	15	8 441	339%	3,92	
321	02616740417	15	5 365	662%	3,71	18,53
322	01208990422	15	2 856	72%	11,23	29,67
323	01046680441	15	2 819	99%	7,22	9,71
324	02612810412	15	2 725	183%	5,21	
325	02311280420	15	2 668	74%	5,71	
326	02617020413	15	2 661	340%	4,64	
327	01961590443	15	2 104	96%	14,29	22,62
328	02082490422	15	1 939	123%	2,78	4,72
329	08017750582	15	1 490	201%	-10,65	-8,17
330	02373040415	15	1 354	75%	13,27	
331	01853100434	15	1 330	155%	4,47	
332	02608050411	15	1 266	111%	7,47	
333	02144870421	15	1 176	61%	4,79	
334	02705240428	15	1 127	433%	2,23	4,61
335	00868990417	15	887	68%	3,46	
336	02254430446	15	257	112%	7,76	
337	02238490441	15	119	528%		

338	00330840422	14	9 997	399%	0,70	1,52
339	01445960410	14	8 996	77%	4,17	11,43
340	00465200418	14	4 375	67%	1,67	10,65
341	02355480423	14	4 356	121%	4,96	13,70
342	01255910448	14	3 872	520%		
343	01734970435	14	3 626	81%	4,58	19,28
344	01437850439	14	3 313	69%	-11,08	
345	01692730441	14	3 149	104%	5,46	
346	01430370435	14	3 054	82%	1,12	2,92
347	02436980425	14	2 668	65%	1,56	5,71
348	02610790418	14	2 152	562%	13,00	
349	01574460430	14	2 110	81%	8,46	19,43
350	02335630428	14	2 048	70%	10,30	
351	02611560414	14	1 837	176%	1,92	11,60
352	02077720411	14	1 677	62%	2,69	
353	02206600427	14	1 614	93%	2,80	3,31
354	02410480418	14	1 373	239%	6,89	7,51
355	02107800449	14	1 368	61%	2,11	
356	01914680432	14	1 253	393%	6,27	28,96
357	02154860445	14	1 031	64%	5,54	20,93
358	02509650426	14	551	105%	1,81	2,24
359	02688440425	14	539	115%	4,36	17,55
360	02716710427	14	262	113%	2,39	
361	01499640421	13	9 951	110%	5,52	
362	02574780413	13	6 351	74%	0,78	5,75
363	01825860446	13	3 672	75%	1,50	5,60
364	02041260429	13	3 667	63%	0,63	0,70
365	02286990441	13	3 505	337%	1,79	
366	00906720446	13	3 272	85%		
367	01293300446	13	3 122	86%	1,45	3,71
368	02610170413	13	2 944	200%	0,84	1,83
369	02262740422	13	2 669	135%		
370	02721510424	13	2 652	381%	10,03	23,48
371	02329870428	13	2 570	74%	8,03	18,96
372	01228200430	13	2 432	147%	4,20	2,22
373	00970400420	13	1 912	61%	6,47	7,54
374	01905960447	13	1 744	140%	19,49	
375	01187300437	13	1 726	85%	29,25	
376	02614700413	13	1 701	655%	5,40	11,95
377	01085650446	13	1 682	87%		
378	01865940439	13	1 486	82%	2,29	28,28
379	02711820429	13	1 403	107%	3,19	10,93
380	01101310421	13	1 402	124%	12,29	8,01

381	02615530413	13	1 336	314%	1,72	6,69
382	02613660410	13	1 182	139%	1,81	
383	02433260425	13	990	120%	5,27	10,66
384	02238910448	13	876	60%	7,88	
385	03221711207	13	793	195%	10,77	
386	02098830447	13	682	61%	4,98	
387	02136110448	13	411	69%	6,76	7,87
388	02334850415	12	6 633	183%	22,62	
389	02249790441	12	5 924	174%	3,49	21,78
390	00190550426	12	5 179	141%	4,38	11,90
391	01313720433	12	4 203	106%	8,35	
392	00792320673	12	4 072	72%	1,60	4,33
393	01452890427	12	2 901	91%	19,63	
394	02554270427	12	2 183	99%	4,48	
395	02615310428	12	2 026	306%	5,96	
396	01158460442	12	1 940	105%	13,76	
397	02105000414	12	1 914	69%	8,99	26,33
398	00984000414	12	1 801	75%	17,65	
399	02084170428	12	1 759	83%	-3,75	
400	02404520419	12	1 048	156%	3,86	6,20
401	02446450427	12	930	351%	0,22	2,44
402	02531780423	12	912	97%	15,28	
403	02002070411	12	871	61%	6,22	16,45
404	01726120445	12	679	104%		
405	02694300423	12	551	74%	2,23	
406	02167230446	12	503	133%	1,67	
407	01895350435	12	496	95%	0,75	3,66
408	01668510447	12	446	142%	12,27	
409	01120280415	11	4 007	93%	4,50	
410	01930750441	11	4 003	188%	8,48	
411	01721960449	11	3 050	73%	1,61	2,42
412	00658420419	11	2 097	60%	3,62	
413	00925530412	11	2 094	238%	4,41	
414	02591560418	11	1 915	98%	6,17	
415	01578590430	11	1 449	65%	5,29	
416	01189130444	11	1 365	113%	7,69	25,89
417	01369040439	11	1 078	91%	21,02	
418	01863720437	11	1 014	80%	1,51	
419	02510420421	11	837	88%	29,49	
420	01834380436	11	813	122%	4,51	
421	02241420443	11	695	157%	2,94	
422	01825390436	11	249	64%	15,25	
423	02287430447	10	4 629	215%	5,59	

424	02531890420	10	2 805	63%	19,13	
425	01129710446	10	2 372	75%	3,02	4,40
426	02414510418	10	2 346	74%	11,95	
427	02480170428	10	1 645	64%	6,81	
428	02439500410	10	1 490	86%	1,43	
429	01543880429	10	1 406	86%	-1,46	-1,39
430	00532990397	10	1 316	64%	2,80	1,62
431	01898020431	10	1 048	91%	0,79	3,28
432	02651060424	10	1 014	81%	4,98	16,24
433	02710110426	10	972	130%	0,26	7,68
434	02207630449	10	360	76%	10,91	25,66
435	01221960428	9	48 623	230%	0,43	6,54
436	00965790413	9	2 687	74%	5,50	9,77
437	00841570435	9	2 403	284%	6,78	
438	01725630444	9	1 857	133%	3,76	5,91
439	01380420446	9	1 501	92%	8,88	13,03
440	02270870443	9	1 067	122%	0,15	
441	02418220428	9	954	64%	5,08	
442	02606840417	9	326	101%	2,74	8,57
443	00481710416	9	204	87%	16,39	
444	00433660446	8	1 297	89%	9,43	18,93
445	01406920429	8	496	130%	6,09	10,50
446	02704560420	7	2 040	62%	0,87	14,47
447	02465350425	7	1 990	63%	-0,45	-1,37
448	02188600445	7	823	75%	3,97	15,55
449	02449520424	7	304	60%	5,05	23,29
450	01679930691	5	6 873	72%	11,09	
451	01778250660	5	3 330	126%	0,62	
452	01771990445	5	2 303	67%	3,10	18,33
453	02127340442	5	2 264	73%	4,16	9,22
454	02686910429	2	34	215%	6,41	28,31
455	02419450420	1	376	686%	-3,45	
456	02289390441	1	171	402%	3,58	

BIBLIOGRAFIA

Bertini S., Faraoni N., Ferraresi T., Mariani M., Rossi E. L., *Understanding fast-growing firms: management practices and learning*, IRPET, 2014.

Bertini S., Ferraresi T., Mariani M., Rossi E. L., *Le imprese ad alta crescita: il ruolo del management e delle capabilities*, IRPET, 2013.

Czarnitzki D., Delanote J., *Young Innovative Companies: the new high-growth firms?*, *Industrial and Corporate Change*, 2012, Volume 22, Numeri 5, pp. 1315–1340.

Damodaran, *The dark side of valuation: Valuing young, distressed and complex business*, FT Press, New Jersey, 2010.

Delmar F., Davidsson P., Gartner W., *Arriving at the high-growth firm*, *Journal of Business Venturing*, 2003, pp. 189-216.

Didier T., Levine R., Montanes R. L., Schmukler S. L., *Capital Market Financing and Firm Growth*, World Bank Group, 2020.

Didier T., Ross R. , Schmukler S. L., *Capital market financing, firm growth, firm size distribution*, NBER working paper series, 2014.

Erdevig E. H., *Small business, big job growth*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1986.

González-Uribe J., Reyes S., *Identifying and boosting “Gazelles”: Evidence from business accelerators*, Journal of Financial Economics, 2021, pp. 260-287.

Guilmi R., Mokhtari B., *The phenomenon of high growth smes (gazelles): a systematic review of literature and implications for further research (Part I)*, International Journal of Economics & Strategic Management of Business Process (ESMB), 2016, pp. 100-124.

Petersen D. R., Ahmad N., *High-growth enterprises and gazelles – preliminary and summary sensitivity analysis*, Eurostat-OECD Manual, 2007.

Petrella G., *Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa*, Ricerche e consulenze per l'economia e la finanza, Milano, 2001.

Serban M., Alexander D., Rui B., *Defining High Growth Firms: Sustainable Growth, Volatility, and Survival*, Druid Society, 2015.

Susi N., *Venture capital, stock exchanges for high-growth firms and business creation: a study of IPOs on the neuer markt and the nuovo mercato*, Quaderni di Finanza CONSOB, 2002.

Szalavetz A., *A dynamic capabilities perspective of high-growth firms: organizational aspects*, International Journal of Management and Economics, 2015.

Zhao M., Dalziel M., Barge B., Walker A., *Characteristics of scale-ups and the impact of scale-up support programmes. A Literature Review*, Nordic Innovation, 2019.