

Ipercrescita nelle PMI in Europa

di *Lucio Cassia, Giorgio Nicola Filardo, Stefano Paleari*

Introduzione

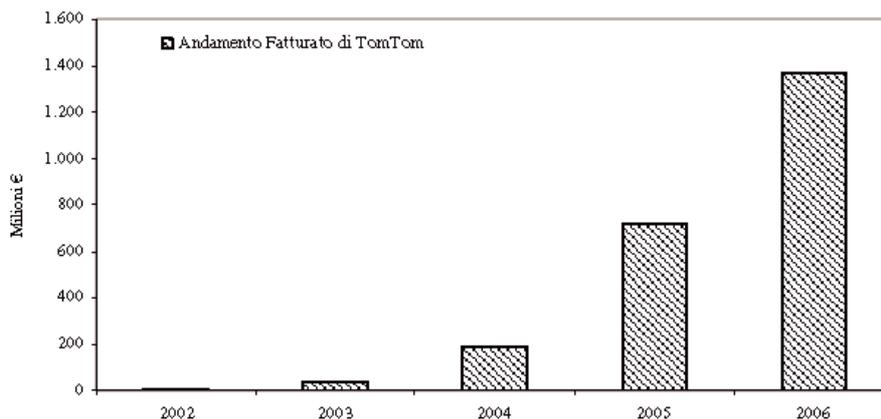
Secondo i modelli di Corporate Life Cycle (CLC) descritti in letteratura, le imprese di norma evolvono seguendo stadi sequenziali simili e strutturati (Miller e Friesen, 1984), iniziando la propria esistenza come giovani, piccole e semplici entità, e diventando col tempo, dopo un percorso di trasformazione prevedibile, organizzazioni di maggiori dimensioni e, in generale, più complesse. Si potrebbe dunque essere portati a pensare che, per la maggior parte delle imprese, il fenomeno della crescita sia rilevante e tale da caratterizzare tutto il corso della vita aziendale. La realtà appare tuttavia diversa. In primo luogo i trend teorizzati dai modelli di CLC devono essere intesi in senso relativo, ovvero un'impresa nella fase di maturità ha assunto in generale dimensioni maggiori rispetto al momento fondativo, ma non necessariamente si è trasformata in una grande impresa. Inoltre dovrebbe essere notato come la maggior parte delle start-up non si avventura in una traiettoria di crescita elevata (Aldrich, 1999; Reynolds e White, 1997; Storey, 1994), come, ad esempio, accade nel caso di attività di natura imitativa in settori maturi, iniziative spesso dedicate a servire mercati locali (Reynolds et al., 2003; Samuelsson, 2001, 2004). Anche qualora le organizzazioni riescano ad espandersi, solo una piccola parte cresce evolvendo in una grande impresa (Acs e Armington, 2006). Peraltro la letteratura imprenditoriale ha già discusso delle organizzazioni che sperimentano bassa crescita o, addirittura, non crescono per nulla (Gimeno et al., 1997; Wiklund et al. 2003).

Accanto ad imprese che sperimentano difficoltà nell'incremento dimensionale e organizzativo, non è tuttavia difficile imbattersi in storie imprenditoriali che, al contrario, mostrano straordinari percorsi di crescita, sviluppandosi da piccole entità a grandi organizzazioni in periodi relativamente brevi. Tra le imprese europee dell'ultimo decennio emerge, ad esempio, TomTom, una società impegnata nel settore dei sistemi di navigazione per autoveicoli, di cui la Figura 1 mostra l'andamento dei ricavi nel periodo compreso tra il 2002 e il 2006.

Studi organizzativi n. 1, 2010 – Sezione saggi e ricerche

Nel 2002 TomTom era un'impresa poco conosciuta che fatturava poco meno di 8 milioni di euro, impiegando 30 persone. Quattro anni più tardi è un marchio conosciuto in tutto il mondo, con ricavi superiori a 1,3 miliardi di euro e oltre 800 dipendenti.

Fig. 1 – Andamento dei ricavi di TomTom



Fonte: Analisi sui report aziendali.

Questo lavoro vuole portare all'attenzione degli studi organizzativi il fenomeno dell'ipercrecita e intende indagare sull'esistenza di una filigrana comune ad imprese di questo tipo, ovvero organizzazioni che sperimentano una crescita di gran lunga superiore rispetto ai settori di appartenenza e in un lasso di tempo limitato. L'obiettivo è quello di fornire indicazioni utili a comprendere il fenomeno e indirizzare le politiche di sostegno alla crescita dell'organizzazione. In particolare questo studio mira ad individuare nel contesto delle piccole-medie imprese le differenze tra le aziende che hanno mostrato una crescita straordinaria (ipercrecita) e quelle che hanno percorso sentieri di crescita più comuni.

Nella sua prima sezione il lavoro prende in considerazione l'aspetto relativo alle dimensioni organizzative che possono favorire i fenomeni di crescita delle imprese. Successivamente è descritta la letteratura di riferimento e la metodologia utilizzata per l'analisi, precisando la fonte dei dati e il processo utilizzato per individuare le imprese ad ipercrecita. Al fine di comprenderne le caratteristiche distintive, la sezione che segue presenta la descrizione delle organizzazioni ad ipercrecita, evidenziando gli aspetti demografici e finanziari. Infine vengono utilizzati modelli probit con lo scopo di chiarire le differenze tra le imprese ad ipercrecita e altre imprese "di controllo", ed identificare quindi le caratteristiche della crescita straordinaria. Le implicazioni dello studio sono discusse nel paragrafo conclusivo.

1. Crescita e dimensioni organizzative

Una componente significativa della ricerca corrente in tema di crescita d'impresa si muove nell'intento di individuare quali siano i fattori che stimolano o limitano lo sviluppo delle organizzazioni. La letteratura scientifica evidenzia come l'azione imprenditoriale assuma, pur attraverso molteplici fattori, un ruolo cruciale e determinante. In particolare l'accezione del concetto d'imprenditorialità, apparsa nel lavoro del primo periodo schumpeteriano e limitata al solo evento creativo del singolo, è oggi estesa al livello organizzativo dell'impresa, perché il fenomeno imprenditoriale si manifesta nello svolgimento innovativo e inusuale delle attività correnti in modo diffuso nell'organizzazione e non attribuibile solo a pochi uomini eccezionali. È l'intera dimensione organizzativa di un'impresa ad essere posta in relazione con la crescita strutturale e di lungo periodo.

Coerentemente a questo aspetto, gli studi evidenziano il coinvolgimento dell'organizzazione nel concetto di orientamento imprenditoriale (*Entrepreneurial Orientation*), nel quale il livello individuale di azione tipica dell'imprenditore si estende al livello organizzativo, individuando le caratteristiche che coinvolgono l'intera impresa. Se dunque per imprenditorialità si interpreta una caratteristica comportamentale di un individuo, un'organizzazione si intende permeata da uno spirito imprenditoriale se i suoi componenti assumono, o hanno l'opportunità di assumere, un comportamento di natura imprenditoriale.

Gli studi di Covin e Slevin (1991) e Lumpkin e Dess (1996) concordano nell'identificare l'innovazione tra le dimensioni organizzative che caratterizzano l'orientamento imprenditoriale alla crescita, in quanto riflette la disposizione dell'organizzazione stessa alla generazione di nuove idee e alla sperimentazione, ovvero allo sviluppo di nuovi prodotti e processi. Durante la fase di start-up l'innovatività asseconda il livello strategico di differenziazione necessario per sostenere la competizione, nonostante le iniziali diseconomie di scala, la minore notorietà e la scarsità di risorse rispetto ai concorrenti già esistenti.

Anche la propensione al rischio emerge come caratteristica di un'organizzazione orientata alla crescita, perché posta in relazione alla disponibilità a impegnare risorse in business nuovi e incerti e alla capacità di gestire l'incertezza ed i rischi correlati sottesi ad ogni azione imprenditoriale. Un'economia senza rischio è un'economia senza imprenditorialità. La scuola di Chicago propone con Knight il concetto di rischio e identifica i profitti come la compensazione dell'assunzione di rischio.

Un'organizzazione che manifesta proattività è coerente con gli obiettivi di crescita, essendo questa indicatore dell'approccio che l'impresa mantiene verso le opportunità di mercato, nell'intraprendere, ad esempio, azioni da *first mover*; si intuiscono i futuri bisogni e desideri dei clienti, introducendo nuovi prodotti e servizi, anticipando in questo i concorrenti.

Per quanto concerne l'effetto sulle performance aziendali, gli studi evidenziano che un'impresa, la cui organizzazione sia caratterizzata da un elevato orientamento imprenditoriale, manifesta crescita più elevata (Zahra, 1991).

Inoltre gli effetti dell'orientamento imprenditoriale tendono ad essere progressivamente più significativi percorrendo il ciclo di vita dell'impresa (Zahra e Covin, 1995), ovvero nel passaggio da uno stadio al successivo, ad esempio tra la fase di crescita e la fase di maturità. Ciò sottolinea la necessità di adottare una prospettiva di lungo periodo nello sviluppare, gestire e valutare l'orientamento imprenditoriale, sostenendo quindi nel tempo le iniziative imprenditoriali al fine di realizzare performance superiori.

In tema di dimensioni organizzative a supporto della crescita, gli studiosi condividono la considerazione che il capitale umano dell'organizzazione costituisce un rilevante asset aziendale; ad esso si fa riferimento in termini di formazione, esperienza lavorativa ed entità delle competenze dei dipendenti. Diversi sono gli elementi che intervengono a sostegno dello stock di capitale umano diffuso nell'azienda, tra i quali vi sono la conoscenza dei compiti, l'attitudine a risolvere i problemi e la capacità di controllare il proprio lavoro; sono considerate rilevanti anche caratteristiche di natura psicologica, quali il senso di appartenenza e la fiducia nelle proprie capacità. Per quanto riguarda l'unità di analisi del capitale umano, molti studi recenti hanno mostrato l'opportunità di muovere l'attenzione, in precedenza posta a livello di singolo individuo, verso l'aggregazione delle caratteristiche di tutto il team manageriale, osservando in particolare il livello di eterogeneità del gruppo. Si rileva che le diversità presenti nel capitale umano del top management sono positivamente relazionabili sia con l'innovazione, sia con la propensione al rischio dell'organizzazione, poiché l'eterogeneità influenza la ricerca di conoscenza e i processi di apprendimento organizzativo. Un capitale umano eterogeneo in termini di formazione ed esperienza incoraggia l'accoglimento di prospettive diverse e favorisce una maggiore creatività nel processo decisionale (Hayton, 2005).

Non va dimenticata la dimensione relativa alla cultura organizzativa, che racchiude i valori, le credenze e i principi sottostanti al sistema di gestione dell'organizzazione; comprende inoltre l'insieme delle pratiche e dei comportamenti manageriali, che, insieme, esemplificano e rafforzano questi principi di base. In quanto espressione non già di un singolo individuo, ma dell'intera organizzazione, non stupisce che la cultura organizzativa si posizioni in un rapporto di reciproca influenza con i fattori dell'orientamento imprenditoriale, in termini di innovatività, propensione al rischio e proattività. La capacità di un'azienda di mantenere una postura imprenditoriale è connaturata con la cultura organizzativa, che, in linea con l'orientamento imprenditoriale, dovrebbe promuovere e sostenere la ricerca di opportunità e la conseguente tensione verso la crescita (McGrath e MacMillan, 2000). In termini di crescita, le analisi empiriche sostengono l'idea di una relazione positiva tra la cultura organizzativa imprenditoriale ed i risultati aziendali, evidenziandone anche la natura di elemento di vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza (Barney, 1986).

In ambienti dinamici la crescita è favorita da una connotazione organica, ovvero informale, versatile e liberamente controllata, al fine di agevolare l'adattamento, il coordinamento di risorse, anche non possedute, e la creazione di

un ambiente atto a cogliere e sfruttare le opportunità. Mentre il decentramento delle decisioni, la minimizzazione dei livelli gerarchici, i canali di libera comunicazione e l'integrazione tra le funzioni aziendali paiono essere correlati con una crescita più rapida in contesti connotati dal cambiamento, una struttura meccanicistica pare più adatta ad ambienti stabili. In altri termini la dimensione organizzativa relativa alla struttura deve essere coerente con l'ambiente circostante (Covin e Slevin, 1988, 1990, 1995).

Appare evidente per quanto sopra esposto come il tema dell'ipercrecita sia centrale per gli studiosi di organizzazione. L'indagine sugli aspetti economici e finanziari è, al riguardo, propedeutica alle motivazioni sulle conseguenti dinamiche organizzative.

2. L'ipercrecita nella letteratura

Numerosi sono gli studi che hanno sostenuto come lo sviluppo delle imprese crei occupazione, ricchezza e sviluppo economico in generale. Negli Stati Uniti, le "gazzelle" (aziende nei percentili di crescita più elevati) sono all'origine di circa il 70% dell'aumento totale nel tasso di occupazione, pur rappresentando soltanto il 3-5% di tutte le imprese statunitensi (Birch et al., 1994). Non deve poi neppure essere trascurato il ruolo della crescita come condizione per la sopravvivenza in un contesto globalizzato caratterizzato da una maggiore intensità competitiva. Da queste considerazioni emerge l'importanza dello studio delle aziende che, mostrando percorsi di crescita eccezionali, contribuiscono in maniera significativa alla creazione di ricchezza.

Parrebbe ragionevole pensare che la letteratura scientifica abbia affrontato il tema della ipercrecita in modo approfondito; invece, a dispetto delle premesse, Markman e Gartner (2002) osservano che "nonostante l'enorme potenziale economico, le ricerche sulla crescita d'impresa si sono concentrate prevalentemente sui tassi di crescita normali o alti (da 5% a 20%) (ad esempio, Ardishvili et al., 1998; Davidsson e Wiklund, 2000; Delmar, 1997), mentre hanno completamente ignorato l'ipercrecita, caratterizzata da tassi di crescita che vanno dal 500% al 30.000%".

Nonostante l'esame della letteratura evidenzi alcuni lavori che si sono occupati di crescita straordinaria, la conoscenza dei fattori determinanti del fenomeno è ancora molto limitata. Inoltre i pochi studi veramente significativi si concentrano principalmente sugli Stati Uniti ed in tal contesto evidenziano l'esistenza di numerosi ostacoli che le imprese devono affrontare e superare per gestire con successo un'evoluzione così straordinaria. Crescere velocemente implica cambiamenti improvvisi nella struttura organizzativa, nei sistemi di remunerazione e nei metodi decisionali. Un'organizzazione che ipercrece necessita in pochissimo tempo di assumere un ingente numero di nuovi dipendenti e di ampliarsi, migliorando al contempo le attrezzature, nonché di dotarsi di meccanismi necessari a formare, educare, monitorare, controllare e coordinare i gruppi di lavoro che continuano a nascere. I fondatori delle imprese,

anche se portatori di un'idea imprenditoriale eccezionale in fase di start-up, potrebbero non possedere le competenze manageriali necessarie a gestire un tale processo di crescita (Willard et al., 1992). Hambrick e Crozier (1985), studiando un sottoinsieme delle imprese Inc.100 (compagnie private a crescita più elevata negli Stati Uniti, in base al fatturato nel precedente quinquennio), identificano alcune criticità: l'aumento istantaneo della dimensione dell'organizzazione, che causa la disaffezione dei dipendenti e un divario nelle competenze e nei sistemi richiesti per gestire la crescita; il senso di infallibilità, che rende gli imprenditori meno disposti a mutare strategie e comportamenti, anche qualora cambino le condizioni esterne della competizione; la frenesia e il disordine interno dell'azienda associati con la necessità di una veloce integrazione di nuove persone nell'organizzazione; la straordinaria quantità di risorse finanziarie necessarie per far fronte alle necessità della crescita rapida, che di norma impegna fortemente la cassa ai fini del sostegno delle attività circolanti. La difficoltà dell'azione manageriale dell'ipercrecita emerge anche dall'analisi di Fombrun e Wally (1989) su 95 imprese (tasso medio di crescita annuale tra il 1980 e il 1985 pari a circa il 159%), selezionate dalle classifiche Inc. e Forbes. Da essa si comprende come l'ipercrecita esacerbi alcuni dei comuni *tradeoff* che i manager sono chiamati a gestire; ad esempio, viene esasperata la contrapposizione tra burocratizzazione e decentralizzazione: accanto ad un incentivo a formalizzare le procedure, dovuto ad esempio all'aumento dei dipendenti, che causa una riduzione della partecipazione e dell'autonomia, compare la necessità di decentralizzare ai fini di una maggiore rapidità decisionale. Il desiderio di incoraggiare i contributi autonomi dei singoli a una cultura aziendale embrionica, ma nel frattempo formalizzare in modo da conservare la consistenza interna, rappresenta la contrapposizione tra la turbolenza ambientale e la necessità di una pianificazione strategica. Infine, l'enfasi strategica sui costi e sulla qualità e l'innovazione sono gli elementi di una condizione di *tradeoff*, che contrappone la necessità di controllare i costi e, allo stesso tempo, migliorare la qualità e creare nuovi prodotti per mantenere la parità con i competitor. Le imprese ad ipercrecita devono raggiungere questi obiettivi, apparentemente antitetici, simultaneamente, al fine di raggiungere, nonché mantenere, il tasso di espansione.

Markman e Gartner (2002) evidenziano come il fenomeno dell'ipercrecita metta a dura prova la capacità di un'impresa ad operare efficientemente; essi rilevano, infatti, che la crescita del fatturato non è statisticamente correlata con la profittabilità, e che i profitti hanno un legame negativo con la crescita dei dipendenti. Si è pertanto di fronte a un fenomeno, l'ipercrecita, che, se da una parte rappresenta la realizzazione del sogno imprenditoriale, dall'altra introduce significativi elementi di criticità e di sfida. È auspicabile la possibilità di individuare caratteristiche che siano di ausilio a questo processo, sia di natura organizzativa, che di natura economica, quali ad esempio i processi di consolidamento acquisitivo, connessi solitamente ad una crescita più rapida rispetto all'espansione endogena, o la quotazione sui mercati finanziari, che consente di raccogliere, in alternativa all'indebitamento, i capitali necessari.

3. Metodologia

3.1. *Il database*

Il database di riferimento comprende 243.465 imprese, e ne dettaglia informazioni demografiche, economiche e finanziarie dal 1998 al 2006¹. I criteri di selezione geografica hanno identificato imprese europee, comprendendo l'area EU25, oltre a Norvegia, Svizzera e Islanda. Per quanto riguarda gli aspetti di natura dimensionale, coerentemente con gli obiettivi della ricerca, che intende verificare il fenomeno dell'ipercrescita nell'ambito delle PMI², sono state selezionate imprese che esprimono ricavi non inferiori a 10 milioni di euro per uno o più esercizi all'interno del periodo di riferimento.

I criteri indicati riflettono l'intenzione sia di focalizzarsi sull'area europea, anche per supplire alla mancanza di studi in tale ambito, sia di studiare il fenomeno dell'ipercrescita delle PMI, ovvero aziende inizialmente piccole, che crescono e superano la soglia dei ricavi di 10 milioni di euro. Non è intenzionalmente imposto un tetto superiore in modo da non trascurare qualsiasi tipologia di crescita eccezionale.

3.2. *La definizione di ipercrescita ed il campione di imprese*

Per la scelta dell'ampiezza del periodo temporale da considerare è assunto come riferimento lo studio di Markman e Gartner (2002), che utilizza un arco di tempo di 5 anni. I dati estratti dal database europeo si riferiscono al periodo temporale più recente ed in particolare dal 1998 al 2006. Sono stati analizzati differenti periodi di ampiezza pari a 5 anni (1998-2002, 1999-2003, 2000-2004, 2001-2005, 2002-2006), anche al fine di ridurre la sensibilità rispetto alle condizioni economiche contingenti.

Appare scontato che la crescita sia un fenomeno caratterizzato da numerosi fattori, e che quindi possa essere misurata con una ampia varietà di indicatori, tra cui i più frequenti sono il fatturato, l'occupazione, gli asset, gli output fisici, la quota di mercato e i profitti (Ardishvili et al., 1998; Delmar, 1997; Weinzimmer et al., 1998; Wiklund, 1998). Se la crescita fosse concepita con cause comuni ma con diverse manifestazioni, l'utilizzo di un indicatore multi-

1. I dati sono stati estratti da ORBIS, un database globale che riporta informazioni su oltre 40 milioni di aziende in tutto il mondo, di cui oltre 18 milioni situate in 46 paesi europei.

2. Dal 1 Gennaio 2005 sono entrate in vigore le nuove definizioni della raccomandazione 1442/2003, che, al fine della definizione di PMI, tengono conto del numero di dipendenti e, alternativamente, o dei ricavi annui oppure del totale dell'attivo. In particolare:

- media impresa: numero dei dipendenti minore di 250 e ricavi annui non superiori a 50 milioni di euro, oppure totale attivo non superiore a 43 milioni di euro.
- piccola impresa: numero di dipendenti minore di 50 e ricavi annui, oppure totale attivo non superiore a 10 milioni di euro.

plo assumerebbe senso (Davidsson, 1991). Tuttavia, nel caso di utilizzo di un solo indicatore, la letteratura concorda nel ritenere che la crescita dei ricavi dovrebbe essere la scelta preferita (Ardishvili et al., 1998; Hoy et al., 1992; Weinzimmer et al., 1998; Wiklund, 1998). Si tratta della più generale tra le alternative, dato che tutte le imprese devono esprimere ricavi ai fini della sopravvivenza. Secondo Barkham et al. (1996), il fatturato è anche l'indicatore della crescita più utilizzato dai manager e dai piccoli imprenditori. Questi aspetti favorevoli all'utilizzo del fatturato come indicatore della crescita aziendale si riflettono nel fatto che per oltre il 30% degli studi è l'indicatore più adottato nelle ricerche esaminate da Delmar (1997). Pur riconoscendo la difficoltà nell'individuare un indicatore che sia universalmente applicabile alla crescita aziendale, le considerazioni riportate supportano la nostra scelta dell'entità dei ricavi come indicatore di crescita.

Coerentemente agli obiettivi del lavoro, che intende investigare soprattutto l'ipercrescita delle PMI, sono state selezionate le imprese che nel periodo analizzato di 5 anni, sono passate dalla condizione di piccola impresa a quella di grande impresa, attraversando perciò consecutivamente le soglie di 10 e 50 milioni di euro di ricavi, in accordo ai parametri stabiliti dalle UE³.

Inoltre, con l'obiettivo dell'individuazione di una condizione strutturale e non di un mero risultato aleatorio dovuto a circostanze contingenti favorevoli, è stato applicato anche il criterio di selezione che prevede una crescita del fatturato comunque non inferiore al 20% per ognuno dei 5 anni di analisi. Tale valore corrisponde al minimo tasso corrispondente alla definizione comunemente accettata in letteratura per indicare l'alta crescita (Birch, 1979; Fisher et al., 1997).

Le condizioni di ipercrescita possono pertanto essere così riassunte⁴ (Figura 2):

- al primo anno ($t = 0$) l'impresa deve esprimere ricavi minori di 10 milioni di euro (soglia fissata dalla UE al di sotto della quale l'impresa è considerata piccola);
- nel periodo di riferimento deve crescere almeno del 20% annuo;
- al quinto anno ($t = 4$) deve esprimere un fatturato maggiore di 50 milioni di euro (soglia fissata dalla UE al di sopra della quale l'impresa è considerata grande).

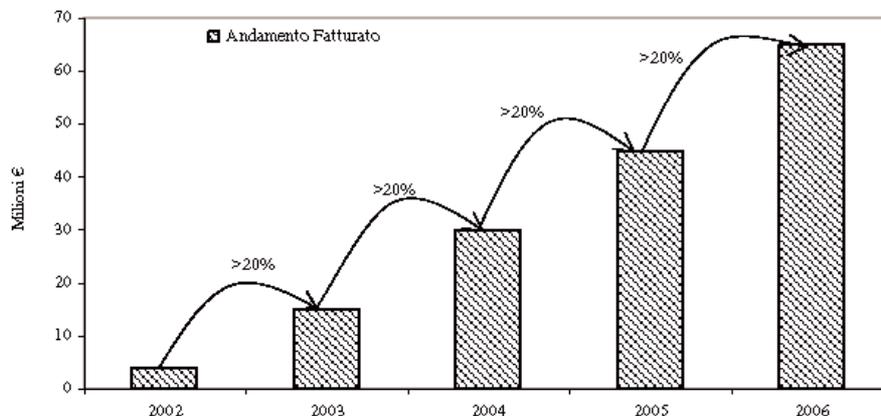
I criteri scelti hanno condotto alla selezione di 307 imprese ad ipercrescita, caratterizzate da un tasso composto annuale che varia da un minimo del 151% a un massimo del 1602%, con una media pari al 239%⁵.

3. Nessuna azienda cipriota presente in ORBIS rispetta i criteri di selezione, di conseguenza il database creato contiene imprese situate in 27 paesi e non in 28.

4. Al fine di un confronto tra i differenti periodi utilizzati, viene indicato il primo anno di ogni periodo con l'indicazione $t = 0$, mentre l'ultimo con $t = 4$.

5. Sono stati inclusi nell'analisi tutti i settori con le seguenti eccezioni: intermediazione finanziaria, assicurazioni e fondi pensione, pubblica amministrazione.

Fig. 2 – Condizioni di ipercrescita



4. Descrizione del campione di imprese ad ipercrescita

4.1. Distribuzione geografica

La comprensione delle caratteristiche delle imprese ad ipercrescita non può prescindere dall'osservazione della loro localizzazione geografica, ovvero nell'area europea, confinata ai membri dell'EU25, Norvegia, Svizzera e Islanda. I Paesi sono stati raggruppati in 5 differenti aree:

- Area Mediterranea: Francia, Grecia, Italia, Malta, Portogallo, Spagna
- Isole Britanniche: Irlanda, Regno Unito
- Europa Settentrionale: Danimarca, Finlandia, Islanda, Norvegia e Svezia
- Europa Centrale: Austria, Belgio, Germania, Lussemburgo, Olanda, Repubblica Ceca, Svizzera
- Europa dell'Est: Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Slovacchia, Slovenia, Ungheria.

Tab. 1 – Distribuzione geografica delle imprese ad ipercrescita

Area geografica	Numero di imprese ad ipercrescita	%
Area Mediterranea	143	46,58
Isole Britanniche	70	22,80
Europa Settentrionale	35	11,40
Europa Centrale	34	11,07
Europa dell'Est	25	8,15
Totale	307	100,00

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Come indicato in Tabella 1, quasi la metà del campione è localizzato nell'Area Mediterranea, circa un quarto proviene dalle Isole Britanniche, mentre il resto è diviso tra le altre tre aree. Non sorprende il dato relativo all'Area Mediterranea, nonostante le minori dinamiche di crescita rispetto ai Paesi dell'Est, a seguito della significativa diffusione di PMI nel novero delle quali, per definizione, ha probabilità di manifestarsi il fenomeno della ipercrescita.

La Tabella 2 riporta la classifica delle nazioni sia per numero di imprese ad ipercrescita sia per densità demografica.

Tab. 2 – *Classifica dei Paesi*

<i>Nazione</i>	<i>N.</i>	<i>%</i>	<i>Densità demografica</i>	<i>Classifica per densità demografica</i>	<i>Numero di imprese non finanziarie</i>	<i>Frequenza di ipercrescita (1/100.000)</i>
Regno Unito	69	22,48	878.593	7	1.589	4,34
Spagna	60	19,54	735.274	3	2.545	2,36
Francia	45	14,66	1.404.343	11	2.279	1,97
Italia	26	8,47	2.266.980	13	3.822	0,68
Svezia	23	7,49	394.804	1	524	4,39
Belgio	14	4,56	753.425	4	396	3,54
Polonia	12	3,91	3.178.438	15	1.407	0,85
Grecia	8	2,61	1.283.641	9	880	0,91
Rep. Ceca	8	2,61	1.393.557	10	821	0,97
Germania	8	2,61	10.297.056	21	1.665	0,48
Slovacchia	7	2,28	770.201	5	42	16,67
Finlandia	6	1,95	877.711	6	190	3,16
Norvegia	5	1,63	932.135	8	242	2,07
Portogallo	4	1,30	2.646.086	14	850	0,47
Estonia	3	0,98	447.849	2	38	7,89
Austria	2	0,65	4.141.212	16	274	0,73
Ungheria	2	0,65	5.035.685	18	557	0,36
Danimarca	1	0,33	2.006.868	12	89	1,12
Irlanda	1	0,33	4.261.827	17	86	1,16
Svizzera	1	0,33	5.437.272	19	202	0,50
Olanda	1	0,33	7.483.934	20	204	0,49
Slovenia	1	0,33	16.346.101	22	494	0,20
Islanda	0	0,00	-	-	-	-
Malta	0	0,00	-	-	-	-
Lussemburgo	0	0,00	-	-	-	-
Lituania	0	0,00	-	-	-	-
Lettonia	0	0,00	-	-	-	-
Intero campione	307	100,00	1.551.937	-	-	-

Note: N. è il numero di imprese ad ipercrescita nel paese, % rappresenta il contributo percentuale della nazione rispetto all'intero campione, la densità demografica, o numero di abitanti per impresa ad ipercrescita, è ottenuto dividendo la popolazione del paese per il numero di imprese ad ipercrescita presenti, il numero di imprese non finanziarie è espresso in migliaia, la frequenza di ipercrescita equivale al numero di imprese ad ipercrescita presenti ogni 100.000 imprese non finanziarie.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita ed Eurostat.

Il Regno Unito, guidando la classifica con il 22,48% dell'intero campione, si configura essere il Paese che più vede svilupparsi l'ipercrecita, anche se è solo settimo per densità demografica. È seguito, con il 19,54% dalla Spagna, che mostra anche un buon numero di imprese ad ipercrescita per abitante. La Francia si posiziona al terzo posto con il 14,66%, mentre l'Italia conta solo per l'8,47%. La miglior nazione in classifica per l'Europa Settentrionale è la Svezia con un 7,49%, che in aggiunta riporta la densità demografica più alta. La Germania è superata dalla Polonia e conta solamente per il 2,61%, come la Grecia e la Repubblica Ceca. Dovrebbe infine essere notato come l'Estonia, sebbene riporti solo lo 0,98%, sia la seconda nazione per densità demografica. D'altra parte, concentrandosi sulla frequenza di ipercrescita, si nota come i paesi di più recente industrializzazione, quali la Slovacchia e l'Estonia, raggiungano valori senza dubbio elevati, soprattutto quando paragonati a una nazione come quella italiana, che, pur eccellendo per numerosità d'imprese, raggiunge una quota relativa di ipercrescita decisamente modesta. Da notare infine i buoni risultati raggiunti ancora una volta dal Regno Unito e dalla Svezia.

4.2. Distribuzione settoriale

Appare interessante verificare l'esistenza di settori che meglio di altri sono favorevoli all'ipercrecita. La Tabella 3 mostra come le aziende europee che crescono in modo straordinario siano distribuite tra dieci macrosettori:

Tab. 3 – Distribuzione settoriale delle imprese ad ipercrescita

Area geografica	N. imprese ad ipercrescita	%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	81	26,38
Attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze	74	24,10
Manifatturiero	64	20,85
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	44	14,33
Costruzioni	15	4,89
Approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua	10	3,26
Altre attività sociali, personali e di comunità	10	3,26
Hotel, ristoranti e bar	5	1,63
Sanità e servizi sociali	3	0,98
Educazione	1	0,33
Intero campione	307	100,00

Nota: La suddivisione settoriale adotta la codifica standard europea NACE-2digit.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Il commercio all'ingrosso e al dettaglio, con il 26,38% del campione, risulta essere il settore in cui operano il maggior numero di imprese ad ipercrescita. È immediatamente seguito dalle attività relative ai beni immobili, affitti, in-

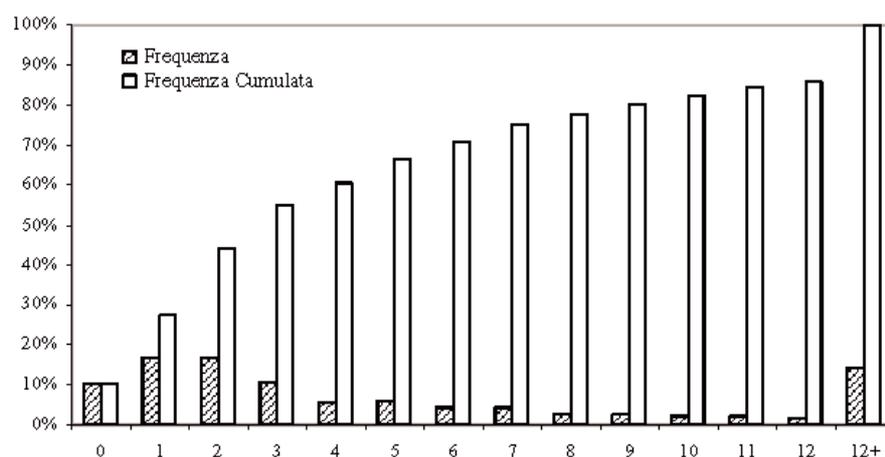
termidiazioni e consulenze con il 24,10%. Il manifatturiero conta per il 20,85%, mentre i trasporti, magazzinaggio e comunicazioni ottiene il 14,33%. Il contributo dato dagli altri settori è abbastanza marginale, dal momento che i quattro appena menzionati contano per più dell'85%. Il quinto settore per quota percentuale sono le costruzioni con il 4,89%, seguito dall'approvvigionamento di elettricità, gas e acqua, e dalle altre attività sociali, personali e di comunità con il 3,26%. Gli hotel, ristoranti e bar ottengono l'1,63%, mentre nella sanità e servizi sociali, e nell'educazione operano rispettivamente solo lo 0,98% e lo 0,33%.

4.3. Anni di attività

La mediana degli anni di attività a $t = 0$, quando il fatturato è minore di 10 milioni di euro, è pari a 3 anni e indica che le imprese ad ipercrescita sono generalmente aziende giovani. Infatti più della metà del campione ha meno di 4 anni prima dell'inizio del percorso di crescita straordinaria.

La Figura 3 rappresenta la frequenza di ogni anno di attività a $t = 0$ nel campione di imprese ad ipercrescita accostata alla frequenza cumulata costruita con le imprese più giovani. La "giovinezza" delle imprese ad ipercrescita è testimoniata dal fatto che oltre il 60% del campione ha meno di 5 anni a $t = 0$ e che la frequenza cumulata raggiunge l'80% a 9 anni. Tra tutte le aziende spiccano poi quelle, una su dieci, che riescono a iniziare il loro cammino di crescita straordinaria appena fondate.

Fig. 3 – Istogramma degli anni di attività a $t=0$ (inizio del cammino di ipercrescita): frequenza e frequenza cumulata



Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

4.4. Acquisizioni e fusioni

Uno dei quesiti interessanti è relativo alle modalità dell'ipercrecita, ovvero quali siano le componenti di natura endogena e quali invece esterne e relative ad operazioni di M&A. Per ognuna delle 307 imprese del campione evidenziato è stata analizzata l'intensità di attività di M&A nel periodo di riferimento. Il 13,68% del campione, ossia 42 imprese su 307, mostra almeno una operazione di M&A durante il suo periodo di crescita. Dal momento che l'oggetto di analisi sono le piccole medie imprese, il numero di aziende coinvolte risulta essere abbastanza alto.

Col fine di comprendere più approfonditamente il fenomeno ed individuare delle peculiarità, è interessante stratificare il dato relativo alla crescita per acquisizioni e fusioni rispetto alla dimensione geografica e settoriale. La Tabella 4 suddivide l'attività M&A per area geografica.

Tab. 4 – Attività M&A delle imprese ad ipercrescita divisa per area geografica

Area geografica	N. M&A	% del totale	Intensità geografica (%)
Europa Settentrionale	10	23,81	28,57
Europa Centrale	7	16,67	20,59
Isole Britanniche	13	30,95	18,57
Area Mediterranea	12	28,57	8,39
Europa dell'Est	0	0,00	0,00
Intero campione	42	100,00	13,68

Note: N. M&A è il numero di operazioni di M&A nell'area, % del totale corrisponde al contributo percentuale alla attività di M&A totale, e l'intensità geografica equivale alla percentuale del numero di imprese nell'area che hanno fatto ricorso alla crescita esterna.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Le imprese ad ipercrescita localizzate nell'Europa dell'Est crescono solo per via endogena e quindi senza attività di M&A; al contrario nell'Europa Settentrionale quasi il 30% utilizza la crescita esterna.

La Tabella 5 mostra la stratificazione dell'attività M&A rispetto al settore, evidenziando le singolarità settoriali che caratterizzano la crescita esterna.

Non sorprendentemente la maggior parte delle imprese ad ipercrescita nella sanità e nei servizi sociali, pari a circa il 67%, cresce attraverso acquisizioni e fusioni, mentre la crescita straordinaria nell'educazione e negli hotel, ristoranti e bar avviene solo per via interna. Nelle costruzioni e nei trasporti, magazzinaggio e comunicazioni l'attività M&A è marginale, mentre il manifatturiero e l'approvvigionamento di elettricità, gas e acqua mostrano un'intensità settoriale simile alla media di tutto il campione. Infine, sia nelle attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze, sia nelle altre attività sociali, personali e di comunità, una impresa su cinque utilizza la crescita esterna per ipercrescere.

Tab. 5 – Attività M&A delle imprese ad ipercrescita divisa per settore

Settore	N. M&A	% del totale	Intensità settoriale (%)
Sanità e servizi sociali	2	4,76	66,67
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	12	28,57	27,27
Altre attività sociali, personali e di comunità	2	4,76	20,00
Attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze	14	33,33	18,92
Manifatturiero	8	19,05	12,50
Approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua	1	2,38	10,00
Costruzioni	1	2,38	6,67
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	2	4,76	2,47
Hotel, ristoranti e bar	0	0,00	0,00
Educazione	0	0,00	0,00
Intero campione	42	100,00	13,68

Note: N. M&A è il numero di acquisizioni e fusioni nel settore, % del totale corrisponde al contributo percentuale alla attività di M&A totale, e l'intensità settoriale equivale alla percentuale di imprese nel settore che utilizzano la crescita esterna.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

4.5. Quotazione sui mercati finanziari

È ragionevole ipotizzare che il fenomeno dell'ipercrescita dei ricavi sia, *inter alias*, connesso all'utilizzo delle disponibilità finanziarie dell'impresa, sia a breve, che a medio e lungo termine; di conseguenza le imprese devono essere particolarmente abili nel dotarsi delle risorse necessarie a mantenere la velocità intrapresa. La quotazione su un mercato finanziario potrebbe essere di notevole aiuto nella soddisfazione delle esigenze di liquidità. Il 4,23% del campione, ossia 13 imprese su 307, erano già quotate prima di iniziare il loro straordinario cammino di crescita, mentre il 6,51% di tutte le imprese ad ipercrescita (20 aziende) hanno affrontato un'IPO durante il periodo di crescita esplosiva. Quindi più del 10% del campione sfrutta la quotazione allo scopo di raccogliere i capitali necessari ad espandersi, una percentuale significativa se valutata alla luce delle contenute dimensioni delle imprese sotto studio.

Rappresenta una fonte d'interesse l'osservazione di quali aree geografiche mettano a disposizione delle PMI mercati finanziari pronti a finanziare le notevoli necessità di capitali. La Tabella 6 permette l'individuazione di singolarità geografiche, distinguendo tra l'altro anche l'aver affrontato il processo di quotazione prima del periodo di ipercrescita o durante il medesimo.

Tab. 6 – Quotazioni delle imprese ad ipercrescita per area geografica

Area geografica	Quotazione prima del periodo			Quotazione durante il periodo		
	N.	% del totale	Intensità geografica	N.	% del totale	Intensità geografica
Isole Britanniche	6	46,15	8,57	8	40,00	11,43
Europa Centrale	1	7,69	2,94	8	40,00	23,53
Europa Settentrionale	2	15,38	5,71	3	15,00	8,57
Area Mediterranea	4	30,77	2,78	1	5,00	0,70
Europa dell'Est	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Intero campione	13	100,00	4,23	20	100,00	6,51

Note: N. è il numero di quotazioni nell'area, % del totale corrisponde al contributo percentuale al numero di quotazioni, e l'intensità geografica equivale alla percentuale di imprese nell'area che si quotano sui mercati finanziari.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Tab. 7 – Quotazioni delle imprese ad ipercrescita per settore

Area settoriale	Quotazione prima del periodo			Quotazione durante il periodo		
	N.	% del totale	Intensità settoriale	N.	% del totale	Intensità settoriale
Attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze	6	46,15	8,00	7	35,00	9,46
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	3	23,08	6,82	6	30,00	13,64
Manifatturiero	3	23,08	4,69	5	25,00	7,81
Altre attività sociali, personali e di comunità	1	7,69	10,00	1	5,00	10,00
Hotel, ristoranti e bar	0	0,00	0,00	1	5,00	20,00
Approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Costruzioni	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Educazione	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Sanità e servizi sociali	0	0,00	0,00	0	0,00	0,00
Intero campione	13	100,00	4,23	20	100,00	6,51

Note: N. è il numero di quotazioni nel settore, % del totale corrisponde al contributo percentuale al numero di quotazioni, e l'intensità settoriale equivale alla percentuale di imprese nel settore che si quotano sui mercati finanziari.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Le imprese localizzate nell'Europa dell'Est non utilizzano la quotazione per raccogliere i fondi necessari alla loro crescita, come del resto non si avvalgono neppure di operazioni di M&A, probabilmente anche a fronte di mercati finanziari ancora poco evoluti. Nell'Europa Centrale una impresa su quattro è quotata, e prevalentemente affronta l'IPO durante il periodo di ipercrescita. Dovrebbero poi essere notati i bassi valori dell'Area Mediterranea in termini di intensità, a riprova del minore sviluppo dei mercati finanziari in queste zone. Infine sia le Isole Britanniche che l'Europa Settentrionale mostrano una percentuale di imprese quotate nell'area sopra la media. Nelle Isole Britanniche, in particolare, la percentuale è pari al doppio della media dell'intero campione; il dato non sorprende per la presenza di un sistema finanziario sviluppato e di mercati specificatamente pensati per favorire la crescita delle PMI (ad es., l'*Alternative Investment Market*).

Nella Tabella 7 viene riportata la stratificazione delle quotazioni per settore, al fine di individuare i settori nei quali le imprese ad ipercrescita utilizzano maggiormente i mercati finanziari come fonte per il reperimento delle risorse a loro necessarie.

Nella metà dei settori analizzati (approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua, costruzioni, commercio all'ingrosso e al dettaglio, educazione, e sanità e servizi sociali) non vi sono imprese quotate. Negli hotel, ristoranti e bar una azienda su cinque utilizza i mercati finanziari per ottenere le risorse necessarie, mentre nelle altre attività sociali, personali e di comunità il 10% delle imprese ad ipercrescita affronta una IPO. Infine il manifatturiero, i trasporti, magazzinaggio e comunicazioni, e le attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze esibiscono una intensità settoriale sopra la media.

4.6. *Subsidiary*

È interessante esaminare la composizione proprietaria delle imprese ad ipercrescita, in particolare distinguendo se le aziende sono controllate o indipendenti. Ogni impresa nel campione è stata sottoposta ad un'analisi della propria struttura di controllo. Per essere giudicata una *subsidiary* l'azienda deve palesare un evidente collegamento e controllo da parte di un'altra impresa, tipicamente di maggiori dimensioni e già operante nel settore in questione o in uno affine, che quindi è ragionevole fornisca risorse finanziarie e manageriali alla controllata.

Si osserva che il 53,09% dell'intero campione, ossia 163 imprese su 307, sono controllate da un gruppo. Osservando questa caratteristica più da vicino è possibile notare come esistano aree in cui le imprese ad ipercrescita riescano a realizzare il loro straordinario percorso anche grazie all'aiuto di un'altra azienda, che la controlla e può fornire i capitali finanziari e umani di cui necessitano per mantenere la velocità alla quale stanno crescendo (Tabella 8).

Tab. 8 – Imprese ad ipercrescita controllate divise per area geografica

Area geografica	N. controllate	% del totale	Intensità geografica
Area Mediterranea	84	51,53	58,74
Europa Centrale	19	11,66	55,88
Isole Britanniche	36	22,09	51,43
Europa dell'Est	12	7,36	48,00
Europa Settentrionale	12	7,36	34,29
Intero campione	163	100,00	53,09

Note: N. controllate è il numero di subsidiary nell'area, % del totale corrisponde al contributo percentuale rispetto a tutte le subsidiary nel campione, e l'intensità geografica equivale alla percentuale di imprese nell'area classificabili come subsidiary.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Tutte le aree geografiche riportano un numero elevato di controllate; il valore di intensità geografica maggiore, quasi il 60%, non a caso viene ottenuto dall'Area Mediterranea, in cui sono particolarmente diffusi i gruppi d'impresa.

La Tabella 9 suddivide la struttura proprietaria per i vari settori, cercando di scoprire l'esistenza di specificità.

Tab. 9 – Imprese ad ipercrescita controllate per settore

Settore	N. controllate	% del totale	Intensità settoriale
Approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua	8	4,91	80,00
Hotel, ristoranti e bar	3	1,84	60,00
Altre attività sociali, personali e di comunità	6	3,68	60,00
Manifatturiero	38	23,31	59,38
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	25	15,34	56,82
Attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze	37	22,70	50,00
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	40	24,54	49,38
Sanità e servizi sociali	1	0,61	33,33
Costruzioni	5	3,07	33,33
Educazione	0	0,00	0,00
Intero campione	163	100,00	53,09

Note: N. controllate è il numero di subsidiary nel settore, % del totale corrisponde al contributo percentuale rispetto a tutte le subsidiary nel campione, e l'intensità settoriale equivale alla percentuale di imprese nel settore che sono subsidiary.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Nessuna impresa nel settore dell'educazione è controllata, al contrario nell'approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua quattro aziende su cinque sono *subsidiary*. Questi risultati non sorprendono, perché coerenti con le tipologie di settori in questione. D'altra parte circa il 60% delle imprese che ope-

rano nel manifatturiero, negli hotel, ristoranti e bar, e in altre attività sociali, personali e di comunità sono controllate. Sia le costruzioni che la sanità e i servizi sociali mostrano valori sotto la media dell'intero campione, mentre i rimanenti evidenziano una intensità settoriale nella media rispetto alla totalità delle imprese ad ipercrescita.

4.7. I dati finanziari

L'alta variabilità dei dati finanziari nel campione impedisce l'utilizzo della media, dal momento che è distorta dalla presenza di outlier. Di conseguenza l'analisi si focalizza esclusivamente sulla mediana. La Tabella 10 riporta i dati finanziari dell'impresa mediana nell'ambito del periodo temporale analizzato, calcolando il tasso composto di crescita annuale (CAGR)⁶.

Tab. 10 – Mediana dei dati finanziari delle imprese ad ipercrescita per ogni t nel periodo

Dati finanziari (M€)	$t = 0$	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	CAGR (%)
Fatturato	6,20	16,88	31,71	53,06	81,38	90,35
EBITDA	0,08	0,63	1,43	2,85	5,90	194,90
EBIT	0,03	0,35	0,79	1,64	3,44	242,47
Utile	0,01	0,12	0,38	0,92	1,72	311,48
Totale Attivo	6,85	15,81	27,68	39,76	57,47	70,21
Immobilizzazioni	1,37	2,85	4,76	7,98	12,55	73,92
Capitale Proprio	0,85	1,79	3,33	4,95	8,35	76,91
Debito	5,26	11,58	19,25	30,81	39,33	65,36
Cash Flow	0,07	0,44	0,99	1,99	4,00	177,92
Investimenti	-	1,12	1,73	2,03	2,25	26,22

Note: I dati sono espressi in milioni di euro.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

L'impresa mediana inizia il periodo di ipercrescita con un fatturato pari a 6,2 milioni di euro, supera la soglia di 50 M€ a $t = 3$ e conclude il suo percorso con circa 82 M€ di vendite. In altre parole, in termini mediani, l'impresa ad ipercrescita esibisce un tasso composto di crescita annuale del 90,35%. Questo dato non sorprende dal momento che l'oggetto dell'analisi è l'ipercrescita, che viene appunto valutata in termini di fatturato. D'altra parte la crescita della profittabilità si rivela essere sorprendente: i CAGR della mediana dell'EBITDA, dell'EBIT e dell'utile sono rispettivamente pari a 195%, 242% e 311%. Ciò significa che l'impresa mediana riesce ad aumentare la sua profittabilità oltre tre volte rispetto al fatturato. Non solo cresce ad un ritmo straordinario,

6. Gli investimenti non sono indicati a $t = 0$, dal momento che il dato delle immobilizzazioni a $t = -1$ non è disponibile per l'intero campione. Per la stessa ragione non è indicato il dato Investimenti/Totale Attivo (%) nella tabella successiva.

ma riesce a trarre anche notevoli profitti. Anche le voci dello stato patrimoniale mostrano alte performance di crescita, con un CAGR vicino al 70%. La mediana del totale attivo cresce meno rispetto al fatturato, evidenziando così una notevole capacità gestionale, come peraltro indicato dagli altri parametri patrimoniali riportati in tabella. In ogni caso, l'aumento conferma l'ipotesi per cui la crescita delle vendite sia accompagnata dall'accumulazione di asset necessari per sostenerla. La crescita della profittabilità mediana si riflette nell'elevato aumento del cash flow. Sebbene l'ipercrecita sia divoratrice di cassa, l'impresa mediana contrasta le necessità di natura finanziaria grazie alla gestione ed alla conseguente capacità di autofinanziamento.

4.8. Indicatori finanziari

I principali indicatori finanziari riguardano sia l'aspetto reddituale, sia l'aspetto patrimoniale dell'impresa, come indicato in Tabella 11.

L'alta variabilità dei dati finanziari ha impatto sugli indicatori finanziari, di conseguenza anche in questo caso il commento si deve basare sulla mediana.

Con lo scopo di identificare particolari percorsi di crescita, la Tabella 11 riporta le mediane degli indicatori finanziari per ogni t , calcolando inoltre per ognuno il tasso composto di crescita annuale (CAGR) sul periodo.

Tab. 11 – Mediana degli indicatori finanziari delle imprese ad ipercrescita per ogni t nel periodo

Indicatori	$t = 0$	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	CAGR (%)
ROE (%)	8,97	17,94	21,33	21,61	28,25	33,23
ROI (%)	0,58	3,21	4,71	5,29	6,96	86,02
ROS (%)	0,59	2,13	2,82	3,35	3,97	60,86
Leverage	2,84	3,49	3,32	3,62	2,97	-
EBITDA/Debito (%)	2,68	8,36	10,57	12,02	14,34	52,11
Cash Flow/Debito (%)	1,85	4,93	6,70	8,84	10,47	54,20
Investimenti/Totale Attivo (%)	-	9,15	7,31	6,75	4,56	-15,97

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita.

Gli azionisti dell'impresa mediana paiono realizzare gli obiettivi imprenditoriali: il ROE cresce di circa il 33% ogni anno, raggiungendo un picco del 28,25%. D'altra parte la mediana del ROI parte da un valore modesto, ossia lo 0,58%, e raggiunge quasi il 7% l'ultimo anno, esibendo un CAGR pari all'86,02%. Sebbene la crescita mostrata da questo indicatore sia considerevole, il suo valore assoluto non è elevato, soprattutto se paragonato con quello del ROE. Anche il ROS non mostra valori elevati, infatti esibisce un incremento annuo del 60% in mediana e raggiunge quasi il 4% l'ultimo anno. La mediana del leverage ha un'evoluzione nei due sensi, evidenziando comunque va-

lori sempre piuttosto elevati, da un minimo di 2,84 a un massimo di 3,62 (il CAGR non è significativo). Ciò induce a ritenere che l'impresa mediana ad ipercrescita sfrutti con successo la possibilità di contrarre debiti; la differenza tra gli andamenti di ROE e ROI è coerente con questa ipotesi.

I due indicatori finanziari successivi, ossia l'EBITDA/Debito e il Cash Flow/Debito, vengono utilizzati per valutare la solvibilità dell'impresa. L'impresa mediana riesce a migliorare la propria capacità di ripagare e coprire i debiti di circa il 50% annuo, pur espandendosi velocemente.

Per quanto riguarda il rapporto Investimenti/Totale Attivo, che diminuisce con un tasso composto annuale del 15,97%, pare che in mediana l'impresa ad ipercrescita sopporti pesanti investimenti dall'inizio e poi li sfrutti ai fini della crescita, ma diminuendo gradualmente l'intensità degli stessi.

5. L'analisi

L'analisi delle caratteristiche del campione, anche in relazione ai contributi della letteratura, consente di individuare alcune variabili che potrebbero consentire la distinzione delle imprese ad ipercrescita dalle altre PMI. La verifica statistica delle ipotesi avanzate è effettuata tramite l'utilizzo di modelli probit, che ricercano quali variabili indipendenti influenzano la variabile dicotomica dipendente "essere una impresa ad ipercrescita". Gli strumenti in questione operano attraverso il confronto di due diversi campioni di imprese, in questo caso un campione di imprese ad ipercrescita e un campione di controllo.

Quest'ultimo si riferisce ad imprese che manifestano una continuità durante il periodo di riferimento (ad esempio non siano fallite), in corrispondenza di $t = 0$ sono piccole imprese (fatturato minore di 10 milioni di euro), successivamente crescono superando la soglia dei 10 milioni di euro, e quindi rientrando nella categoria delle PMI. Ciò significa che anche imprese che crescono considerevolmente possono rientrare nel campione di controllo, purché non siano state precedentemente selezionate come imprese ad ipercrescita. La tecnica adottata per la costruzione del campione di controllo ha assicurato la comparabilità con il campione di imprese ad ipercrescita in termini di distribuzione geografica, settoriale e temporale, in modo da evitare eventuali distorsioni. In aggiunta un'analisi di rappresentatività del campione di controllo rispetto alla popolazione delle PMI è stata eseguita per assicurare la robustezza dello studio.

La Tabella 12 mostra i risultati dei tre modelli probit implementati con lo scopo di individuare le differenze tra le imprese ad ipercrescita e le imprese non ad ipercrescita. Il primo modello non distingue tra quotarsi prima del periodo o durante il periodo di ipercrescita. Il secondo discerne se l'IPO avviene durante il percorso di crescita straordinaria o in precedenza. Infine, il terzo modello esclude la variabile sulla struttura proprietaria (ovvero lo status di *subsidiary*), che risultava non significativa in entrambi i modelli precedenti.

Tab. 12 – Risultati del modello probit sui dati

	Modelli probit		
	(1)	(2)	(3)
Anni di attività a t = 0	-0.0132*** (0.00351)	-0.0132*** (0.00353)	-0.0137*** (0.00350)
Attività M&A	0.933*** (0.279)	0.919*** (0.280)	0.912*** (0.282)
Quotazione prima o durante il periodo	0.701** (0.312)		
Quotazione prima del periodo		0.500 (0.395)	0.425 (0.394)
Quotazione durante il periodo		0.941** (0.449)	0.858* (0.446)
Essere una subsidiary	0.171 (0.110)	0.173 (0.110)	
Leverage Medio	0.00807*** (0.00282)	0.00810*** (0.00283)	0.00784*** (0.00279)
EBITDA/Debito	-0.314** (0.146)	-0.308** (0.146)	-0.325** (0.145)
Investimenti/Totale Attivo	2.122*** (0.451)	2.126*** (0.451)	2.196*** (0.448)
Costante o Intercetta	-0.271*** (0.104)	-0.272*** (0.104)	-0.178** (0.0845)
Numero di osservazioni	614	614	614
Pseudo R2 (%)	12.58	12.66	12.37
LR χ^2	107.11***	107.75***	105.31***

Note: Gli errori standardizzati sono tra le parentesi. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1.

Fonte: Analisi sul campione di imprese ad ipercrescita e sul campione di controllo.

I risultati concordano con la letteratura imprenditoriale mostrando una forte e significativa influenza negativa dell'età dell'azienda a t = 0 sulle imprese ad ipercrescita. A partire da Evans (1987) numerose ricerche empiriche supportano l'esistenza di una relazione negativa tra la crescita aziendale e l'età dell'impresa. Le giovani imprese, tenendo anche conto dei livelli dimensionali inizialmente inferiori, potrebbero essere quelle che meglio assecondano le nuove opportunità in campo tecnologico e imprenditoriale, essendo più innovative, proattive e orientate al rischio se paragonate alle aziende più datate (Shane e Venkataraman, 2000). In aggiunta le giovani imprese sono più flessibili, avendo sviluppato un numero minore di procedure rigide rispetto alle imprese con un numero maggiore di anni di attività. Ciò permette loro di scoprire e sfruttare le nuove opportunità di crescita con più facilità.

Per crescere in modo straordinario un'impresa necessita di un significativo aumento dei propri asset e sistemi organizzativi in un così breve lasso temporale che, non sorprendentemente, la crescita esterna è spesso la via favorita, come dimostra la significatività assunta dall'attività di M&A nel discernere tra

le imprese ad ipercrescita e le altre PMI. Le acquisizioni e le fusioni sono processi di crescita più rapidi rispetto alla crescita interna, dal momento che non presentano problemi di avviamento ed essendo le competenze produttive e tecnologiche già presenti nelle società acquisite. Inoltre, in alcuni settori, sarebbe impossibile crescere ad iper velocità in modo organico, poiché ciò significherebbe allargare i confini del mercato. Non va inoltre dimenticato che un'impresa che cresce attraverso acquisizioni e fusioni sottrae anche opportunità di sviluppo ai propri competitor. Può infine essere notato come, diversamente dalla precedente, questa caratteristica sia tipica di settori più maturi, dove è presente un potenziale target da acquisire.

La quotazione sui mercati finanziari si rivela una caratteristica importante dei percorsi di crescita eccezionale; i tre diversi modelli probit mostrano che l'approdo ai mercati finanziari nel periodo di ipercrescita è un tratto distintivo. Le imprese ad ipercrescita si quotano per continuare a crescere e non per iniziare a farlo, anche perché a $t = 0$ sono aziende di piccole dimensioni e quindi la quotazione apporterebbe solo modesti capitali finanziari. I risultati dell'analisi confermano anche per le imprese impegnate nel fenomeno dell'ipercrescita la tesi di Pagano et al. (1998), secondo cui l'opportunità di accedere ai mercati finanziari dovrebbe attrarre particolarmente le imprese caratterizzate da elevati investimenti correnti e futuri, elevato leverage e alta crescita. La quotazione si rivela fonte di finanziamento alternativa o complementare al debito contratto con il sistema creditizio.

Collegandosi con il fattore precedente, i capitali raccolti con la quotazione possono consentire alle società di affrontare operazioni di finanza straordinaria, quali le fusioni, le acquisizioni e le *joint-venture* (Planell, 1995), come conferma anche il fatto che su un totale di 33 imprese ad ipercrescita che si sono quotate nei mercati finanziari, 21 hanno affrontato operazioni di M&A. Ciò sembra avvenire con maggiore frequenza nel caso di imprese high-tech, che spesso utilizzano le risorse raccolte con l'IPO per crescere esternamente piuttosto che internamente (Schultz e Zaman, 2001), dal momento che in questo tipo di settori assume notevole importanza il raggiungimento di una massa critica. In altre parole la quotazione può fornire l'opportunità di raccogliere le risorse necessarie per raggiungere gli obiettivi di crescita, che altrimenti potrebbero essere limitati da vincoli finanziari (Carpenter e Petersen, 2002).

Dall'analisi empirica sembra, inoltre, che le imprese ad ipercrescita europee affrontino una IPO con un approccio simile alle imprese americane, che si quotano per finanziare la crescita (Mikkelsen et al., 1997) e non per riequilibrare la posizione finanziaria dopo un periodo di alti investimenti e crescita, come si rileva talvolta nell'ambito europeo (Pagano et al., 1998; Planell, 1995; Rydqvist e Hogholm, 1995). Le imprese ad ipercrescita, infatti, ricorrono ai mercati finanziari in fase di crescita, al fine di sostenere gli investimenti mirati allo sviluppo, e non successivamente per ripagare gli ingenti debiti accumulati durante l'espansione.

I tassi di crescita straordinaria non sono significativamente influenzati dal fatto di essere una *subsidiary*, quindi la struttura proprietaria, per ciò che attie-

ne l'essere società controllata, pare essere neutra sull'ipercrecita. Questo risultato non contrasta con i vari apporti al tema presenti in letteratura; risulta infatti che le imprese indipendenti siano più flessibili, mentre quelle controllate abbiano accesso a una maggiore varietà di risorse (Barney, 1991; Morris e Trotter, 1990; Variyam e Kraybill, 1993). Le prime hanno maggiore probabilità di identificare le opportunità, ma una minore probabilità di sfruttarle; le *subsidiary* presentano invece il problema opposto. Non è ancora oggetto di generale consenso quale struttura sia più desiderabile in termini di performance.

Per ciò che attiene alla struttura finanziaria, il leverage medio è fortemente significativo e positivo, mentre EBITDA/Debito mostra anch'esso un'alta significatività, ma con segno negativo. Le imprese ad ipercrecita sono indotte ad un più intenso impiego delle risorse finanziarie rispetto alle altre PMI. La quotazione è di ausilio, ma pare non sufficiente: per disporre dei fondi indispensabili per l'espansione, le imprese che ipercrescono ricorrono significativamente al debito, come mostra il valore medio del leverage. Questo risultato sembra supportare l'approccio imprenditoriale alla crescita, secondo il quale più importanti della disponibilità di risorse finanziarie sono la ricerca e lo sfruttamento delle opportunità (Stevenson e Jarillo, 1990; Baum et al. 2001). Dovrebbe infine essere notato come l'elevato ricorso al debito possa essere posto in relazione alla quotazione, dal momento che, come sottolinea Rajan (1992), l'approdo ai mercati finanziari dissemina informazioni che favoriscono la competizione tra i prestatori, assicurando o un minore costo del credito, o una maggiore offerta di finanziamento, o entrambe.

Da ultimo l'intensità degli investimenti si rivela essere una caratteristica distintiva delle imprese ad ipercrecita, dal momento che l'indicatore Investimenti/Attivo è fortemente significativo e positivo. Peraltro, ogni modello di corporate *life cycle* sostiene come nella fase di crescita le aziende debbano investire in modo significativo ed è quindi ragionevole ipotizzare che entrambi i gruppi, ad ipercrecita e non, investano per raggiungere la crescita, sebbene il primo investa in modo relativamente maggiore.

Conclusioni

Questo lavoro si è concentrato sull'individuazione e sullo studio delle imprese europee che crescono molto in un periodo temporalmente limitato. Il tema appare centrale per la ricerca organizzativa sebbene a nostro avviso non ancora dibattuto a sufficienza. L'analisi ha individuato 307 imprese europee caratterizzate da "ipercrecita" nel periodo 1998-2006, selezionate da oltre 200.000 imprese. Sono state studiate le caratteristiche descrittive della selezione e si è proceduto a un'analisi comparativa ottenuta individuando un opportuno campione di controllo.

È emerso come le imprese che ipercrescono siano più giovani, adottino processi di crescita esterna, si avvalgano della quotazione sui mercati finanziari, pur continuando ad essere più indebitate, e investono relativamente di più.

Questi fenomeni, di tipo economico finanziario preludono a conseguenze assai significative sotto il profilo dell'organizzazione e della gestione, che sono state e saranno oggetto di studio da parte della letteratura imprenditoriale. Un'organizzazione che riesce a ipercrescere con successo anticipa, ad esempio, le necessità future e compie i passi necessari a raggiungere gli stadi desiderati, assumendo manager con esperienza nelle grandi imprese e dotandosi in anticipo di sistemi formali di pianificazione, controllo e retribuzione (Hambrick e Crozier, 1985; Kotter e Sathe, 1978).

Aver individuato per la prima volta a livello europeo un percorso di ricerca per questa tipologia di imprese induce ad approfondire l'analisi sugli aspetti di contesto, organizzazione e di governo delle risorse umane. Il lavoro dà quindi il via a più ampie e future investigazioni.

Riferimenti bibliografici

- Acs, Z., Armington, C. (2006), *Entrepreneurship, Geography and American Economic Growth*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Aldrich, H.E. (1999), *Organizations Evolving*, Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Ardishvili, A., Cardozo, S., Harmon, S., Vadakath, S. (1998), "Towards a theory of new venture growth", paper presented at the 1998 Babson Entrepreneurship Research Conference, Ghent, Belgium.
- Barkham, R., Gudgin, G., Hart, M., Hanvey, E. (1996), *The Determinants of Small Firm Growth*, (Vol. 12), Gateshead, Tyne and Wear, UK: Athenaeum Press.
- Barney, J.B. (1986), "Organizational culture: can it be a source of sustained competitive advantage?", *Academy of Management Review*, 29, 656-665.
- Barney, J.B. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, 17, 99-119.
- Baum, J.R., Locke, E.A., Smith, K.G. (2001), "A multidimensional model of venture growth", *Academy of Management Journal*, 44, 292-303.
- Birch, D. (1979), *Job Generation Process*, Cambridge, MA: Joint Center for Neighbourhood and Regional Development, MIT.
- Birch, D., Haggerty, A., Parsons, W. (1994), *Corporate Almanac*, Minnesota: Connetics Inc.
- Carpenter, R., Petersen, B. (2002), "Is the growth of small firms constrained by internal finance?", *Review of Economics and Statistics* 84, 298-309.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. (1991), "A conceptual model of entrepreneurship as firm behaviour", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16, 7-25.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. (1988), "The influence of organization structure on the utility of an entrepreneurial top management style", *Journal of Management Studies*, 25(3), 217-234.
- Covin, J.G., Slevin, D.P. (1990), "New venture strategic posture, structure, and performance: An industry life cycle analysis", *Journal of Business Venturing*, 5(2), 123-135.
- Davidsson, P. (1991), "Continued entrepreneurship: Ability, need, and opportunity as determinants of small firm growth", *Journal of Business Venturing*, 6(6), 405-429.
- Davidsson, P., Wiklund, J. (2000), "Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth", in Sexton, D.L. and Landström, H. (Eds.), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*, Oxford, UK: Blackwell, pp. 26-44.

- Delmar, F. (1997), "Measuring Growth: Methodological Considerations and Empirical Results", in Donckels, R. and Miettinen, A. (Eds.), *Entrepreneurship and SME Research: On its Way to the Next Millennium*, Aldershot, England: UK7Ashgate, pp. 199-216.
- Evans, D.S. (1987), "The relationship between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries", *The Journal of Industrial Economics*, 35, 567-581.
- Fischer, E., Reuber, A.R., Hababou, M., Johnson, W., Lee, S. (1997), "The Role of Socially Constructed Temporal Perspectives in the Emergence of Rapid-growth Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(2), Winter, 13-30.
- Flamholtz, E.G. (1986), *Managing the Transition from an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Fombrun, C.J., Wally, S. (1989), "Structuring small firms for rapid growth", *Journal of Business Venturing*, 4, 107-122.
- Gimeno, J., Folta, T.B. Cooper, A.C., Woo, C.Y. (1997), "Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms", *Administrative Science Quarterly*, 42, 750-783.
- Hambrick, D.C., Crozier, L.M. (1985), "Stumblers and stars in the management of rapid growth", *Journal of Business Venturing*, 1, 31-45.
- Hayton, J.C. (2005), "Competing in the new economy: the effect of intellectual capital on corporate entrepreneurship in high-technology new ventures", *R&D Management*, 35, 2.
- Hoy, F., McDougall, P.P., D'Souza, D.E. (1992), "Strategies and environments of high-growth firms", in Sexton, D.L. and J.D. Kasarda (Eds.), *The state of the art of entrepreneurship*, Boston: PWS-Kent, pp. 341-357.
- Kotter, J., Sathe, V. (1978), "Problems of human resource management in rapidly growing companies", *California Management Review*, 2(2), 29-36.
- Lumpkin, G.T., Dess, G.G. (1996), "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", *Academy of Management Review*, 21, 135-172.
- Markman, G.D., Gartner, W.B. (2002), "Is extraordinary growth profitable? A study of Inc. 500 high-growth companies", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(1), 65-75.
- McGrath, R.M., MacMillan, I.C. (2000), *The entrepreneurial mindset*, Boston: Harvard Business School Press.
- Mikkelsen, W.H., Partch, M., Shah, K. (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public", *Journal of Financial Economics*, 44, 281-308.
- Miller, D., Friesen, P.H. (1984), "A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle", *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Morris, M.H., Trotter, J.D. (1990), "Institutionalizing entrepreneurship in a large firm: a case study at AT&T", *Industrial Marketing Management*, 19, 131-139.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, American Finance Association, 53(1), 27-64.
- Planell, S.B. (1995), "Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en España: Un análisis empírico", Working paper, Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Spain.
- Rajan, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt", *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Reynolds, P.D., White, S.B. (1997), *The Entrepreneurial Process: Economic Growth, Men, Women, and Minorities*, Westport: CT: Quorum Books.

- Reynolds, P.D., Bygrave, W.D., Autio, E. (2003), *GEM 2003 Global Report*, Kansas, MO: Kauffman Foundation.
- Rydqvist, K., Hogbolm, K. (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management*, 1, 287-315.
- Samuelsson, M. (2001), "Modelling the nascent venture opportunity exploitation process across time", in Bygrave, W.D., E. Autio, C.G. Brush, P. Davidsson, P.G. Green, P.D. Reynolds and H.J. Sapienza (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 2001*, Wellesley, MA, pp. 66-79.
- Samuelsson, M. (2004), *Creating New Ventures: A Longitudinal Investigation of the Nascent Venturing Process*, Doctoral dissertation, Jönköping: Jönköping International Business School.
- Schultz, P., Zaman, M., (2001), "Do the individuals closest to Internet firms believe they are overvalued", *Journal of Financial Economics* 59, 347-381.
- Shane, S., Venkataraman, S. (2000), "The promise of entrepreneurship as a field of research", *Academy of Management Review*, 25, 217-226.
- Slevin, D.P., Covin, J.G. (1995), "Entrepreneurship as firm behavior", in Katz, J.A. e Brockhaus, Sr R.H. (eds), *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence, and Growth*, Vol. 2, 175-224, Greenwich, CT: JAI Press.
- Stevenson, H.H., Jarillo, J.C. (1990), "A paradigm of entrepreneurship: entrepreneurial management", *Strategic Management Journal*, 11, 17-27.
- Storey, D.J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, London: Routledge.
- Variyam, J.N. e Kraybill, D.S. (1993), "Small firm's choice of business strategies", *Southern Economic Journal*, 60(1), 136-146.
- Weinzimmer, L.G., Nystrom, P.C., Freeman, S.J. (1998), "Measuring organizational growth: Issues, consequences and guidelines", *Journal of Management*, 24(2), 235-262.
- Wiklund, J. (1998), *Small Firm Growth and Performance*, Doctoral dissertation, Jonkoping International Business School, Jonkoping, Sweden.
- Wiklund, J., Davidsson, P., Delmar, F. (2003), "Expected consequences of growth and their effect on growth willingness in different samples of small firms", *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27(3), 247-269.
- Willard, G.E., Krueger, D.A., Feeser, H. (1992), "In order to grow, must the founder go: A comparison of performance between founder and non-founder managed high-growth manufacturing firms", *Journal of Business Venturing*, 7, 181-194.
- Zahra, S. (1991), "Predictors and financial outcomes of corporate entrepreneurship: an explorative study", *Journal of Business Venturing*, 6, 259-285.
- Zahra, S., Covin, J.G. (1995), "Contextual influences on the corporate entrepreneurship-performance relationship: a longitudinal analysis", *Journal of Business Venturing*, 10 (1), 43-58.