

ECONOMIA ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

2020/3

 LUISS

CASMEF Centro Arcelli
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore
CESPEM
| Centro Studi di Politica economica
e monetaria "Mario Arcelli"

Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

COMITATO SCIENTIFICO

(Editorial board)

CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ALBERTO PETRUCCI - LUISS Guido Carli

PAOLA PROFETA - Università Bocconi

MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

GIOVANNI FARESE

Università Europea di Roma

EMMA GALLI

Sapienza, Università di Roma

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

ENRICO GIOVANNINI

Università di Roma "Tor Vergata"

MARCO MAZZOLI

Università degli Studi di Genova

ANDREA MONTANINO

Cassa Depositi e Prestiti

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

BENIAMINO QUINTIERI

Università di Roma "Tor Vergata"

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

FABIANO SCHIVARDI

LUISS Guido Carli

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

FRANCESCO TIMPANO

Università Cattolica del Sacro Cuore

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE: GIOVANNI PARRILLO

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE

PAOLO GUERRIERI - SAPIENZA, UNIVERSITÀ DI ROMA

CONSIGLIO

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Sep-LUISS

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

MARCO VALERIO MORELLI, Mercer

ROBERTA PALAZZETTI, British American Tobacco Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Centro Europa Ricerche

MAURO MICILLO, Intesa Sanpaolo

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

LUCA PETRONI, DELOITTE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



numero 3/2020

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

Giovanni Parrillo, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

Simona D'Amico (*coordinamento editoriale*)

Francesco Baldi

Nicola Borri

Guido Traficante

Ugo Zannini

(Pubblicità inferiore al 70%)

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dalla direzione e redazione tra i membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

Finito di stampare nel mese di febbraio 2021 presso Press Up, Roma.

www.economiaitaliana.org

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@economiaitaliana.org

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Sommario

Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

EDITORIALE

- 5 Innovare nella finanza per crescere di più in Italia:
quali prospettive?
Giuseppe De Arcangelis e Alberto Petrucci

SAGGI

- 15 Crescita e innovazione finanziaria:
un binomio necessario ma instabile
Giovanni Ferri
- 51 Il *direct lending* alle imprese da parte delle compagnie assicurative:
regole, opportunità ed implicazioni di *policy* per l'industria italiana
Francesco Baldi; Evita Allodi; Elisa Bocchialini; Claudio Cacciamani
- 81 Chi emette minibond? Motivazioni e risultati
Danilo Abis; Marina Damilano; Paola De Vincentiis; Patrizia Pia
- 107 Venture capital: nuove logiche di investimento sui mercati globali
e misure di policy per l'ecosistema italiano dell'innovazione
Francesco Baldi; Diego Peano

RUBRICHE

- 155 Finanziamento all'innovazione: generare opportunità
anche in periodi di crisi
Paola Papanicolaou
- 161 Il Fondo Nazionale Innovazione: finalità e prime realizzazioni
Francesca Bria
- 167 Elenco dei Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi
(anni 2017/18/19/20)

Chi emette minibond? Motivazioni e risultati

Danilo Abis*

Marina Damilano*

Paola De Vincentiis*

Patrizia Pia*

Sintesi

L'emissione di minibond da parte delle PMI italiane ha interessato una platea di emittenti sempre più ampia, che dal 2013 al 2019, grazie ad essa, è riuscita a raccogliere più di 5 miliardi di euro. La maggiore disponibilità di dati, nonché la longevità con cui sono registrate le operazioni di finanziamento tramite questo strumento, consentono di approfondire alcuni aspetti relativi al suo utilizzo da parte delle PMI.

In particolare, le domande di ricerca a cui intendiamo rispondere concernono rispettivamente le fasi pre e post emissione. Nel primo caso intendiamo evidenziare, tramite il confronto con un opportuno campione di PMI che non hanno impiegato i minibond, quali sono le possibili determinanti che rendono più probabile una emissione di tale strumento. Nel secondo caso, intendiamo valutare l'impatto dell'emissione dei minibond sull'equilibrio finanziario patrimoniale dell'impresa emittente, nei tre anni successivi all'emissione. In particolare, si vuole verificare se l'emissione ha inciso positivamente sulla crescita o sull'equilibrio finanziario dell'impresa emittente.

* Università degli Studi di Torino, Dipartimento di Management. Corresponding Author, Patrizia Pia, patrizia.pia@unito.it

Abstract - Which companies decide to issue minibonds? Issuance drivers and business impacts.

In 2012, the Italian government implemented a reform of the civil code that allowed Italian SMEs to directly access the financial market and issue the so-called “minibonds”. Since the entry into force of the new law, the issuance of Italian minibonds has become increasingly popular among Italian SMEs. From 2013 to 2019, issuers raised more than 5 billion euros via minibonds. Data available on the minibonds market, allow an in-depth analysis of some aspects of the use of this financial instrument by SMEs. The purpose of this paper is to analyze companies both before and after they began to issue minibonds. Firstly, we intend to identify, through a comparison with an appropriate sample of non-issuer comparable SMEs, the potential drivers that motivate the use of minibonds. We shall then investigate the impact of minibond issuance on the economic and financial equilibria of issuers, in the three years following issue. In particular, we want to evaluate whether the issue of minibonds exert a positive influence on business growth and financial stability.

JEL Classification: G32.

Parole chiave: Minibond; Finanza alternativa per PMI, Emissioni di obbligazioni delle PMI

Keywords: *Minibond, SMEs alternative finance, Italian SMEs bond.*

1. Introduzione

In un contesto macroeconomico e finanziario caratterizzato da crescenti difficoltà sia per le imprese, nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie a svolgere le proprie attività, sia per le banche, colpite dal susseguirsi delle diverse crisi (sub-prime, debiti sovrani, recessione e conseguenti consistenti NPLs), nel nostro Paese sono stati adottati alcuni provvedimenti normativi a favore di forme di finanziamento alternativo al canale bancario tradizionale.

I provvedimenti rilevanti ai fini di questa analisi – Decreti Sviluppo 2012, Destinazione Italia 2013 e Competitività 2014 – sono quelli a favore della creazione di un “mercato del debito” anche per le PMI, analogamente a quanto già avviene in altri sistemi finanziari ed industriali europei¹. Nello specifico, l'intento della normativa è stato quello di rivitalizzare strumenti di debito, come le obbligazioni, le cambiali finanziarie e i titoli similari, già esistenti ma scarsamente utilizzati in particolar modo da parte delle PMI, rimuovendo gli ostacoli e i limiti che in passato ne avevano penalizzato lo sviluppo e la diffusione.

In breve, per favorire l'offerta di questi strumenti di debito, soprannominati mini-bond per le ridotte dimensioni, è stato rimosso il limite per le società non quotate di emettere titoli per un ammontare non superiore al doppio del proprio patrimonio netto, a condizione che i minibond siano destinati alla quotazione, in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, o detenuti da investitori qualificati. Inoltre, è stato allineato il trattamento fiscale in capo all'emittente (deducibilità degli interessi passivi nella misura del 30% del reddito operativo lordo e deduzione integrale delle spese di emissione delle obbligazioni) e in capo all'investitore (applicazione della ritenuta d'acconto sugli interessi) a quello più favorevole vigente per le società quotate². Per incoraggiare la domanda di minibond da parte degli in-

1 Come il Nordic ABM operativo dal 2005 in Norvegia, il BondM e l'ORB lanciati nel 2010 in Germania e in UK, l'IBO francese nel 2012. Seguirono L'ExtraMOT PRO in Italia e il Marf in Spagna nel 2013.

2 Per un approfondimento delle modifiche fiscali si veda Broccardo e altri (2014), I mini-bond e i modelli di

investitori è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività d'impresa anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie; inoltre sono state favorite la costituzione di fondi specializzati e l'impiego della cartolarizzazione al fine di conseguire una diversificazione più ampia del rischio e una dimensione dell'emissione adeguata ai grandi investitori.

Alcuni studi empirici documentano una relazione positiva tra l'uso del finanziamento del debito tramite il mercato e le caratteristiche dell'impresa come dimensione, leva finanziaria, età e importo emesso (Houston e James 1996; Krishnaswami e altri 1999; Cantillo e Wright 2000). Inoltre, le piccole imprese non quotate sono generalmente considerate più opache rispetto alle grandi imprese quotate (Rauh e Sufi 2010; Gomes e Phillips, 2012). La teoria finanziaria basata sull'asimmetria informativa sostiene che l'impiego di strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario siano prevalentemente scelti dalle PMI non quotate caratterizzate da una minore qualità creditizia. A causa della maggiore opacità delle PMI non quotate, gli investitori richiedono rendimenti più elevati, per compensare un maggior rischio, potenzialmente non ben misurabile e controllabile. L'asimmetria informativa provoca perciò selezione avversa: le imprese disposte a sopportare il maggior costo di un indebitamento contratto sul mercato sono proprio quelle che hanno meno da perdere. Denis e Mihov (2003) rilevano che il debito privato non bancario - obbligazioni collocate tramite private placement o acquistate esclusivamente dagli investitori qualificati, come per i minibond italiani -, viene preferito dalle imprese dotate di una minore qualità creditizia, escluse dal credito bancario e impossibilitate ad accedere al mercato. Il debito privato non bancario comporta tempi di accesso più rapidi e consente altresì una maggiore flessibilità nella eventuale rinegoziazione delle condizioni in caso di default (Arena 2011).

Il nostro lavoro si basa sulla valutazione delle informazioni pubblicamente disponibili rappresentate dagli indicatori di bilancio delle PMI italiane che

finanziamento delle imprese, in *Bancaria*, n.7-8.

hanno emesso minibond nel triennio 2014-2016. L'analisi dei bilanci nel periodo pre-emissione ci permette di evidenziare, tramite il confronto con un opportuno campione di PMI che non hanno impiegato i minibond, quali sono le possibili determinanti economico-patrimoniali che rendono più probabile l'impiego di tale strumento. Mentre l'analisi dei medesimi indicatori di bilancio, nei tre anni successivi all'emissione, ci consente di valutare l'impatto dei minibond sull'equilibrio finanziario patrimoniale dell'impresa emittente. In particolare, si vuole verificare l'esistenza o meno di un nesso fra emissione dello strumento e crescita dell'impresa o tra l'emissione del minibond ed equilibrio finanziario dell'impresa emittente.

I risultati ottenuti rilevano che le piccole-medie imprese del nostro campione hanno impiegato i minibond per riequilibrare la struttura finanziaria e/o per finanziare una maggiore crescita ma il raffronto con le imprese comparabili a tre anni dall'emissione mostra come questi obiettivi non vengano efficacemente raggiunti.

Il paper è strutturato come segue: il secondo paragrafo offre una panoramica sulle principali evidenze empiriche circa l'accesso al credito delle PMI. Nel terzo paragrafo viene analizzato il campione selezionato, mentre il quarto e il quinto paragrafo sviluppano le due domande di ricerca. Le conclusioni indicano un suggerimento di policy.

2. PMI e accesso al credito: panoramica sulle principali evidenze empiriche

Le imprese italiane e in particolare le PMI, che - come noto - rappresentano l'ossatura del sistema produttivo del nostro paese (Commissione Europea, 2019), presentano una struttura finanziaria caratterizzata da un elevato livello di indebitamento, soprattutto se comparato con quello delle altre imprese eu-

ropee (Banca d'Italia, 2013; Panetta, 2014; De Socio e Finaldi Russo, 2016).

Al riguardo diversi autori in letteratura denunciano un modello di finanziamento delle nostre imprese eccessivamente dipendente dal canale bancario, in specie dai prestiti bancari a breve termine (Forestieri, 2014; Anderloni e Braga, 2019; Tanda e Uselli, 2019). Ripercussioni negative sulla capacità di accesso al credito delle PMI diventano inevitabili, infatti, nel momento in cui a fattori strutturali di fragilità del rapporto banca-impresa (come quelli tipici della realtà italiana testé descritta) si aggiungono elementi congiunturali di instabilità (si pensi alla crisi del debito sovrano del 2011-2012 conseguente alla grave crisi finanziaria iniziata nel 2007 e, più recentemente, alla profonda recessione dell'economia mondiale causata dallo scoppio della pandemia da Covid-19).

Sia le statistiche ufficiali di Banca d'Italia sia i rapporti elaborati da Cerved (per citare alcune delle fonti più utilizzate) evidenziano la presenza ciclica del problema del *credit crunch* e gli effetti dell'onda lunga del razionamento del credito a danno soprattutto delle imprese di piccole e medie dimensioni.

Con riferimento alla crisi del debito sovrano del 2011-12, a seguito della quale l'economia italiana ha attraversato una lunga e profonda fase recessiva, i dati dimostrano che il flusso del credito bancario verso le imprese non finanziarie si è rapidamente ridotto durante la recessione e tale contrazione è perdurata a lungo anche nella fase di ripresa economica (Eramo, Felici, Finaldi Russo e Signoretti, 2018). Inoltre, “a parità di rischiosità, tra il 2012 e il 2019 l'andamento dei finanziamenti alle piccole imprese è stato peggiore di quello complessivo, riflettendo un irrigidimento delle politiche di offerta del credito nei loro confronti” (Banca d'Italia, 2020).

Sempre le statistiche di Banca d'Italia rilevano come, a parità di altre condizioni, le politiche di razionamento del credito nei confronti delle imprese di minori dimensioni siano state adottate soprattutto dalle grandi banche ed evidenziano, al contempo, per il 2019 un maggior ricorso ai canali di finanziamento alternativi (in specie al mercato obbligazionario) da parte delle imprese più rischiose (Banca d'Italia, 2020).

I dati Cerved, con riferimento al medesimo periodo di crisi, confermano la scarsa resilienza della struttura del passivo delle PMI italiane di fronte a *shock* avversi. L'eccessiva dipendenza dal capitale bancario non fa che amplificare gli effetti negativi sulle condizioni, di per sé già precarie, di equilibrio economico-finanziario delle aziende, fino a minarne la stessa sopravvivenza. A questo proposito, nel Rapporto Cerved sulle PMI del 2014 si legge che “le PMI maggiormente dipendenti dalle banche, quelle per cui i debiti bancari pesano per oltre la metà del totale delle risorse a disposizione (attivo), hanno sofferto di più durante la crisi, ampliando i gap negativi già presenti nel 2007 (...). Ne è seguito un consistente ampliamento del divario di rischio, già esistente prima dello scoppio della crisi” (Cerved, 2014).

Ed è innegabile, per arrivare ai giorni nostri, che l'emergenza sanitaria causata dallo scoppio della pandemia da Covid-19 sta provocando effetti dirompenti anche sulla capacità di sopravvivenza delle PMI, date le minori risorse a disposizione rispetto alle grandi imprese e gli ostacoli esistenti nell'accesso al mercato dei capitali (OCSE, 2020).

Dalle evidenze empiriche emerge, pertanto, un modello di finanziamento delle PMI italiane ancora molto debole e fortemente pro-ciclico, da cui ne consegue la necessità, sempre attuale e urgente, di “un deciso spostamento verso i circuiti di mercato dei capitali” (Forestieri, 2014). Spostamento che può concretizzarsi attraverso un ricorso più massiccio a forme e strumenti di finanza alternativa come i minibond (Broccardo, Erzegovesi e Mazzucca, 2014; Caratelli e Fattobene, 2018).

Senza dimenticare che - come dimostra un recente lavoro di Banca d'Italia (Iannamorelli, Nobili, Scalia e Zaccaria, 2020) - attraverso l'emissione di bond, le imprese emittenti riescono a trasmettere un segnale positivo al mercato in merito alla loro solidità e, di conseguenza, riescono a migliorare anche le condizioni di accesso al credito bancario.

3. Il dataset

Il campione utilizzato per la nostra analisi empirica è composto da 113 piccole e medie imprese (PMI³) che hanno emesso Minibond nel triennio 2014-2016 e da 339 peers, per un totale di 452 società. La scelta di concentrare l'attenzione sulle emissioni del triennio in questione è legata al duplice obiettivo del nostro lavoro ovvero verificare quali caratteristiche delle piccole-medie imprese rendano più probabile l'utilizzo di questo strumento finanziario e quale sia l'impatto di questa tipologia di finanziamento sugli equilibri economico-finanziari degli emittenti. Per poter osservare questi effetti post emissione su un periodo almeno triennale, abbiamo concentrato l'attenzione sulle operazioni concluse entro l'anno 2016.

L'elenco di partenza degli emittenti di minibond è stato costituito utilizzando i dati dell'Osservatorio Minibond compilato annualmente dal Politecnico di Milano. Coerentemente con il nostro obiettivo di ricerca e con la definizione europea di PMI, abbiamo escluso dal campione le società emittenti che, sulla base dei dati di bilancio relativi all'anno precedente quello di emissione, presentavano ricavi delle vendite e delle prestazioni superiori a 50 milioni di euro e/o un numero di dipendenti superiore alle 250 unità.

Per la scelta dei peers ci siamo ispirati ad una *pairwise comparison analysis*. Per ogni società emittente sono state selezionate e abbinate tre società comparabili, utilizzando congiuntamente tre parametri:

- ricavi delle vendite e delle prestazioni;
- settore di appartenenza, individuato attraverso il codice ATECO 2007;
- area geografica.

Utilizzando questi criteri, abbiamo quindi individuato, per ogni emittente, tre *peers* appartenenti al medesimo settore imprenditoriale, residenti nella

3 La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Si veda: Commissione europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2019. ISBN 978-92-79-69929-0

medesima macro-area geografica e caratterizzati da un livello complessivo di fatturato simile. Per la costruzione del campione e per la successiva estrazione dei dati contabili delle imprese individuate abbiamo utilizzato il *database* AIDA di Bureau Van Dijk.

La tavola 1 mostra alcune statistiche descrittive relative a due importanti variabili utilizzate per la costruzione del *dataset*: i ricavi delle vendite e delle prestazioni e il numero dei dipendenti. Esse forniscono una misura sulle dimensioni delle società selezionate. Confrontando i dati relativi all'anno precedente quello di emissione ($t - 1$) con quelli registrati dopo tre anni dall'emissione, emerge un aumento medio sia per quanto riguarda i ricavi delle vendite e delle prestazioni sia per quanto riguarda il numero dei dipendenti. Tale aumento risulta più marcato per le società emittenti⁴.

Tavola 1 **Statistiche descrittive delle variabili “ricavi delle vendite e delle prestazioni” e “numero di dipendenti”**

		Media	Media emittenti	Media peers	Mediana
Anno t - 1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	16.668.061 €	16.360.087 €	16.772.883 €	13.355.112 €
	N. dipendenti	67	75	64	45
Anno t + 3	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	21.701.757 €	26.333.055 €	20.282.448€	17.248.112 €
	N. dipendenti	82	108	74	47

Attraverso l'analisi dei codici Ateco 2007 è possibile individuare i principali settori in cui operano le società oggetto di analisi. La tavola 2 presenta una

4 La mancanza di dati disponibili ha determinato una diminuzione del numero totale di osservazioni nel periodo $t+3$. Il numero di osservazioni sia dei ricavi delle vendite e delle prestazioni sia del numero dei dipendenti, è passato da 445 (di cui 113 emittenti e 332 *peers*) a 405 (di cui 95 emittenti e 310 *peers*).

suddivisione per sezioni⁵ e mostra una prevalenza di imprese che svolgono attività manifatturiera. Il dato non sorprende dal momento che la sezione C raggruppa il maggior numero di divisioni, ventitré, seguita dalla sezione M che raggruppa sette divisioni, per un valore medio di 4 divisioni per ciascuna sezione. Complessivamente il nostro campione presenta una buona diversificazione settoriale, essendo rappresentativo di dieci sezioni e trentaquattro divisioni.

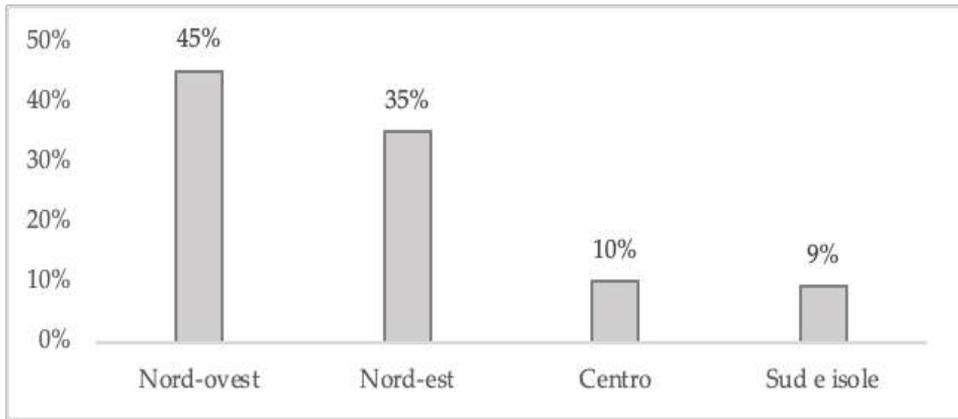
Tavola 2 **Suddivisione del campione per settori di attività**

Ateco 2007-Sezione	Descrizione attività	Peso %
C	Attività manifatturiere	32,96%
D	Fornitura energia elettrica, gas vapore e aria condizionata	3,54%
E	Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	9,73%
F	Costruzioni	4,42%
G	Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli	5,31%
H	Trasporto e magazzinaggio	1,77%
J	Servizi di informazione e comunicazione	11,50%
K	Attività finanziarie e assicurative	10,40%
M	Attività professionali, scientifiche e tecniche	17,70%
N	Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	1,77%

5 La classificazione Ateco 2007 presenta le varie attività economiche raggruppate, dal generale al particolare, in sezioni, divisioni, gruppi, classi, categorie e sottocategorie.

La figura 1 mostra la suddivisione del campione per aree geografiche. Le società prese in esame operano prevalentemente nel nord Italia, mentre sono meno numerose le società del centro Italia e del Sud Italia e isole che rappresentano rispettivamente il 10 per cento e il 9 per cento del campione.

Figura 1 **Suddivisione del campione per area geografica**



Al fine di poter rispondere ai nostri quesiti di ricerca, abbiamo effettuato un'analisi empirica utilizzando alcuni indicatori finanziari e di redditività che verranno descritti in dettaglio nel successivo paragrafo.

4. Quali tipologie di PMI emettono minibond?

La nostra prima domanda di ricerca mira a individuare quali tipologie di piccole e medie imprese si siano maggiormente accostate al nuovo canale di approvvigionamento fondi offerto dai minibond. In particolare, al di là del perimetro normativo delineato dal legislatore, abbiamo voluto approfondire quali caratteristiche d'impresa abbiano reso lo strumento più interessante, favorendo l'emissione.

Partendo dall'universo delle piccole e medie imprese che hanno emesso minibond nel triennio 2014-2016 e da un campione di peers selezionati su base dimensionale e settoriale, abbiamo stimato una regressione di tipo probit mirata a valutare se la probabilità di emissione sia dipendente da alcuni variabili relative alla situazione economico-finanziaria dell'impresa nell'esercizio antecedente l'operazione.

Le variabili esplicative prese in considerazione sono teoricamente suddivisibili in tre sottoinsiemi⁶. Innanzitutto abbiamo considerato alcune variabili finanziarie relative al livello di indebitamento e al peso degli oneri finanziari. In particolare abbiamo considerato i seguenti regressori:

- L'indebitamento bancario in percentuale dei ricavi (BANKDEBT);
- Il costo del debito bancario (COST_DEBT), misurato attraverso il rapporto fra gli oneri finanziari e l'esposizione debitoria verso le banche;
- Il livello di leva finanziaria, misurata dal rapporto fra debiti e patrimonio netto (LEV).

Il segno atteso per la variabile BANK_DEBT è positivo, dal momento che una più elevata dipendenza dal debito bancario dovrebbe rendere più attraente la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, innalzando la probabilità che l'impresa possa ricorrere allo strumento del minibond. Anche per la variabile COST_DEBT il segno atteso è positivo: un maggior costo di finanziamento si accompagna infatti potenzialmente a fenomeni di razionamento del credito e, di conseguenza, ad un maggior interesse a sfruttare canali alternativi di approvvigionamento fondi. Al contrario, il segno atteso della variabile LEV è negativo dal momento che le imprese meno patrimonializzate e,

6 Le variabili sono state winsorizzate, ponendo le osservazioni estreme verso il basso e verso l'alto rispettivamente pari al livello del quinto e novantacinquesimo percentile, al fine di neutralizzare l'impatto analitico degli outliers.

quindi, meno solide sotto il profilo creditizio riscontrano in genere maggiori difficoltà di accesso al mercato obbligazionario.

Sempre rimanendo sul fronte delle variabili finanziarie, un secondo fattore rilevante è il livello di liquidità che, nella nostra analisi, abbiamo misurato attraverso il rapporto fra l'attivo circolante al netto delle rimanenze e il debito a breve termine. Il segno atteso della variabile LIQ è in questo caso negativo, dal momento che un'impresa caratterizzata da liquidità più abbondante potrebbe essere potenzialmente meno interessata a reperire denaro fresco attraverso l'emissione di minibond.

Infine, sul fronte delle variabili economiche abbiamo considerato:

- Il tasso di crescita dell'impresa (GROWTH), misurato come variazione percentuale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni nel triennio antecedente l'emissione;
- La redditività della gestione operativa, misurata come rapporto fra risultato di gestione e fatturato (EBITDA_SALES).

Il segno atteso della variabile GROWTH è positivo, dal momento che una società in rapida crescita riscontra generalmente maggiori esigenze di finanziamento e potrebbe quindi essere più interessata a sfruttare modalità di approvvigionamento fondi alternative e aggiuntive rispetto al canale bancario. Al contrario, il segno atteso per la variabile EBITDA_SALES è negativo dal momento che un'impresa più redditizia e quindi capace di un maggior grado di autofinanziamento potrebbe avere minori necessità di indebitamento e quindi minor incentivo a sfruttare un canale di finanziamento innovativo come quello dei minibond, caratterizzato inevitabilmente da un certo grado di complessità, quantomeno nei primi esperimenti.

La tavola 3 presenta alcune statistiche descrittive relative alle variabili uti-

lizzate nell'analisi. A questo livello preliminare e univariato, molte delle ipotesi appena enunciate appaiono confermate. Le piccole-medie imprese che hanno emesso minibond nel triennio 2014-2016 sono caratterizzate da un livello di indebitamento bancario e da un peso degli oneri finanziari relativi a tale indebitamento maggiori rispetto ai loro peers. La loro situazione di liquidità appare meno florida, a fronte di un tasso medio di crescita dei ricavi più sostenuto e di una redditività operativa superiore. Il quadro che ne emerge è quello di un gruppo di imprese in fase di crescita e per questo un po' in affanno nella copertura dei fabbisogni finanziari generati dal salto dimensionale. L'unico dato non coerente con l'impianto concettuale presentato è quello relativo al grado di leva finanziaria. Le imprese emittenti, rispetto ai peers, paiono caratterizzate da un maggior grado di leva finanziaria e dunque patrimonialmente meno solide. Questo fattore di debolezza dovrebbe rendere più difficoltoso l'accesso al canale di raccolta fondi diretto attraverso minibond, piuttosto che favorirlo. D'altro canto però un utilizzo più aggressivo della leva finanziaria può anche denotare una maggiore propensione al rischio da parte dell'impresa che, a sua volta, potrebbe rappresentare terreno fertile per la sperimentazione di un nuovo strumento finanziario e di un canale di approvvigionamento fondi innovativo.

Tavola 3 Statistiche descrittive delle variabili indipendenti utilizzate nella prima domanda di ricerca

		Media	Media emittenti	Media peers	Mediana
Indebitamento bancario	BANKDEBT	21,63	39,60	16,12	13,76
Costo del debito bancario	COST_DEBT	5,22	6,14	4,79	4,93
Leva finanziaria	LEV	1,03	1,53	0,86	0,47
Indice di liquidità	LIQ	1,32	1,01	1,42	1,09
Tasso di crescita dei ricavi	GROWTH	26,13	44,82	19,81	8,65
Redditività operativa	EBITDA_SALES	12,69	13,37	12,47	8,72

Passando all'analisi econometrica, la tavola 4 sintetizza i risultati di una regressione probit mirata a meglio indagare, in un contesto multivariato, i fattori che condizionano la probabilità per una piccola-media impresa di accostarsi al nuovo strumento dei minibond. Le due specificazioni alternative si differenziano sostanzialmente per l'inserimento delle variabili indipendenti relative al costo del debito bancario e al tasso di crescita dei ricavi. Dal momento che questi due dati non sono disponibili per tutte le imprese del campione, il loro inserimento comporta una riduzione del numero di osservazioni da 346 a 226.

I risultati sintetizzati nella tavola 4, relativamente alla prima specificazione, confermano la forte rilevanza e il segno atteso della variabile relativa al peso dell'indebitamento bancario. Le imprese gravate da un'esposizione debitoria verso banche più consistente si accostano più frequentemente al canale di raccolta alternativo offerto dai minibond. L'aumento di 1 punto del debito bancario in percentuale dei ricavi incrementa di 2,3 punti percentuali la probabilità di emissione. Le altre variabili inserite nel modello non sono invece statisticamente significative. Complessivamente la regressione presenta un pseudo R quadro di McFadden non trascurabile, pari a 16,92 per cento, che attesta una buona capacità esplicativa del modello.

Nella seconda specificazione si conferma la rilevanza della variabile BANKDEBT, con elevata significatività e coefficiente ulteriormente rafforzato. Il regressore relativo al costo del debito bancario, COST_DEBT, risulta fortemente significativo sotto il profilo statistico e presenta il segno atteso. L'aumento di 1 punto percentuale nel costo del debito comporta un aumento del 15,8 per cento nella probabilità che l'impresa emetta minibond. Anche la variabile relativa al tasso di crescita dei ricavi presenta il segno atteso ed è statisticamente significativa, indicando quindi come le imprese in fase di accelerato sviluppo siano più propense ad utilizzare questo nuovo canale di finanziamento per supportare la crescita. La leva finanziaria si conferma non rilevante, così come l'indice di liquidità e la redditività operativa. Lo pseudo R

quadro di McFadden raggiunge in questo caso il 22,80 per cento, incrementando ulteriormente la capacità esplicativa del modello.

In estrema sintesi, la nostra analisi indica come le piccole medie imprese che emettono minibond siano prevalentemente motivate da esigenze relative alla gestione della propria esposizione debitoria. I driver più importanti dell'utilizzo dello strumento sono la ricerca di diversificazione delle fonti di finanziamento e il tentativo di ridurre il costo del debito. Meno rilevanti appaiono invece i fattori relativi alla sfera finanziaria ed economico-reddituale, anche se le piccole e medie imprese caratterizzate da una crescita rapida tendono ad essere più attive su questo mercato.

Tavola 4 Sintesi dell'analisi multivariata sui driver dell'emissione di minibond

In entrambe le specificazioni la variabile dipendente **EMITTENTE** è una dummy con valore pari a 1 se l'impresa è emittente di minibond e pari a 0 se l'impresa è invece inclusa nel campione per similitudine per un emittente (definita anche come comparabile o peer). Le variabili indipendenti sono così definite: **BANKDEBT**: rapporto fra l'indebitamento bancario e i ricavi delle vendite o delle prestazioni; **COST_DEBT**: oneri finanziari su ricavi delle vendite o delle prestazioni; **LEV**: rapporto fra debito e mezzi propri; **LIQ**: indice di liquidità; **EBITDA**: rapporto fra l'Ebitda e i ricavi dei vendite o delle prestazioni; **GROWTH**: tasso di crescita dei ricavi nei 3 anni precedenti l'emissione.

	Prima specificazione			Seconda specificazione		
	Coefficiente	Statistica z	Probabilità	Coefficiente	Statistica z	Probabilità
BANKDEBT	0,023	5,946***	0,000	0,029	5,395***	0,000
COST_DEBT				0,157	4,219***	0,000
LEV	0,037	0,529	0,596	0,001	0,022	0,982
LIQ	-0,149	-1,176	0,239	0,013	0,073	0,941
EBITDA	0,001	0,211	0,832	-0,009	-0,922	0,356
GROWTH				0,007	3,748***	0,000
R quadro McFadden	0,169			0,228		
Statistica LR	62,69			61,65		
N. osservazioni	339			220		
Di cui: N. Emittenti	80			67		

Note: *** = Statisticamente significativo al livello di confidenza 1%. ** = Statisticamente significativo al livello di confidenza 5%. * = Statisticamente significativo al livello di confidenza 10%

5. Emettere minibond ha un impatto sullo sviluppo delle PMI?

La nostra seconda domanda di ricerca mira ad analizzare l'impatto del ricorso ai minibond sull'equilibrio economico-finanziario delle imprese emittenti. In pratica ci chiediamo: le piccole-medie imprese che decidono di utilizzare questo nuovo strumento di raccolta riescono a incrementare il proprio tasso di crescita? Oppure riescono a meglio equilibrare la propria struttura finanziaria, riducendo il peso dell'indebitamento bancario, il grado di leva finanziaria e il costo del debito?

Partendo nuovamente da un'evidenza descrittiva e univariata, la Tavola 5 restituisce un quadro in chiaroscuro. Per ciascun indice economico-finanziario, viene riportato il valore registrato tre anni dopo il collocamento ($t+3$) e la variazione di valore rispetto all'anno precedente il collocamento ($t-1$), sia per le imprese emittenti sia per il gruppo delle comparabili. Innanzitutto si conferma un maggior livello di indebitamento bancario delle imprese che hanno emesso minibond rispetto ai peers, anche negli anni successivi all'emissione. In un contesto di generale incremento del peso del debito sui ricavi nel periodo esaminato (+2,19%), le imprese emittenti sono però riuscite a contenere l'appesantimento della struttura finanziaria in maniera più efficace rispetto al gruppo delle comparabili (+1,12% contro +2,50%). Meno incoraggiante il risultato sul fronte del costo del debito: a fronte di un aumento generalizzato degli oneri finanziari, le imprese emittenti mostrano mediamente un incremento superiore rispetto ai peers. Per quanto riguarda il grado di leva finanziaria e l'indice di liquidità, le imprese emittenti si confermano meno patrimonializzate e meno dotate di risorse liquide. Le variazioni dei due indicatori non appaiono significativamente diverse nelle imprese emittenti rispetto al gruppo delle comparabili, non evidenziando quindi alcun effetto di riequilibrio per effetto dello sfruttamento di un nuovo canale di finanziamento.

Passando ai dati economici, le imprese emittenti risultano caratterizzate da

un maggior tasso di crescita dei ricavi, accompagnato però da una redditività operativa inferiore. Per giunta, a fronte di una generalizzata contrazione dei ricavi (-11%), le imprese emittenti risultano maggiormente penalizzate rispetto al gruppo delle comparabili (-18,09% contro -8,93%). Analogamente, in un contesto di limatura al ribasso della redditività operativa, le imprese emittenti appaiono più in sofferenza rispetto ai peers (-7,28% contro -0,89%).

A questo livello analitico, l'emissione di minibond non parrebbe quindi esercitare influssi benefici sugli equilibri gestionali della piccola-media impresa, se non limitatamente ad una maggiore capacità di emancipazione dall'indebitamento bancario.

Tavola 5 **Statistiche descrittive delle variabili dipendenti utilizzate nella seconda domanda di ricerca**

La Tavola riporta una serie di variabili, relative all'equilibrio economico finanziario delle imprese del campione, rilevate – sia per gli emittenti sia per i peers associati a ciascun emittente – tre anni dopo l'emissione di minibond (t+3) e la relativa variazione rispetto al valore registrato nell'anno precedente l'emissione (t-1). Gli indicatori misurati 3 anni dopo l'emissione sono tutti contrassegnati con il suffisso _POST.

		Media	Media emittenti	Media peers	Mediana
Indebitamento bancario	BANKDEBT_POST	26,18	41,91	21,19	19,32
Variazione indebitamento	DELTA_BANKDEBT	2,19	1,12	2,50	0,00
Costo del debito	COSTDEBT_POST	5,35	7,12	4,64	4,11
Variazione costo debito	DELTA_COSTDEBT	0,12	0,59	-0,11	-0,38
Leva finanziaria	LEV_POST	0,82	1,36	0,66	0,35
Variazione leva finanziaria	DELTA_LEV	-0,23	-0,21	-0,23	-0,03
Indice di liquidità	LIQ_POST	1,62	1,27	1,72	1,22
Variazione liquidità	DELTA_LIQ	0,28	0,29	0,28	0,15
Tasso di crescita dei ricavi	GROWTH_POST	14,48	19,47	12,96	11,68
Variazione tasso di crescita	DELTA_GROWTH	-11,06	-18,09	-8,93	1,24
Redditività operativa	EBITDA_POST	10,30	5,56	11,68	8,05
Variazione redditività	DELTA_EBITDA	-2,29	-7,28	-0,89	0,18

Procedendo in un contesto multivariato, la Tavola 6 sintetizza i risultati di una serie di regressioni OLS nelle quali le variabili dipendenti sono alcuni indici-economico-finanziari misurati, per ciascuna impresa emittente e per i relativi peers, tre anni dopo il collocamento di minibond. In particolare, vengono riportate le analisi relative ai livelli di indebitamento bancario, di leva finanziaria, di costo del credito e di crescita dei ricavi che presentano i risultati più significativi⁷. In ciascuna equazione le due variabili indipendenti di maggior interesse sono:

- Una dummy che indica se l'impresa sia o meno un emittente di minibond;
- Una interazione fra la dummy EMITTENTE e la variabile dipendente laggata, rilevata nell'anno precedente l'emissione.

Sul fronte delle variabili di controllo, in ciascuna regressione è inserito un set completo, anche se parsimonioso, di indici espressivi dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa, rilevati nell'anno precedente l'emissione, e il dato relativo al numero di dipendenti come proxy della dimensione dell'impresa. Le dummy relative alla macroarea geografica di localizzazione dell'impresa non sono riportate nella Tavola 6, in quanto non risultano mai significative, per effetto del criterio di abbinamento per similarità utilizzato per la costruzione del campione. Come nella prima domanda, non è stato possibile inserire la variabile relativa al costo del debito in tutte le specificazioni, in quanto il numero elevato di valori mancanti avrebbe ridotto in misura eccessiva il campione di osservazioni incluse nell'analisi.

7 I risultati delle regressioni relative alla situazione di liquidità e alla redditività operativa non sono riportate in Tavola 6, in quanto i risultati non mostrano fenomeni degni di nota e significativi dal punto di vista statistico.

Tavola 6 Sintesi dell'analisi multivariata sull'impatto dell'emissione di minibond sull'equilibrio economico-finanziario dell'impresa

La definizione delle variabili utilizzate nella Tavola è invariata rispetto a quanto riportato nella nota esplicativa della Tavola 3. I suffissi _PRE e _POST indicano rispettivamente: **_PRE**: variabile rilevata l'anno precedente un'emissione di minibond (t-1), sia per l'emittente sia per le imprese associate per similitudine all'emittente; **_POST**: variabile rilevata 3 anni dopo l'emissione di minibond (t+3), sia per l'emittente sia per le imprese associate per similitudine all'emittente.

	Bankdebt_post	Lev_post	Costdebt_post	Growth_post
Emittente	29,28*** (4,59)	0,78*** (3,25)	-0,15 (-0,08)	14,98* (1,82)
Bankdebt_pre	0,25*** (2,97)	0,002 (0,55)	-0,02 (-1,17)	0,05 (0,34)
Lev_pre	-2,20* (-1,70)	0,22*** (3,44)	0,90*** (3,37)	-3,08 (-1,27)
Costdebt_pre			0,27* (1,19)	
Liq_pre	-0,28 (-0,14)	0,16* (1,86)	0,26 (0,45)	-3,08 (0,86)
Growth_pre	-0,12*** (-3,54)	0,002 (1,37)	-0,001 (-0,178)	0,06 (1,03)
Ebitda_pre	-0,14 (-1,23)	-0,006 (0,22)	0,078*** (2,64)	-0,29 (-1,39)
Dip	0,02 (1,00)	0,001 (0,73)	0,002 (0,37)	0,19*** (5,19)
Emittente*Bankdebt_pre	-0,29* (-1,94)			
Emittente*Lev_pre		-0,17 (-1,42)		
Emittente*Costdebt_pre			0,30 (1,19)	
Emittente*Growth_pre				-0,28*** (-2,76)
R quadro	0,20	0,14	0,23	0,13
R quadro Adjusted	0,18	0,11	0,19	0,11
Statistica F	8,29	5,20	4,86	4,90
Statistica Durbin-Watson	2,17	2,17	1,66	1,78
N. osservazioni	273	267	153	286

La prima specificazione mostra una significativa correlazione fra il livello di indebitamento ex post, il livello di indebitamento ex ante e lo status di emittente di minibond. Quindi, le imprese più esposte verso il sistema bancario al tempo (t-1) continuano a rimanere tali anche in (t+3), con un effetto di trascinamento del problema, e lo stesso vale per le realtà che decidono di utilizzare il canale di approvvigionamento alternativo offerto dai minibond. Il segno negativo e la lieve significatività statistica del termine di interazione indica che le imprese più oberate di debito bancario riescono però a guadagnare un po' di respiro tramite l'emissione di obbligazioni, riducendo l'esposizione complessiva. Il coefficiente negativo e statisticamente significativo del regressore GROWTH_PRE mostra come le imprese caratterizzate da una crescita più rapida riescano a ridurre il peso dell'indebitamento sui ricavi d'esercizio. La variabile LEV_PRE, negativa e debolmente significativa, indica uno sforzo di riduzione dell'esposizione debitoria da parte delle imprese caratterizzate da livelli di patrimonializzazione più contenuti in (t-1). Le altre variabili di controllo, compresa la proxy dimensionale, non sono statisticamente significative.

Osservando la seconda specificazione, si riscontra una situazione analoga a quella relativa al livello di indebitamento. Prevale un effetto trascinamento: le imprese caratterizzate da una leva finanziaria maggiore in (t-1), permangono tali anche in (t+3). Le imprese emittenti di minibond risultano essere meno patrimonializzate, ma in questo caso – a differenza di quanto emerso analizzando il livello di indebitamento bancario – l'utilizzo del nuovo canale di finanziamento non esercita alcun effetto mitigante e non contribuisce al riequilibrio della situazione finanziaria.

A differenza di quanto emerso nell'analisi univariata, la terza specificazione non evidenzia un legame significativo fra il costo del debito e lo status di emittente di minibond. Di nuovo emerge un effetto trascinamento: le im-

prese caratterizzate da un maggior peso degli oneri finanziari sui ricavi in (t-1) permangono tali anche in (t+3). I due regressori più significativi sotto il profilo statistico sono il livello di leva finanziaria e la redditività operativa. Il costo del debito è più elevato nelle imprese meno patrimonializzate e quindi più rischiose, ma risulta superiore anche nelle imprese più redditizie le quali probabilmente – proprio in virtù di margini più abbondanti – sono disposte a sopportare costi di finanziamento maggiori.

L'ultima specificazione, relativa al tasso di crescita dei ricavi, restituisce un quadro poco confortante. La superiorità delle imprese emittenti sotto questo profilo – evidenziata al momento dell'emissione – permane, ma risulta fortemente indebolita. Il segno negativo del termine di interazione indica come l'utilizzo del nuovo canale di approvvigionamento non si associ ad una spinta propulsiva sui ricavi, ma semmai proprio l'opposto. Tra le variabili di controllo l'unica significativa è quella dimensionale che indica una maggiore vitalità e capacità di crescita delle piccole-medie imprese con maggior numero di dipendenti.

6. Conclusioni

Il nostro lavoro ruota intorno a due domande di ricerca. Da un lato vogliamo evidenziare quali siano le caratteristiche economico-finanziarie delle piccole-medie imprese che si sono accostate al nuovo strumento di raccolta offerto dai minibond. Dall'altro vogliamo verificare se la maggior diversificazione delle fonti di finanziamento realizzata attraverso il collocamento di obbligazioni abbia generato, a distanza di tre anni, ricadute significative sugli equilibri gestionali delle imprese emittenti.

In estrema sintesi, la nostra analisi indica come le piccole medie imprese

che emettono minibond siano caratterizzate da un maggior peso dell'indebitamento bancario, da un costo del debito più elevato e da una maggiore crescita dei ricavi rispetto al campione delle aziende comparabili, selezionato utilizzando criteri di similitudine dimensionale, settoriale e geografica. I driver che motivano le piccole-medie imprese ad esplorare questo nuovo canale di raccolta sarebbero quindi da ricercare in esigenze di riequilibrio della struttura finanziaria e/o nella necessità di finanziare una crescita accelerata dell'operatività aziendale. Questa evidenza è peraltro coerente con le motivazioni prevalentemente citate dalle imprese emittenti stesse nei prospetti informativi delle emissioni.

L'osservazione e la comparazione degli emittenti con le imprese comparabili a 3 anni dall'emissione mostra però come questi obiettivi non vengano efficacemente raggiunti. Sul fronte dello stato patrimoniale, le imprese emittenti continuano ad essere caratterizzate da un maggior indebitamento bancario e da un maggior grado di leva. L'utilizzo del nuovo canale di raccolta, pur fornendo uno strumento di emancipazione dalle banche, non risulta risolutivo nel riequilibrare la struttura finanziaria. Sul fronte economico, l'accesso al mercato obbligazionario non innesca un'ulteriore accelerazione della crescita che, al contrario, perde impeto.

In termini di policy, i nostri risultati suggeriscono la necessità di un accompagnamento professionale delle piccole-medie imprese, se si vuole realizzare efficacemente una ristrutturazione finanziaria o uno scatto di crescita. La disponibilità di una nuova fonte di finanziamento, alternativa al canale bancario, non è di per sé sufficiente a innescare un processo pervasivo e duraturo di evoluzione gestionale.

Bibliografia

- [1] L. Anderloni e D. Braga, *Il finanziamento delle startup e delle PMI*, Pearson, 2019.
- [2] M. P. Arena, “The corporate choice between public debt, bank loans, traditional private debt placements, and 144A debt issues”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol.36, 2011.
- [3] Banca d’Italia, *Relazione annuale*, anni vari.
- [4] E. Broccardo, L. Erzegovesi e M. Mazzuca, “I minibond e i modelli di finanziamento delle imprese”, *Bancaria*, n. 7-8, 2014.
- [5] M. Cantillo, J. Wright, “How Do Firms Choose Their Lenders? An Empirical Investigation”, *Review of Financial Studies* 13, 2000.
- [6] M. Caratelli e L. Fattobene, “Strumenti alternativi di finanziamento per le Pmi: minibond, crowdfunding e business lending”, *Bancaria*, n.11, 2018.
- [7] Cerved, *Rapporto sulle PMI*, anni vari.
- [8] Commissione Europea, *Annual Report on European SMEs 2018/2019*, November 2019.
- [9] A. De Socio and P. Finaldi Russo, “The debt of Italian non-financial firms: an international comparison”, *Questioni di economia e finanza*, N. 308, Banca d’Italia, 2016.
- [10] G. Eramo, R. Felici, P. Finaldi Russo e F. M. Signoretti, “How slow is the recovery of loans to firms in Italy?”, *Questioni di economia e finanza*, N. 469, Banca d’Italia, 2018.
- [11] G. Forestieri, “I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, *Bancaria*, n.6, 2014.
- [12] A. Gomes, G. Phillips. “Why do public firms issue private and public securities?” *Journal of Financial Intermediation* vol.21, n. 4, 2012.
- [13] J. Houston e C. James, “Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims”, *The Journal of Finance* vol. 51, n. 5, 1996.

- [14] S. Krishnaswami, P. Spindt, V. Subramaniam, “Information Asymmetry, Monitoring and the Placement Structure of Corporate Debt”, *Journal of Financial Economics* n. 51, 1999.
- [15] OCSE, *Covid-19: Risposte di Policy per le PMI*, marzo 2020.
- [16] F. Panetta, “Un sistema finanziario per la crescita”, *The Adam Smith Society*, Milano, 27 gennaio 2014.
- [17] Politecnico di Milano, Osservatorio Minibond - *Report italiano sui Minibond*, anni vari.
- [18] J. D. Rauh, A. Sufi. “Capital structure and debt structure”, *The Review of Financial Studies* 23, n. 12, 2010.
- [19] Tanda e A. Uselli, “La struttura finanziaria delle microimprese italiane: un confronto tra imprese innovative e tradizionali”, *Bancaria*, n. 7-8, 2019.

Elenco Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi [◇]

(anni 2017/18/19/20)

I *Saggi* compongono la parte monografica che dà il titolo ai vari numeri di Economia Italiana. Tali lavori vengono raccolti tramite Call for papers o su invito diretto degli editors che poi li valutano. A questi lavori si aggiungono i *Contributi*, anch'essi articoli di taglio scientifico, che vengono valutati in forma anonima da due referees individuati dagli editors o scelti dalla redazione fra i membri del Comitato Scientifico della Rivista. L'elenco che segue comprende gli editors e gli altri referees che hanno valutato i *Saggi* e *Contributi*, ai quali va il sentito ringraziamento di Economia Italiana.

1. Alberto Baffigi, Banca d'Italia
2. Matteo Bugamelli, Banca d'Italia*
3. Giuseppe De Arcangelis, Sapienza Università di Roma*
4. Giorgio Di Giorgio, Luiss Guido Carli
5. Stefano Fantacone, CER - Centro Europa Ricerche**
6. Emma Galli, Sapienza Università di Roma*
7. Enrico Giovannini, Università di Roma "Tor Vergata"*
8. Paolo Guerrieri, Sapienza Università di Roma
9. Marcello Messori, Luiss Guido Carli SEP*
10. Roberto Monducci, Istat*
11. Antonio Ortolani, AIDC
12. Alberto Petrucci, Luiss Guido Carli*
13. Paola Profeta, Università Bocconi*
14. Fabiano Schivardi, Luiss Guido Carli*
15. Marco Spallone, Università "Gabriele d'Annunzio", Chieti - Pescara
16. Lucia Tajoli, Politecnico di Milano
17. Attilio Trezzini, Università di Roma Tre

* *editor o guest editor*

** *guest editor e referee*

◇ Oltre ai *Saggi* e ai *Contributi*, Economia Italiana pubblica *Interventi*, che sono discorsi di esponenti delle istituzioni o delle associazioni di categoria, e *Rubriche*, che rappresentano opinioni di business. Per questo tipo di articoli la selezione avviene a cura della direzione e della redazione.

PARTNER ISTITUZIONALI



BUSINESS PARTNER



Deloitte.



sara 

SOSTENITORI

Assonebb

Banca Profilo

Confindustria Piacenza

Kuwait Petroleum Italia

Natixis IM

Oliver Wyman

SACE

Sisal

TIM

Per attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2021

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI21	€ 60,00 causale: EII21	€ 130,00 causale: MBEII21
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE21	€ 80,00 causale: EIE21	€ 180,00 causale: MBEIE21
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW21	€ 30,00 causale: EIW21	€ 75,00 causale: MBEIW21

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Publicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

ECONOMIA ITALIANA 2020/3

Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

Il binomio innovazione finanziaria-crescita economica svolge un ruolo fondamentale per il sistema capitalistico e la sua capacità di generare ricchezza e benessere. Gli editor **Giuseppe De Arcangelis** e **Alberto Petrucci**, nella loro introduzione **Innovare nella finanza per crescere di più in Italia: quali prospettive?** descrivono i canali attraverso i quali la finanza può favorire la crescita economica e mettono in luce come i quattro saggi pubblicati nel presente volume evidenzino la necessità di un intervento pubblico volto a correggere i “fallimenti di mercato”.

Il saggio di apertura di Giovanni **Ferri** illustra a fondo il nesso fra finanza e crescita, contrapponendo buona finanza e finanza predatoria. Anche qui, secondo gli editor, i *green bonds* sono uno strumento da valorizzare, rappresentando “un valido esempio di una finanza responsabile, sostenibile dal punto di vista ambientale e attenta alle questioni intergenerazionali. Si tratta di uno strumento che potrebbe assicurare una specie di ‘neutralità intergenerazionale’, in base alla quale oneri finanziari a carico delle future generazioni vengono compensati da una crescita sana e prolungata nel tempo”.

Gli altri saggi affrontano ciascuno strumenti e modalità di finanza innovativa. Nel valutare la mancata implementazione del *direct lending* alle imprese da parte delle assicurazioni, **Baldi, Allodi, Bocchialini e Cacciamani** suggeriscono l’introduzione di semplificazioni procedurali e/o organizzative o la possibilità di acquisto dei titoli emessi dalle PMI. **Abis, Damilano, De Vincentiis e Pia** propongono interventi di politica economica per facilitare un riequilibrio economico-finanziario delle PMI e far sì che i *minibond* possano favorire la crescita dimensionale delle imprese. Infine, visto che le imprese finanziate con *venture capital* risultano più innovative, **Baldi e Peano** suggeriscono l’adozione di misure di politica economica utili a promuovere tale forma di finanziamento in Italia e a stimolare indirettamente l’innovazione tecnologica.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell’economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L’Editrice Minerva Bancaria si impegna a riprendere questa sfida e a fare di Economia Italiana il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.