

# 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](http://www.economiaitaliana.org)**

---

## **Editrice Minerva Bancaria srl**

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@economiaitaliana.org](mailto: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](mailto: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)

# Finanziamento all'innovazione: generare opportunità anche in periodi di crisi

**Paola Papanicolaou \***

Il finanziamento all'innovazione è vitale per l'economia tanto che, a livello aggregato, è uno dei maggiori propulsori dello sviluppo economico. Finanziare l'innovazione diventa ancor più centrale in momenti di crisi perché può rappresentare un importante fattore di rilancio.

Con quali strumenti e risorse è necessario finanziare l'innovazione, quali sono i principali player e quali sono gli incentivi?

Per le aziende nelle prime fasi di vita i Business Angels e i Venture Capital (VC) giocano un ruolo fondamentale, apportando sia le risorse finanziarie sia le competenze in grado di aumentare la probabilità di successo di un progetto innovativo. Negli ultimi anni in Europa il VC ha dimostrato un forte dinamismo<sup>1</sup> tanto che nel 2019 il valore delle operazioni si è attestato a 32,4 miliardi di euro, in crescita del 33% rispetto all'anno precedente. Sempre nello scorso anno l'Europa ha attratto più investimenti da Asia e Nord America (40% del totale), manifestando una crescente attrattività delle proprie start-up e collezionando ben 18 “unicorni”, ovvero start-up con valori di almeno un miliardo di euro. Anche in Italia il VC ha continuato a svilupparsi confermando il 2019 come anno record sia per il numero di operazioni realizza-

---

\* Responsabile Direzione Centrale Innovazione, Intesa Sanpaolo - [paola.papanicolaou@intesasanpaolo.com](mailto:paola.papanicolaou@intesasanpaolo.com)

1 Pitchbook (2019) European Annual Venture Report

te, 148 rispetto alle 102 del 2018, sia per i capitali investiti, 597 milioni di euro contro 521. Nel panorama del Venture Capital europeo ha preso piede anche il Corporate Venture Capital (CVC), ovvero veicoli di finanziamento di grandi Gruppi finanziari e industriali. Studi<sup>2</sup> hanno dimostrato che le aziende finanziate dai CVC sono più innovative rispetto a quelle finanziate da VC tradizionali. Questo perché i CVC uniscono alle caratteristiche del VC le competenze specifiche della propria industry e una maggiore “tolerance for failure”. In maniera analoga al VC, il CVC in Europa è cresciuto in maniera sostanziale per 8 anni consecutivi, arrivando a 14,7 miliardi di euro nel 2019, con una crescita del 52,6% rispetto al 2018. Il segmento di investimento più rilevante è stato quello del software e fintech (più del 30% del valore totale), segnale che i grandi gruppi ricercano nelle start-up nuove tecnologie e prodotti innovativi per il loro business.

Rispetto agli ultimi anni, il 2020 potrebbe segnare una discontinuità nel settore a causa dell’impatto che la crisi sanitaria sta avendo sui mercati e sull’economia globale. Il tessuto imprenditoriale ha subito un forte indebolimento, tanto che molte imprese dovranno ricapitalizzarsi per non fallire. Come ha affrontato il VC il primo semestre del 2020? I primi sei mesi dell’anno in corso hanno visto un rallentamento<sup>3</sup> rispetto al 2018 e al 2019 ma, date le dimensioni della crisi, le aspettative potevano essere molto peggiori. In Europa il dato del primo semestre è in lieve flessione rispetto al 2019 in termini di valore dei deal, pari a 18,4 miliardi di euro, probabilmente grazie alla pipeline di deal costruita durante l’anno record del 2019. Il primo semestre ha visto la prevalenza di investimenti in ambito digitale – il segmento meno impattato dalla crisi –, registrando valutazioni in linea con il 2019. Al contempo, i fondi hanno prediletto investimenti nel loro portafoglio esistente, con una strategia follow-on, rispetto a nuovi investimenti early-stage, cercando di supportare le aziende in portafoglio. Anche per il CVC europeo il primo semestre del 2020

---

2 Chemmanur, T.J., Loutschina E., Tian, X. “Corporate Ventura Capita, Value Creation, and Innovation”, The Review of Financial Studies, 2014

3 Pitchbook (2020) Q2 European Venture Report

ha tenuto il passo con il 2019, con 8,2 miliardi di euro di investimenti, principalmente in tecnologie. In Italia invece l'ammontare investito totale ha subito un calo significativo nel primo semestre del 2020 (217 milioni di euro rispetto ai 311 dello stesso periodo dell'anno precedente), con una diminuzione del valore investito in follow-on (-84%) e una leggera crescita dell'ammontare investito nelle fasi iniziali (+1%). L'Italia subisce il ritardo accumulato nello sviluppo del segmento e si è dimostrata meno resiliente rispetto ai grandi player europei.

Sebbene il capitale di rischio sia la linfa vitale dell'innovazione, il debito è un altro importante strumento a supporto di progetti innovativi, tanto che è stato dimostrato come uno shock positivo all'offerta di credito bancario aumenti il grado di innovatività delle aziende sul territorio<sup>4</sup>. La rischiosità del finanziamento a start-up innovative può essere mitigata sia dallo stadio di vita al momento del finanziamento sia da un idoneo sistema di incentivi.

Le start-up innovative che ottengono debito bancario sono spesso in uno stadio di vita avanzato del ciclo di vita. In sostanza chiedono debito per crescere, internazionalizzarsi o sviluppare nuovi prodotti e servizi e sono meno rischiose rispetto a società appena costituite. Al contempo, godono, sin dalla loro nascita, della copertura del Fondo di Garanzia<sup>5</sup> che fino a oggi ha garantito complessivamente 1,3 miliardi di euro di prestiti per start-up (4,8% in sofferenza) e 283 milioni di euro per le PMI innovative (0,3% in sofferenza)<sup>6</sup>. Non da ultimo, le start-up innovative possono contare su agevolazioni fiscali che incentivano gli investimenti. Ciò ha portato una buona parte di esse ad avere una forte patrimonializzazione, riducendo l'eventuale rischio di esposizione al debito. Per le banche finanziare start-up innovative con queste caratteristiche può quindi

---

4 Giebel, M. and Kraft, K. "External Financing Constraints and Firm Innovation", *The Journal of Industrial Economics*, 2019

Amore, M.D., Schneider, C., Zaldokas, A. "Credit supply and Corporate Innovation", *Journal of Financial Economics*, 2013

5 Il Fondo garantisce, gratuitamente e in via prioritaria, l'80% del prestito erogato per un massimo garantito di 2,5 mln€ - aumentato a 5 mln€ con il Decreto Liquidità o Rilancio

6 24° Rapporto periodico (30 giugno 2020) Le imprese innovative e il Fondo di garanzia per le PMI

rivelarsi un'opportunità. Questo è ancor più vero per banche che hanno una sezione di Investment Banking dinamica, perché le start-up innovative possono essere un'importante fonte di operazioni più strutturate: M&A, Mini-Bond, Club Deal e quotazioni AIM, solo per citarne alcune.

In questa emergenza sanitaria, la ripartenza, soprattutto in Italia, potrebbe venire sia dai patrimoni privati che dal sistema creditizio, supportati da incentivi adeguati per convogliare in maniera efficace le risorse finanziarie. Ad esempio, si rende necessario continuare nel roll-out delle iniziative del Fondo Nazionale Innovazione per rilasciare 1 miliardo di euro di risorse per start-up, late-stage, acceleratori, VC, CVC e technology transfer. Al contempo, confermare gli incentivi per gli investitori privati per convogliare maggiori patrimoni in iniziative innovative e aumentarne la patrimonializzazione nonché rafforzare il Fondo di Garanzia per sviluppare maggiormente il “venture-debt”. Questo permetterà anche di accrescere il capitale umano nel segmento aumentandone auspicabilmente l'attrattività per investitori nazionali e internazionali. Questa emergenza sta inoltre consolidando nel segmento del VC nuove opportunità di investimento nel Fintech, nell'Ed-tech e nel Retail-tech. Si conferma anche la spinta verso le tecnologie e le innovazioni che permettono di affrontare i grandi problemi del nostro tempo, spingendo quindi il fattore “impacting” guidato dalla crescente domanda di sostenibilità da parte degli investitori. In questo contesto è necessario adottare una visione sistemica dell'innovazione, non solo capitale di rischio ma anche finanziamenti e competenze. Il sistema bancario deve quindi adottare un approccio olistico per incentivare, sostenere e finanziare l'innovazione sul territorio. Ciò significa supportare le aziende in tutte le fasi di vita con gli strumenti finanziari più idonei e mettendo a disposizione network e competenze. Un esempio di sostegno e finanziamento strutturato al sistema innovativo italiano viene proprio dal suo più grande gruppo bancario, Intesa Sanpaolo. La ricetta è stata quella di approcciare l'innovazione a 360 gradi, fornendo finanziamenti specialistici, capitale di rischio, competenze, percorsi di accelerazione e piattaforme di sviluppo commerciale per le imprese.

Il Gruppo offre prodotti di finanziamento ad hoc per le start-up assistendole nelle loro esigenze più specifiche grazie agli “specialisti innovazione”, colleghi con competenze evolute per supportare i gestori nel processo di analisi e valutazione dell'innovazione. La valutazione viene fatta non solo su logiche quantitative, ma anche qualitative (es. qualità del team, opportunità di mercato/bisogno del cliente, business pitch...).<sup>7</sup> Dal 2016 Intesa Sanpaolo ha inoltre scommesso sull'accelerazione dell'innovazione con il suo fondo di CVC Neva Finventures. Il fondo è partito con una focalizzazione su investimenti in start-up di ambito Fintech sinergiche con le attività del Gruppo o con nuovi business model potenzialmente disruptive per il settore. Il Gruppo accompagna inoltre le proprie aziende fornendo competenze e network essenziali per la crescita. Ad esempio, Elite Lounge è un programma di collaborazione tra Intesa Sanpaolo, Confindustria ed Elite (private market di servizi integrati e network multi-stakeholder parte del Gruppo London Stock Exchange), che accompagna le PMI in percorsi di formazione, crescita dimensionale, passaggio generazionale e apertura al mercato dei capitali. Elite Lounge 2020 è composta da 24 società provenienti da dieci regioni d'Italia e, in particolare, dalle zone più colpite dalla pandemia. Competenze, supporto e network vengono fornite anche dall'Innovation Center, un polo costituito ad hoc per sostenere l'innovazione nell'ecosistema italiano, guidando le aziende nel percorso di scalabilità e internazionalizzazione anche attraverso un network di imprese, incubatori, centri di ricerca, università e realtà locali e internazionali.

Investire nel tessuto economico in periodi di crisi rappresenta un motore fondamentale per la ripresa e un'opportunità che può generare crescita e sviluppo anche per le banche che riescono a coglierne le enormi potenzialità. Le azioni devono essere orchestrate anticipando i nuovi trend e devono essere sufficientemente flessibili per essere messe a disposizione del tessuto economico in maniera rapida. Un compito tanto difficile quanto fondamentale per sostenere il sistema Italia.

---

<sup>7</sup> Viene adottato anche uno strumento dedicato, il “DATS” (Due Diligence Assessment Tool Scorecard).

# Elenco Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi <sup>◇</sup>

(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

Oliver Wyman

Banca Profilo

SACE

Confindustria Piacenza

Sisal

Kuwait Petroleum Italia

TIM

Natixis IM

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

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