



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Profili economici dell'accesso delle PMI al mercato dei capitali

Nadia Linciano

Divisione Studi

Courmayeur, 14 settembre 2018



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Outline

- Finanza e crescita e accesso delle PMI ai mercati dei capitali
- Lo sviluppo dei mercati dei capitali: riflessioni dal lato dell'offerta
- Lo sviluppo dei mercati dei capitali: riflessioni dal lato della domanda
- Lo sviluppo dei mercati per le PMI: le iniziative italiane
- Lo sviluppo dei mercati per le PMI: le iniziative europee
- Considerazioni conclusive

Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente quelle dell'Istituzione di appartenenza.

Finanza e crescita e accesso delle PMI ai mercati dei capitali



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La relazione tra finanza e crescita

- Lo sviluppo dei mercati di capitali è cruciale per la crescita (Levine, 2004)
- La letteratura economica non fornisce indicazioni chiare sull'architettura ottimale di un sistema finanziario

Almeno tre *views* alternative sul ruolo della struttura finanziaria

- *The market-based view*
 - la funzione di aggregazione e trasmissione dell'informazione svolta dai mercati facilita l'innovazione tecnologica, identificando in modo più efficiente le opportunità di investimento maggiormente profittevoli
- *The bank-based view*
 - enfatizza gli incentivi derivanti dalla relativa opacità del finanziamento bancario per le imprese che vogliono intraprendere investimenti fortemente innovativi in un contesto di riservatezza
- *The law and finance view*
 - Il sistema legale è la determinante principale della capacità di un sistema finanziario di promuovere innovazione e crescita



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La relazione tra finanza e crescita *(segue)*

- Tadesse (2007) mostra che l'architettura finanziaria gioca un ruolo importante nel determinare la struttura industriale di un sistema economico, anche se l'impatto sull'innovazione tecnologica non è univoco
- In media, un sistema finanziario *market-based* influisce positivamente sul tasso di innovazione tecnologica del sistema industriale considerato nel suo insieme
- I settori industriali più "*informationally intensive*" sperimentano, tuttavia, un progresso tecnologico più veloce nei sistemi *bank-based*
- Implicazione di *policy*: non esiste un'architettura finanziaria migliore in assoluto. La scelta dell'architettura finanziaria più appropriata è funzione della struttura industriale del paese



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La relazione tra finanza e crescita *(segue)*

- Benché non fornisca indicazioni chiare sull'architettura ottimale di un sistema finanziario la letteratura economica concorda sul fatto che l'impatto sull'economia reale di una crisi finanziaria è molto più accentuato nei sistemi banco-centrici
 - QdF CONSOB n. 78/ 2014: l'analisi del legame tra morfologia di un sistema finanziario e progresso tecnico in 27 Paesi OCSE mostra che sistemi finanziari (i) più orientati al mercato, (ii) con una maggior presenza di banche straniere, (iii) più concorrenziali, (iv) con una maggior propensione delle imprese a quotarsi e (v) con mercati azionari meno volatili, hanno tassi di progresso tecnico superiori a quelli di Paesi con sistema finanziari privi di queste caratteristiche
- E le PMI? Sono l'ossatura del sistema produttivo ...
 - In Italia, alle PMI è riferibile quasi l'80% degli occupati e il 68% del valore aggiunto (rispettivamente 67% e 57% per l'Unione europea a 28)
- ... ma hanno un accesso ancora troppo contenuto ai mercati dei capitali

Il peso delle piccole imprese sul listino in alcuni paesi europei

Distribuzione per classi di capitalizzazione delle società quotate nelle principali Borse europee nel 2016

Capitalizzazione (miliardi di euro ¹)	Borsa Italiana			Deutsche Boerse (Xetra)			Parigi EuroNext			London Stock Exchange		
	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale	N° quotate nella classe	Market Cap della classe	% Market Cap totale
<= 0,05	98	2.1	0.4%	43	1.1	0.1%	82	1.8	0.1%	0	-	0.0%
0,05-0,5	94	16.3	3.1%	97	18.9	1.2%	157	32.5	1.8%	95	27.0	1.2%
0,5 - 5	64	117.0	22.0%	94	169.6	10.9%	113	198.7	11.1%	189	341.2	15.3%
5 - 50	24	340.0	64.0%	43	673.7	43.2%	60	1,021.0	57.0%	53	805.8	36.1%
> 50	1	55.7	10.5%	9	696.6	44.7%	6	537.9	30.0%	10	1,055.3	47.3%
totale		531.2	100%		1,559.8	100%		1,791.8	100%		2,229.3	100%

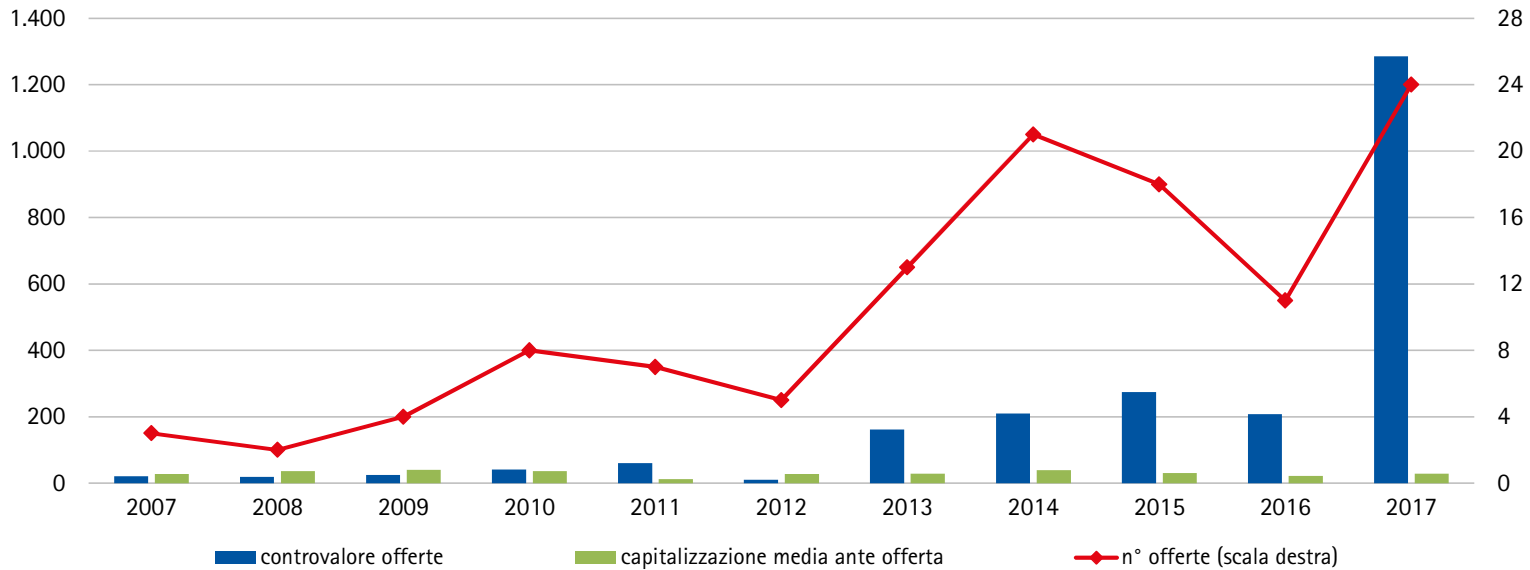
Fonte: Bloomberg. Elaborazioni effettuate in base alla disponibilità dei dati sulla capitalizzazione. Dati aggiornati al 31 dicembre 2016, in miliardi di sterline per il London Stock Exchange.

A fine 2016, le PMI italiane con capitalizzazione fino a 500 milioni di euro erano pari a ben oltre metà delle quotate domestiche, ma rappresentavano appena il 3,5% della capitalizzazione dell'MTA. Le principali Borse europee evidenziano un numero nettamente più alto di società nelle fasce più alte di *market cap*, dove l'Italia annovera un solo 'campione nazionale' nella classe maggiore (oltre 50 miliardi)

Ipo sull'Aim Italia

Ipo sull'Aim Italia/MAC dal gennaio 2007 a dicembre 2017

(controvalore delle offerte e capitalizzazione media delle società neoquotate al prezzo di offerta in milioni di euro)



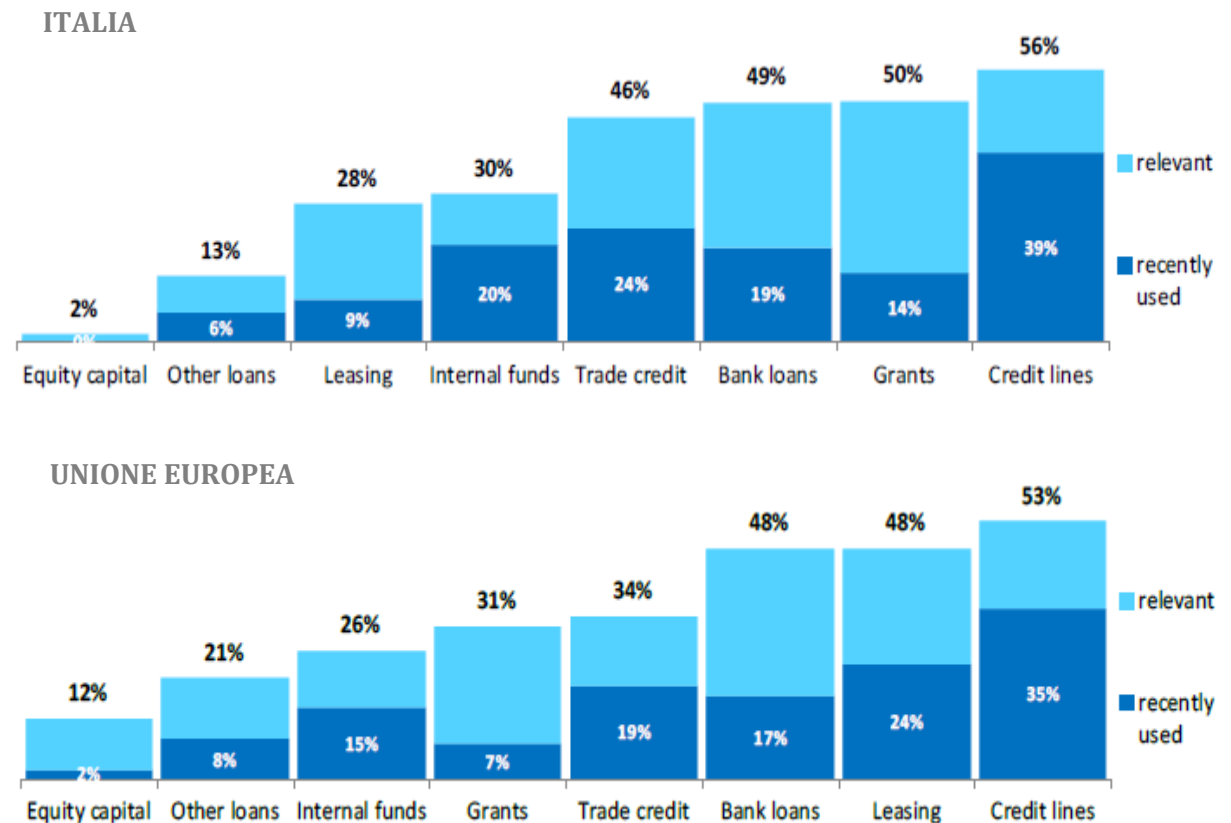
Fonte: Consob e Borsa Italiana. Dati relativi alle offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (Mac dal 2007 e Aim Italia dal 2009).

Dal 2009 ad oggi l'Aim Italia ha visto passare il numero di società quotate da 5 a oltre 100 con una capitalizzazione complessiva che ha quasi raggiunto gli otto miliardi di euro.

Le fonti di finanziamento più rilevanti per le PMI...

- Linee di credito e prestiti bancari sono indicati come rilevanti rispettivamente dal 56% e 49% delle PMI italiane
- Il capitale di rischio sul mercato è una fonte di finanziamento rilevante solo per il 2% delle PMI italiane (12% media europea)
- PMI italiane storicamente mostrano una leva finanziaria più elevata nell'ambito dell'area euro
 - A fine 2016 la leva finanziaria era a circa il 62% in Italia a fronte di 60% in Francia, 48% in Spagna e 53% in Germania

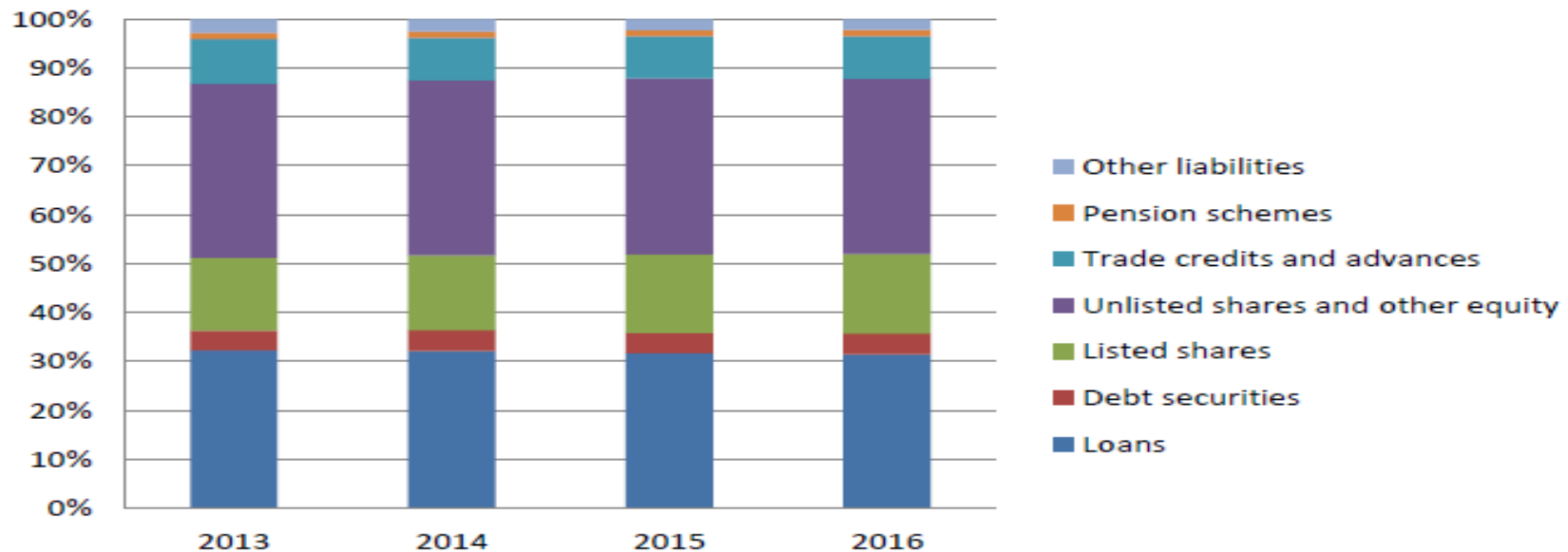
Fonti di finanziamento rilevanti per le PMI nel 2017



Fonte: European Commission, Survey on the access to finance of SMEs, 2017 SAFE results.

... e per le società non finanziarie in generale

Fonti di finanziamento delle società non finanziarie in Europa (in % del totale delle passività)

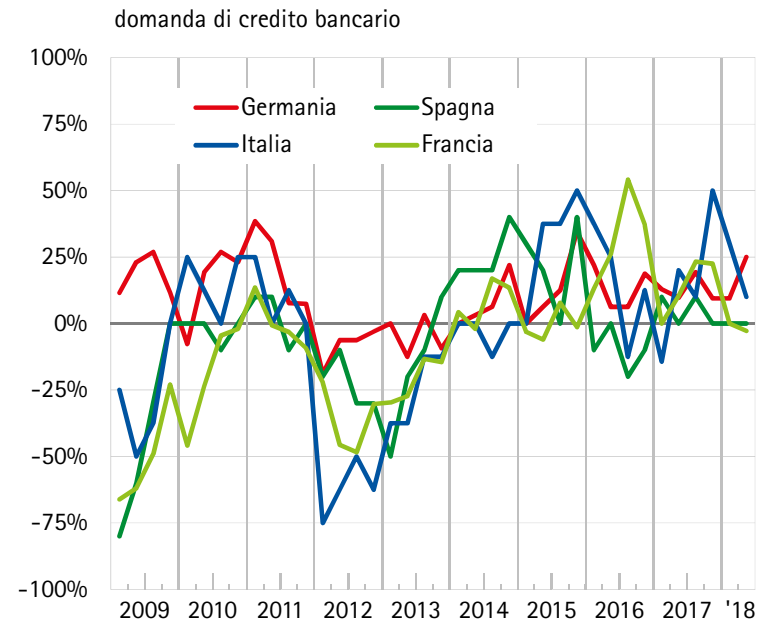
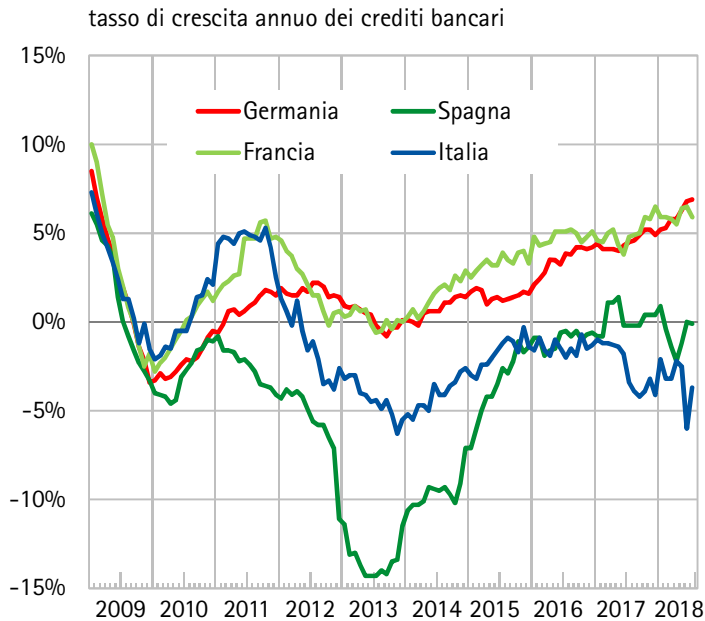


Fonte: BCE.

In linea generale le obbligazioni rappresentano una fonte marginale di finanziamento per le imprese non finanziarie europee (con un peso sul totale delle passività pari a circa il 4% a fronte di un dato che per le imprese statunitensi si attesta a circa l'11%).

Il credito bancario offerta e domanda

Offerta e domanda di credito bancario da parte delle imprese non finanziarie dei maggiori paesi europei

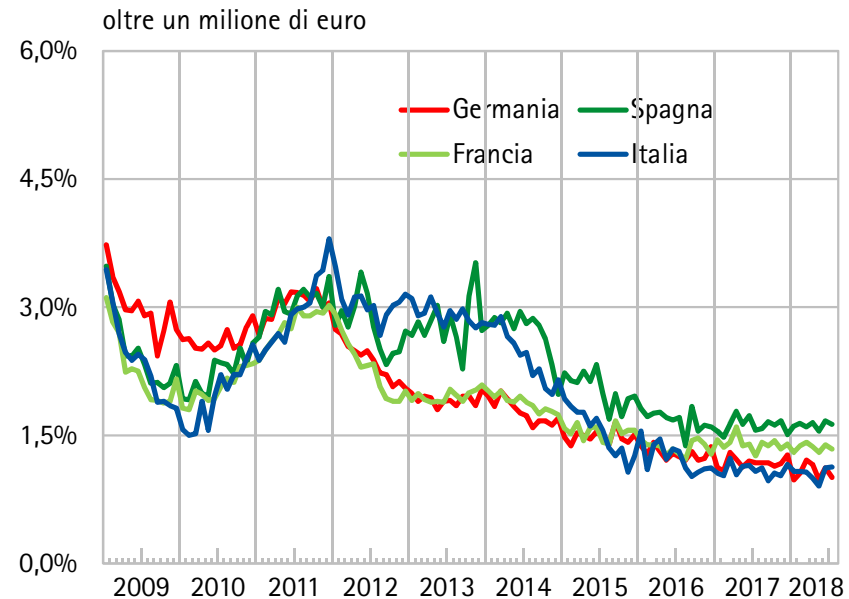
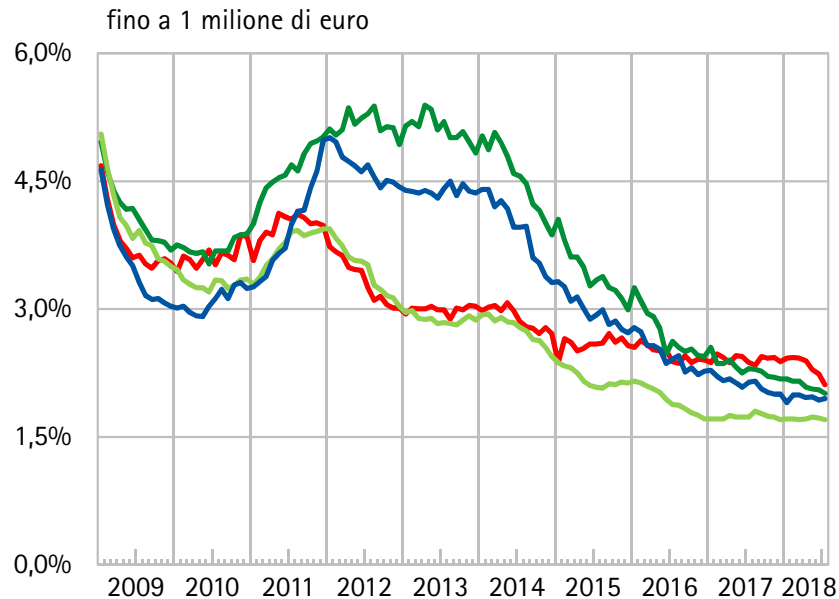


Fonte: BCE.

La forte dipendenza dal credito bancario limita le possibilità di finanziamento delle imprese, soprattutto nei periodi di crisi a fronte di razionamento del credito e ...

Tassi di interesse sui prestiti alle imprese

Tassi di interesse bancari sui prestiti alle imprese non finanziarie nei principali paesi dell'Area euro
 (dati mensili; gennaio 2009 – luglio 2018)



Fonte: BCE.

... aumento del costo del credito. Entrambi i fenomeni colpiscono in misura maggiore le PMI.

Alle vulnerabilità derivanti dall'eccessivo affidamento al credito bancario si sommano quelle derivanti da una struttura finanziaria storicamente sotto-patrimonializzata

Lo sviluppo dei mercati dei capitali: riflessioni sull'offerta



Perché le imprese non si quotano?

- La letteratura economica analizza i benefici e i costi della quotazione (Brau, 2012)
- **Accesso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario.** La minore esposizione nei confronti delle banche (minore *leverage* e minore concentrazione delle linee di credito) riduce il rischio di fallimento e l'estrazione di rendite informative da parte delle banche, con effetti positivi sul **costo del capitale** (Pagano et al., 1998)
- **Maggiore potere contrattuale nei confronti delle banche** (Rajan, 1992; Franzosi e Pellizzoni, 2003; Chemmanur et al., 2010)
- **Maggiore disciplina di mercato**, del *management* e ripercussioni positive sulla redditività futura (Bradley, Jordan e Ritter, 2003; Shleifer e Vishny, 1986; Rajan e Servaes, 1997)
- **Notorietà e reputazione dell'impresa** (Maksimovic e Pichler, 2001; Aggarwal, Krigman e Womak, 2002; Demers e Lewellen, 2003)
- **Window of opportunity** nelle fasi positive di mercato (Lucas e McDonald, 1990; Ritter, 1991)
- **Diversificazione** per il proprietario (Pagano, 1993; Black e Gilson, 1998; Franzosi e Pellizzoni, 2003)



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Perché le imprese non si quotano? *(segue)*

- I **costi di *listing* e di *compliance*** con gli obblighi informativi cui sono soggetti gli emittenti quotati possono essere elevati
- La **maggiore visibilità** può comportare la diffusione di informazioni private e ritenute strategiche, perché fonte di vantaggio competitivo. La maggiore visibilità, inoltre, riduce le possibilità di evasione fiscale (Maksimovic e Pichler, 2001; Aggarwal, Krigman e Womak, 2002)
- La **volatilità** del mercato azionario può essere percepita come eccessiva
- ***Adverse selection***. In presenza di asimmetrie informative tra *insiders* e potenziali investitori e in mancanza di adeguati meccanismi di segnalazione, la quotazione avviene a condizioni svantaggiose, con l'effetto che si quotano solo imprese di scarsa qualità. Il fenomeno è più accentuato per le imprese di minori dimensioni, più giovani, più rischiose (tra i lavori più recenti, Panetta, Generale e Signoretti, 2013)
- **Perdita del controllo**. I soci fondatori sono spesso contrari all'allargamento degli assetti proprietari

Le evidenze per il caso italiano

Le analisi quantitative

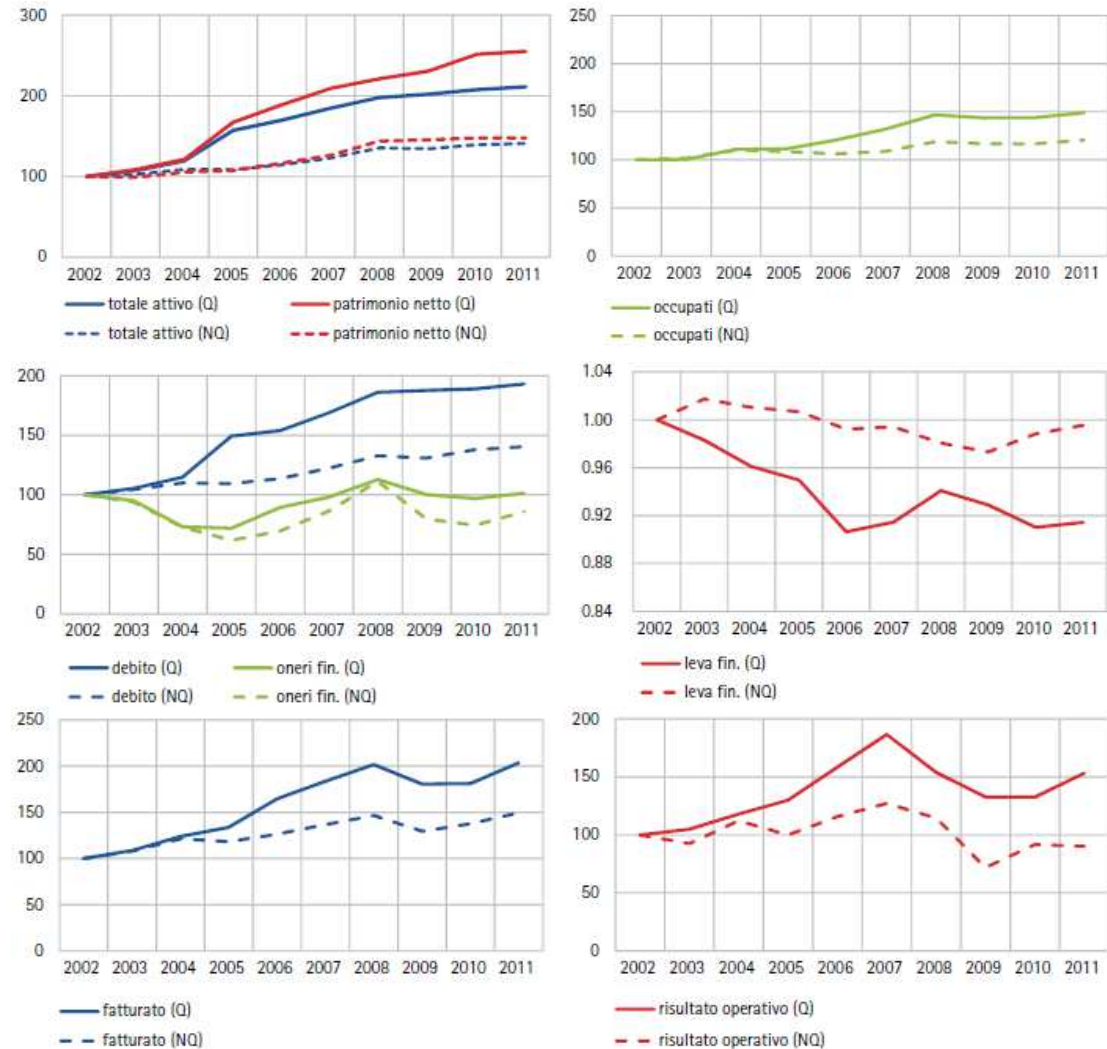
- Le imprese accedono al mercato azionario per ottenere ulteriori fonti di capitale di debito; si quotano più facilmente quelle con elevate prospettive di crescita (Pagano et al. 1998; Franzosi e Pellizzoni 2003)
- La quotazione aumenta il potere di contrattazione con le banche: a seguito della quotazione si riducono sia il costo del credito sia la concentrazione delle linee di credito (Pagano et al. 1998)
- La quotazione è funzionale a un successivo trasferimento del controllo (Pagano et al. 1998)
- *Window of opportunity* (Pagano et al. 1998)
- Diversificazione del portafoglio (Pagano 1993)
- Quotazione più probabile per imprese con soci di natura finanziaria (*private equity, venture capitalists, banche*; Franzosi e Pellizzoni 2003).

Le evidenze per il caso italiano

I benefici della quotazione

- Le società quotate registrano migliori *performance* rispetto alle non quotate
- Un recente studio della Consob mostra che le società quotate hanno registrato tassi di crescita di attivo, patrimonio netto e occupati significativamente superiori a quelli di società non quotate **simili** per settore industriale e dimensione
- Le società quotate si connotano inoltre per una più bassa leva finanziaria e migliori risultati reddituali

Andamento delle società quotate e non quotate (2002=100)



Q – società quotate; NQ – società non quotate.

Fonte: Consob, Discussion paper n. 7.

Le evidenze per il caso italiano

I benefici della quotazione

(segue)

- Un'ulteriore conferma viene da un recente confronto tra aziende familiari quotate e non, svolto nell'ambito dell'analisi dell'Osservatorio AUB (2018)
- Le aziende familiari quotate sono più grandi delle non quotate...
- ... registrano un tasso di crescita dei ricavi e un EBITDA *margin* superiori rispetto alle non quotate
- ... mostrano un rapporto di indebitamento e un rapporto PFN/EBITDA inferiore
- ... sono più propense ad effettuare acquisizioni, investimenti diretti esteri e ad esportare

Le evidenze per il caso italiano

Le analisi di *survey*

- Benefici della quotazione: finanziamento di nuovi investimenti (non solo per via della quotazione ma per la maggiore forza contrattuale con il sistema bancario) e ritorni per l'immagine aziendale (Marchisio e Ravasi 2001)
- Ostacoli alla quotazione: profili regolamentari, fiscali, perdita del controllo; condizioni necessarie per una efficace quotazione: internazionalizzazione e management qualificato; interventi di *policy* ritenuti necessari: agevolazioni fiscali e stabilità dell'assetto regolamentare (Caccavaio et al. 2012)
- Agevolano la quotazione: l'attitudine ad aprire il capitale, modalità dinamiche di gestione dell'azienda, appartenenza a settori dagli elevati tassi di crescita attesi. Sull'effettiva decisione della quotazione incidono positivamente l'appartenenza a settori con ampia crescita prospettica e il livello di conoscenza delle regole di funzionamento del mercato (Franzosi e Pellizzoni 2003)

Lo sviluppo dei mercati dei capitali: riflessioni sulla domanda



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

I fattori legati alla domanda

- Dal lato della domanda, in linea generale incidono negativamente ...
 - ... la debolezza strutturale degli investitori istituzionali
 - ... la scarsa propensione delle famiglie a investire nel mercato azionario
- Con riferimento alle PMI, a tali criticità si aggiungono...
 - ... la scarsa visibilità: le imprese di piccole dimensioni sono escluse dai principali indici di riferimento; *l'equity research* si concentra prevalentemente su imprese ad elevata capitalizzazione a causa dei meccanismi di *pricing* sottostanti
 - ... la presenza insufficiente di soggetti specializzati nella prestazione di servizi di *listing* e connessi alla permanenza alla quotazione degli emittenti PMI rispetto a mercati esteri più competitivi

Quali fattori determinano le scelte di portafoglio degli investitori istituzionali?

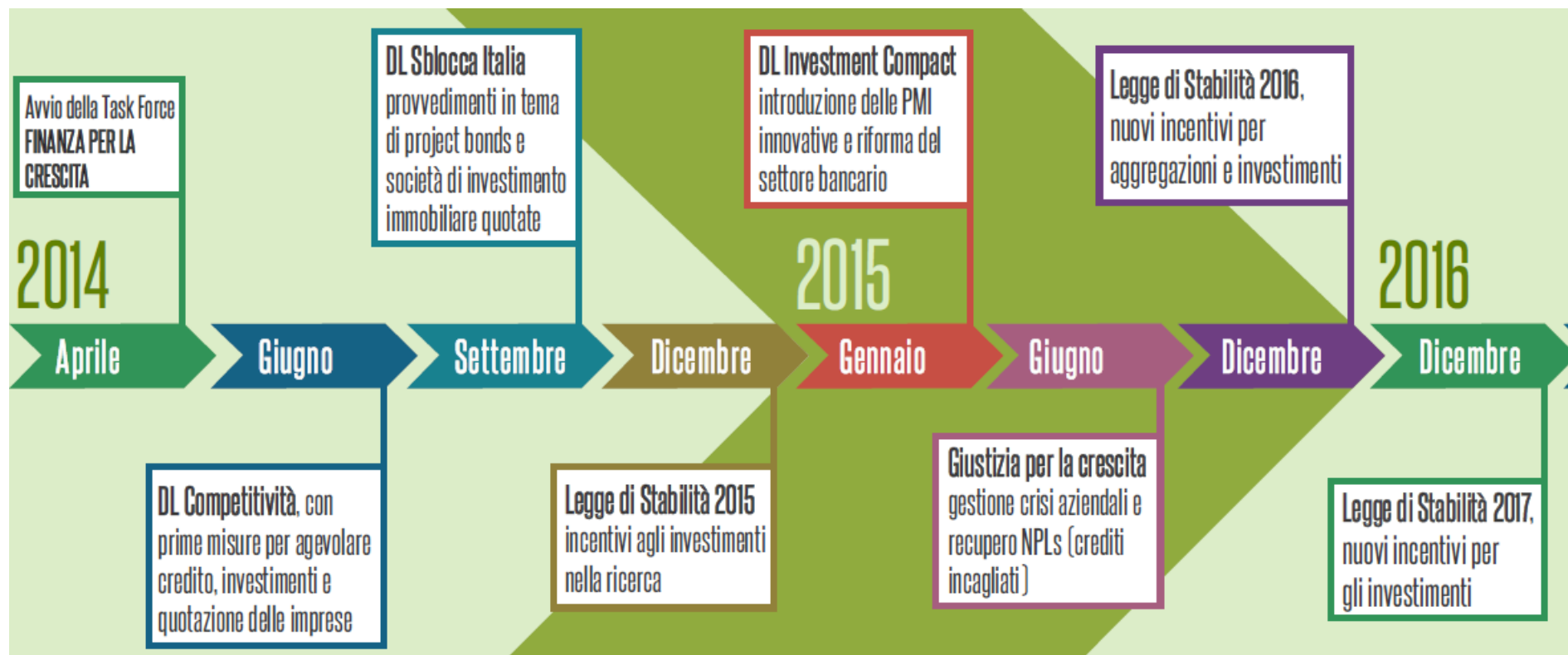
- Analisi comparata delle quote azionarie detenute dagli investitori istituzionali nelle maggiori 100 società non finanziarie europee per capitalizzazione di mercato in Italia, Francia, Germania, Spagna, Gran Bretagna nel periodo 2010-2015 (QdF Consob n. 86, 2017)
- Alcune evidenze:
 - le scelte di portafoglio sembrano essere influenzate dal contesto macroeconomico (crescita del Pil e livello del debito pubblico, ma anche l'efficienza del sistema giudiziario)
 - in relazione alla *governance*, sembrano rilevare la presenza di consiglieri indipendenti e del comitato per le politiche di remunerazione
 - Appare significativo anche il ruolo della liquidità delle azioni e della contendibilità della società
 - Tra i *financials*, spesso risulta significativa la variazione della profittabilità (es: variazione ROE, vendite, etc.)

Quali possibili misure?

- Rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali
 - Two tier investors: costi di raccolta informazioni troppo elevati per gli istituzionali. Una struttura a 2 livelli, potrebbe aggirare l'ostacolo: istituzionali 'dedicati di primo livello' farebbero la *due diligence* per creare portafogli diversificati di PMI (garantendo la liquidità sul secondario) e raccoglierebbero a loro volta da istituzionali di 'secondo livello'. Se negoziate su piattaforme accessibili solo agli istituzionali, si potrebbe alleggerire la regolamentazione pensata per la tutela dei *retail*.
- Incentivi di natura fiscale
- Sviluppo dell'*equity research*
- Sviluppo di banche d'affari 'dedicate' per le PMI

Lo sviluppo dei mercati per le PMI: le iniziative italiane

Misure e iniziative in Italia



Negli ultimi anni diversi interventi normativi volti ad agevolare l'accesso delle imprese alla finanza; promuovere un ambiente più favorevole agli investimenti produttivi, incentivare la capitalizzazione e la quotazione delle imprese.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Misure e iniziative in Italia

(segue)

- A dicembre dello scorso anno inoltre, la Legge di Bilancio 2018 ha introdotto un credito d'imposta alle PMI che si quotano su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione nella misura del 50% dei costi di consulenza (fino al 2020) per un importo massimo di 500 mila euro
 - Il credito d'imposta è nella forma di *tax credit* ossia utilizzabile solo in compensazione delle imposte a debito da parte dell'impresa che ne usufruisce
 - La legge di bilancio 2018 contiene anche importanti agevolazioni in ambito FinTech, con l'introduzione di uno specifico regime fiscale sui proventi derivanti da attività di *peer to peer lending* e di una semplificazione degli adempimenti



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Misure e iniziative in Italia

(segue)

Valutare l'efficacia di queste misure può essere prematuro, anche se qualche riflessione è possibile

- **Equity crowdfunding:** l'accesso alla raccolta tramite portali è stato esteso a tutte le PMI; per le PMI innovative sono state inoltre introdotte agevolazioni fiscali connesse agli investimenti in ricerca e innovazione
 - Al 30 giugno 2018, sono stati raccolti 33,3 milioni di euro (*lending crowdfunding* a 217 milioni circa), a fronte di 231 campagne di raccolta da parte di 214 imprese; il tasso di successo ha raggiunto il 67%
- **Azioni a voto multiplo e a voto maggiorato:** tese a mitigare il disincentivo alla quotazione dovuto alla perdita del controllo e a promuovere investimento m/l t.
 - Al 30 giugno 2018, 2 società hanno emesso azioni a voto multiplo, 37 hanno previsto nei propri statuti la maggiorazione del voto; soprattutto imprese industriali, piccole e familiari (Rapporto Consob sulla Corporate Governance, 2018)



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Misure e iniziative in Italia

(segue)

- **Minibond:** comparto in crescita e ...
 - A fine 2017, 326 imprese, di cui 154 PMI non finanziarie, più di 60 Srl. Titoli quotati su ExtraMOT PRO: 201 per un controvalore nominale di 10,5 miliardi di euro (Osservatorio POLIMI sui Mini-bond, 2018)

... palestra per interagire con investitori esterni (anche in vista di quotazione in Borsa o ingresso *private equity*) e per acquisire competenze finanziarie; alcuni investitori ancora poco presenti (assicurazioni, fondi pensione e casse previdenziali)
- **PIR:** raccolta di oltre 10 miliardi di euro nel primo anno ma attenzione ad effetto bolla e spiazzamento a fronte di un'offerta che non cresce di pari passo alla domanda. Ancora debole o nullo l'impatto su alcune forme alternative di raccolta di capitale (ad es. minibond e *crowdfunding*; POLIMI e Intermonte, 2018)

Lo sviluppo dei mercati per le PMI: le iniziative europee

Verso la *Capital Markets Union*

Obiettivi

- Creazione di un effettivo mercato unico dei capitali a livello europeo
- Sviluppo di un sistema finanziario europeo più diversificato (meno “banco-centrico”)
- Allocazione più efficiente all’economia reale dei capitali disponibili attualmente inutilizzati in Europa
- Maggiori opportunità di finanziamento per le imprese e di investimento per i risparmiatori
- Favorire progetti infrastrutturali per la crescita a l/t del reddito e dell’occupazione

Ostacoli

- Quadro normativo e prassi di mercato ancora molto frammentati in Europa
- Significative differenze fra Stati Membri nelle condizioni di finanziamento per le imprese
- Accesso alle fonti di finanziamento ancora molto limitato per un numero elevato di imprese (in particolare PMI)
- Decisioni di investimento ancora fortemente condizionate dalla disponibilità di credito bancario
- Portafogli degli investitori europei ancora *home biased*



Mid-term review: i risultati raggiunti (1/3)

- Marzo 2017: si è chiusa una consultazione sulla revisione intermedia della CMU avviata dalla Commissione. Più della metà delle misure annunciate nell'*Action Plan* sono state realizzate
 - I progressi di maggior rilievo riguardano il Venture capital, l'accesso e raccolta di capitali sui mercati (disciplina Prospetto), finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture
- Il programma originario della CMU è stato aggiornato e integrato con una serie di nuove misure prioritarie
 - Tra queste: adattare maggiormente il contesto regolamentare alle esigenze delle PMI; rafforzare il canale di finanziamento bancario risolvendo in maniera integrata il problema delle partite deteriorate (NPLs) e potenziando le procedure di insolvenza; favorire la crescita degli investimenti transfrontalieri

Misure per agevolare l'accesso al mercato delle PMI

A maggio 2018 la Commissione europea ha proposto nuove norme per agevolare l'accesso delle PMI al finanziamento tramite i mercati pubblici, che modificano alcune norme della Direttiva Prospetto e del Regolamento MAR. L'iniziativa si inserisce nel quadro della CMU.

Le principali modifiche proposte riguardano:

- **Adattamento degli obblighi previsti da MAR** in tema di *insider list* e di pubblicazione delle informazioni in modo da ridurre i costi a carico delle PMI, permettendo comunque alle autorità competenti di indagare in caso di abuso di informazioni privilegiate
- Introduzione di un **prospetto semplificato** nel caso di **emittenti quotati da almeno tre anni** sui mercati di crescita per le PMI che desiderano passare a un mercato regolamentato.
- **Semplificazione** la registrazione delle sedi di negoziazione specializzate nell'emissione di obbligazioni come mercati di crescita per le PMI (nuova categoria di sedi di negoziazione dedicata ai piccoli emittenti).
- **Definizione di un complesso di norme in materia di contratti di liquidità comune** ai mercati di crescita per le PMI in tutti gli Stati membri, che si applicherebbe parallelamente alle norme nazionali



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Considerazioni conclusive

- Negli ultimi anni i modelli di accesso al mercato dei capitali hanno visto una profonda rivoluzione che ha riguardato le *trading venues*, le tecniche di raccolta del risparmio e a tipologia di strumenti
- Le PMI continuano a essere le grandi assenti sui mercati
- La CMU è un'opportunità da cogliere agendo ...
- ... sia dal lato dell'offerta, favorendo la quotazione e l'attrattività delle società quotate
- ... sia dal lato della domanda, con strumenti che includono anche l'educazione finanziaria



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Riferimenti bibliografici

- Aggarwal R., L. Krigman e K. Womak (2002), “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lockup Expiration Selling”, *Journal of Financial Economics*, 66
- AldAF, Unicredit e Università Bocconi (2018), "Osservatorio sulle aziende familiari italiane"
- Black B. S. e R. J. Gilson (1998), “Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets”, *Journal of Financial Economics*, 47-3
- Brau J. C. (2012), “Why Do Firms Go Public?”, in: D. Cumming (2012), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Chapter 15
- Bradley D.J., B. D. Jordan e J. R. Ritter (2003), “The quiet period goes out with a bang”, *Journal of Finance*, 1-37
- Caccavaio M., J. Carmassi, G. Di Giorgio e M. Spallone (2012), “SMEs and the challenge to go public: Evidence from a recent survey”, *Minerva Bancaria*, 2-3
- Chemmanur T., S. He e D. Nandy (2010), “The going public decision and the product market”, *Review of Financial Studies*, 23



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Riferimenti bibliografici

- Consob, Quaderno di finanza 78 (2014), “Architettura finanziaria e progresso tecnico. Un'analisi empirica dei paesi OCSE ”
- Consob, Quaderno di Finanza 86 (2017), “Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries ”
- Demers, E., K. Lewellen (2003), “The Marketing Role of IPOs: Evidence From Internet Stocks.” *Journal of Financial Economics* 68, 413-437
- Franzosi A., E. Pellizzoni (2003), “La quotazione in borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, *Bit Notes*, Febbraio
- Levine (2004)
- Lucas, D. J., R. L. McDonald (1990), “Equity Issues and Stock Price Dynamics.” *The Journal of Finance*, 45:4, 1019-1044
- Maksimovic V., P. Pichler (1998), “Technological innovation and Initial Public Offerings”, *Review of Financial Studies*, 14, 459–494



Riferimenti bibliografici

- Marchisio, G., D. Ravasi (2001), “Family firms and the decision to go public: a study of Italian Ipos, mimeo, Università Bocconi, Milano
- Pagano M. (1993), “The floatation of companies on the stock market: a coordination failure model”, European Economic Review, 37
- Pagano M., F. Panetta e L. Zingales (1998), “Why do companies go public? An empirical analysis”, Journal of Finance, 53-1, 27-64
- Panetta, F., A. Generale e F. Signoretti, “The Causes and Consequences of Going Public. Firm-Level. Evidence from Twelve European Countries”, lavoro presentato alla conferenza Bocconi-Consob (2013).
- Polimi, Intermonte (2018), “I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano”
- Rajan R. G. (1992), “Insiders and outsiders: the choice between informed and arm’s length debt”, Journal of Finance, 47
- Rajan, R. G., H. Servaes (1997), “The Effect of Market Conditions on Initial Public Offerings.” Journal of Finance 52, 507-529



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Riferimenti bibliografici

- Ritter J. R. (1991), “The long-run performance of initial public offers”, Journal of Finance, 46-1
- Shleifer A., R. W. Vishny (1986), “Large shareholders and corporate control”, Journal of political economy, 94-3
- Tadesse, S. A. (2007), “Innovation, Information and Financial Architecture”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, Issue 04, pp. 753-786

Grazie per l'attenzione

Nadia Linciano
n.linciano@consob.it