UNIMORE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MODENA E REGGIO EMILIA

Dipartimento di Economia Marco Biagi

Corso di Laurea Magistrale in Direzione e Consulenza d'Impresa

Il ricorso ai Minibond nel settore agroalimentare dell'Emilia- Romagna

Laureando:
Matteo Montanari

Relatore:
Alessandro Giovanni Grasso

ANNO ACCADEMICO 2025-2026

INDICE

INTRODUZIONE 3

CAPITOLO 1: IL FABBISOGNO FINANZIARIO E LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA 5

1.1 Il fabbisogno finanziario 5
1.1.1 Gli investimenti immobilizzati 5
1.1.2 Il capitale circolante 6
1.1.3 Il ciclo economico e il ciclo finanziario 8
1.1.4 Il fabbisogno finanziario in una prospettiva dinamica 11

1.2 Le decisioni di finanziamento 13
1.2.1 L'equilibrio finanziario 13
1.2.2 Le fonti di finanziamento e la scelta della loro composizione 15
1.2.3 Il capitale di debito e lo sviluppo della finanza complementare 16

CAPITOLO 2: I MINIBOND COME STRUMENTO DI FINANZA COMPLEMENTARE 20

2.1 I minibond: definizione, caratteristiche e funzione nel finanziamento delle imprese. 20

2.2 Il quadro normativo e la riforma dei minibond 23
2.2.1 I presupposti e gli obiettivi della riforma dei minibond 23
2.2.2. Il Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo-bis: la rimozione degli ostacoli civilistici e fiscali 24
2.2.3. Il Decreto Destinazione Italia: lo sviluppo del mercato degli investitori 25
2.2.4. Il Decreto Competitività: il completamento della riforma 26

2.3 Gli strumenti riconducibili alla categoria dei minibond 27
2.3.1 Le obbligazioni corporate emesse dalle società per azioni 27
2.3.2 I titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata 33
2.3.3 Le cambiali finanziarie 35

2.4 Il processo di emissione 37
2.4.1 La valutazione preliminare e la decisione di emissione 38
2.4.2. la strutturazione dell'operazione e il ruolo del consulente legale e della società di revisione 38
2.4.3 La strutturazione e il collocamento del minibond 40
2.4.4 La sottoscrizione e la successiva gestione del prestito 41
2.4.5 L'eventuale ammissione alla negoziazione su Euronext Access Milan 42

2.5 Il mercato dei minibond Italia 45

2.5.1 Le caratteristiche delle emissioni e la loro evoluzione 48

CAPITOLO 3: I MINIBOND NEL SETTORE AGROALIMENTARE DELL'EMILIA ROMAGNA 56

3.1 Il sistema agroalimentare italiano 56

3.2 Il settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna 58

3.3 le emissioni di minibond nel settore agroalimentare dell'Emilia Romagna 61
3.3.1 La clusterizzazione 65

CAPITOLO 4: I POTENZIALI EMITTENTI DI MINIBOND NEL SETTORE AGROALIMENTARE DELL'EMILI ROMAGNA. 67

4.1 I potenziali emittenti. 67
4.1.1 Gli indicatori economico-finanziari per l'individuazione dei potenziali emittenti 68
4.1.2 Il data set di analisi. 68
4.1.3 Il calcolo degli indicatori 70
4.1.4 Le società potenzialmente emittenti 74
4.1.5 La clusterizzazione delle società potenziali emittenti di minibond per comparto agroalimentare di appartenenza. 78

4.2 Il magazzino come garanzia a supporto del finanziamento mediante minibond. 83

4.3 L'Indice di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante rimanenze (ICDF) 86

4.3.1 Introduzione e costruzione dell'ICDF 86
4.3.1 Metodologia di applicazione dell'ICDF alle società potenzialmente emittenti 89
4.3.2 Risultati dell'applicazione dell'ICDF alle società potenzialmente emittenti 91
4.3.3 Applicazione dell'ICDF alle società effettivamente emittenti 100

4.4 Conclusioni 105

BIBLIOGRAFIA 108

INTRODUZIONE

Il reperimento delle risorse necessarie a sostenere l'attività operativa, gli investimenti e i percorsi di crescita rappresenta una delle principali esigenze che caratterizzano la gestione finanziaria dell'impresa. La definizione di una struttura delle fonti coerente con la natura e la durata del fabbisogno finanziario assume, sotto questo profilo, un ruolo fondamentale ai fini del mantenimento dell'equilibrio finanziario e della capacità dell'impresa di perseguire i propri obiettivi di sviluppo. Nel contesto italiano, tale esigenza si inserisce in un sistema finanziario storicamente caratterizzato da una rilevante centralità del credito bancario, soprattutto per le piccole e medie imprese, e da un accesso più limitato al mercato dei capitali.

A partire dalla crisi finanziaria del 2008 e dalla conseguente contrazione del credito, è progressivamente emersa la necessità di ampliare le modalità attraverso cui le imprese possono reperire capitale di debito, favorendo una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento. In tale contesto si colloca lo sviluppo della finanza complementare, intesa non come sostitutiva del tradizionale finanziamento bancario, ma come insieme di strumenti in grado di affiancarlo e di ampliare le alternative disponibili per la copertura del fabbisogno finanziario. Tra questi strumenti rientrano i minibond, titoli di debito attraverso i quali le imprese possono reperire risorse finanziarie presso investitori professionali, affiancando al tradizionale finanziamento bancario un ulteriore canale di accesso al capitale. Il processo di riforma avviato dal legislatore italiano a partire dal 2012 ha progressivamente favorito il ricorso a tali strumenti anche da parte delle società non quotate, contribuendo alla formazione e allo sviluppo di un mercato specificamente rivolto al finanziamento delle imprese. I minibond si inseriscono quindi in una più ampia strategia di diversificazione delle fonti, offrendo alle imprese uno strumento flessibile che può essere strutturato in funzione delle caratteristiche del fabbisogno finanziario e degli investimenti da sostenere. Il ricorso ai minibond non deve pertanto essere interpretato necessariamente come sostitutivo del finanziamento bancario, quanto piuttosto come una possibile componente di una struttura finanziaria maggiormente diversificata.

Partendo da tali considerazioni, il presente elaborato si propone di analizzare il ruolo dei minibond come strumento di finanza complementare, concentrando successivamente l'attenzione sulla loro applicazione al settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna. La scelta di tale ambito di indagine deriva dalla volontà di esaminare il ricorso allo strumento all'interno di uno specifico contesto settoriale e territoriale, nel quale sono presenti comparti contraddistinti da lunghi processi di lavorazione, maturazione o stagionatura, nei quali una quota rilevante delle risorse aziendali può rimanere investita nelle rimanenze di magazzino per periodi prolungati. In tali circostanze, il capitale assorbito dalle scorte può contribuire alla formazione di un fabbisogno finanziario significativo e persistente, rendendo particolarmente rilevante il rapporto tra le caratteristiche del ciclo produttivo e le modalità di finanziamento dell'impresa.

All'interno di questo perimetro, la ricerca empirica si pone innanzitutto l'obiettivo di ricostruire il ricorso effettivo ai minibond nel territorio regionale, individuando le imprese del settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna che hanno fatto ricorso allo strumento nel periodo 2013-2025.

A questa prima prospettiva, riferita al mercato storicamente osservato, si affianca il principale obiettivo della ricerca, consistente nell'individuazione delle società operanti nel medesimo settore e territorio che presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond. A tale scopo, la popolazione di società agroalimentari localizzate in Emilia-Romagna, individuata mediante appositi criteri, è stata sottoposta a un processo di selezione basato sull'applicazione congiunta di specifici indicatori economico-finanziari e dei relativi valori soglia definiti da Cerved Rating Agency, assunti nella presente analisi come benchmark. Tale processo ha consentito di identificare le società con caratteristiche coerenti con il profilo di un potenziale emittente. Le società risultanti dalla selezione sono state inoltre classificate sulla base del comparto agroalimentare di appartenenza, allo scopo di approfondire la composizione settoriale del bacino individuato e di analizzare l'incidenza dei criteri adottati nelle differenti filiere.

Tenendo conto delle peculiarità del ciclo produttivo che caratterizzano alcune produzioni agroalimentari e della rilevanza che le rimanenze di magazzino possono assumere sia nella formazione del fabbisogno finanziario sia, al ricorrere di determinate condizioni, nell'ambito delle garanzie a supporto dell'indebitamento, la ricerca è stata ulteriormente approfondita attraverso l'introduzione di un indicatore aggiuntivo rispetto a quelli definiti da Cerved**,** specificamente volto a considerare le rimanenze di magazzino: l'Indice di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante rimanenze (ICDF)**.** L'indicatore pone in relazione il valore contabile delle rimanenze con l'ammontare dei debiti finanziari ed è applicato sia alle società individuate come potenziali emittenti sia, con finalità di confronto empirico, alle imprese che hanno effettivamente fatto ricorso ai minibond. L'obiettivo è valutare la rilevanza delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario e approfondire il ruolo che queste ultime possono assumere, in presenza delle necessarie condizioni, nell'ambito delle garanzie poste a supporto del finanziamento.

L'elaborato si articola in tre capitoli. Il primo definisce il quadro teorico di riferimento, approfondendo la formazione del fabbisogno finanziario, le decisioni relative alla composizione delle fonti e lo sviluppo della finanza complementare. Il secondo è dedicato ai minibond, dei quali vengono analizzati le caratteristiche, il quadro normativo, il processo di emissione e l'evoluzione del mercato italiano, nonché i principali vantaggi e limiti associati al ricorso allo strumento. Il terzo concentra l'analisi sul settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna e sviluppa la componente empirica dell'elaborato, attraverso l'analisi delle società effettivamente emittenti, l'individuazione delle società potenzialmente emittenti mediante l'applicazione dei parametri quantitativi assunti come benchmark, la loro classificazione per comparto agroalimentare e il successivo approfondimento del rapporto tra rimanenze di magazzino e debiti finanziari mediante l'ICDF.

La struttura dell'elaborato segue quindi un percorso che, partendo dall'inquadramento delle decisioni finanziarie dell'impresa e dall'analisi dei minibond come strumento di finanza complementare, giunge alla ricerca empirica riferita al settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna. Tale impostazione consente di coniugare la componente teorica e qualitativa dell'elaborato con l'analisi della diffusione effettiva dei minibond nel contesto considerato, l'individuazione delle società che presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente e l'approfondimento della rilevanza delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario.

CAPITOLO 1: IL FABBISOGNO FINANZIARIO E LE SCELTE DI FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA

1.1 Il fabbisogno finanziario

Ogni impresa, indipendentemente dalla dimensione, dal settore di appartenenza e dalla fase del proprio ciclo di vita, necessita di risorse finanziarie per poter svolgere la propria attività economica e perseguire gli obiettivi di sviluppo prefissati. La disponibilità di capitale costituisce infatti una condizione imprescindibile per l'acquisizione dei fattori produttivi, la realizzazione degli investimenti e il regolare svolgimento della gestione operativa.

L'insieme delle risorse finanziarie necessarie affinché l'impresa possa svolgere la propria attività nel rispetto delle condizioni di equilibrio economico, patrimoniale e finanziario prende il nome di fabbisogno finanziario. Esso rappresenta la quantità di capitale che l'impresa deve reperire per sostenere gli investimenti richiesti dalla gestione e garantire la continuità aziendale nel tempo.

Il fabbisogno finanziario trae origine principalmente dalla necessità di finanziare gli impieghi dell'impresa, che possono essere ricondotti a due macro-categorie. Da un lato vi sono gli investimenti immobilizzati, costituiti dai fattori produttivi durevoli destinati a permanere stabilmente all'interno dell'azienda; dall'altro vi è il capitale circolante, rappresentato dall'insieme delle risorse assorbite dalla gestione operativa corrente. Accanto a tali esigenze, il fabbisogno finanziario può inoltre derivare dalla necessità di rimborsare passività in scadenza oppure di coprire eventuali perdite generate dalla gestione.

La capacità dell'impresa di reperire le risorse necessarie per far fronte al proprio fabbisogno finanziario assume quindi un ruolo strategico, in quanto incide direttamente sulla continuità della gestione, sulla realizzazione degli investimenti programmati e, più in generale, sulla possibilità di perseguire gli obiettivi di crescita e di sviluppo nel medio-lungo periodo.

1.1.1 Gli investimenti immobilizzati

Una prima componente del fabbisogno finanziario è riconducibile agli investimenti immobilizzati, ossia agli impieghi di capitale destinati all'acquisizione di fattori produttivi durevoli utilizzati nello svolgimento dell'attività d'impresa e non destinati alla vendita. Tali investimenti comprendono, ad esempio, impianti, macchinari, fabbricati, attrezzature, brevetti, marchi e, più in generale, tutti quei beni e diritti che contribuiscono alla produzione di reddito per una pluralità di esercizi.

Gli investimenti immobilizzati generano un fabbisogno finanziario di natura strutturale, poiché comportano un impiego di risorse che viene recuperato soltanto nel medio-lungo periodo attraverso i flussi economici e finanziari prodotti dalla gestione. Di conseguenza, maggiore è il livello degli

investimenti durevoli effettuati dall'impresa, maggiore sarà il capitale necessario per finanziarne l'acquisizione.[1]

L'entità degli investimenti immobilizzati varia sensibilmente in funzione delle caratteristiche del settore di appartenenza. Alcuni comparti produttivi, infatti, richiedono ingenti investimenti in impianti, macchinari e infrastrutture e sono pertanto caratterizzati da una maggiore rigidità della struttura patrimoniale; altri, invece, necessitano di un minore impiego di capitale fisso e presentano una struttura degli investimenti più flessibile. Ne consegue che il fabbisogno finanziario strutturale può differire significativamente da un settore all'altro.

Oltre alle caratteristiche del settore, un ulteriore elemento che influenza l'entità degli investimenti immobilizzati è rappresentato dalle scelte organizzative e produttive adottate dall'impresa. In particolare, la decisione di internalizzare o esternalizzare determinate fasi del processo produttivo incide direttamente sulla composizione degli impieghi aziendali. A parità di settore, un'impresa che ricorre in misura significativa all'outsourcing tenderà generalmente a sostenere un livello inferiore di investimenti immobilizzati rispetto a un'impresa che realizza internamente l'intero processo produttivo. Quest'ultima, dovendo dotarsi di un maggior numero di impianti, macchinari e strutture produttive, presenterà normalmente un fabbisogno finanziario strutturale più elevato.

Le decisioni relative agli investimenti immobilizzati assumono pertanto una rilevanza strategica, poiché influenzano non soltanto la capacità produttiva e il potenziale di crescita dell'impresa, ma anche la quantità di risorse finanziarie che dovranno essere reperite per sostenere tali investimenti. La natura durevole di questi impieghi rende inoltre necessario individuare fonti di finanziamento coerenti con il loro orizzonte temporale, secondo il principio di correlazione tra impieghi e fonti, tema che sarà approfondito nei paragrafi successivi.[2]

1.1.2 Il capitale circolante

La seconda componente fondamentale del fabbisogno finanziario è rappresentata dal capitale circolante, ossia dall'insieme delle risorse assorbite dallo svolgimento della gestione operativa corrente. L'attività d'impresa si sviluppa infatti attraverso un processo continuo che comprende l'acquisto dei fattori produttivi, la loro eventuale trasformazione e la successiva vendita dei beni o dei servizi realizzati. Nel corso di tale processo, una parte delle risorse finanziarie rimane temporaneamente investita nelle attività correnti, in particolare nelle rimanenze di magazzino e nei crediti commerciali.

---

[1] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Parolini C., 2020, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale, 3ª ed., Pearson.

[2] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Parolini C., 2020, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale, 3ª ed., Pearson.

Le rimanenze rappresentano capitale già impiegato dall'impresa per acquistare materie prime, semilavorati o merci, oppure per realizzare prodotti finiti che non sono ancora stati venduti. Esse costituiscono pertanto risorse incorporate in beni destinati a essere utilizzati nel processo produttivo o ceduti nel breve periodo, ma che non hanno ancora generato un corrispondente flusso monetario in entrata.

I crediti verso clienti, invece, derivano prevalentemente dalla concessione di dilazioni di pagamento nell'ambito delle transazioni commerciali. In questo caso, la vendita ha già determinato la formazione del ricavo sotto il profilo economico, ma non ha ancora prodotto un incasso sotto il profilo finanziario. Fino al momento del pagamento, l'impresa mantiene quindi risorse investite nei crediti commerciali, concedendo di fatto ai propri clienti una forma di finanziamento.

Sia le rimanenze sia i crediti verso clienti determinano, dunque, un assorbimento di capitale. Tale assorbimento è tuttavia parzialmente compensato dalle passività operative correnti, in particolare dai debiti verso fornitori. Questi ultimi derivano dalla possibilità per l'impresa di acquistare beni e servizi senza procedere contestualmente al loro pagamento, rinviando l'uscita monetaria a una data successiva. Il credito commerciale ottenuto dai fornitori rappresenta pertanto una fonte spontanea di finanziamento della gestione corrente.

Per questa ragione, ai fini dell'analisi del fabbisogno finanziario, non è sufficiente considerare esclusivamente le attività circolanti. È più opportuno fare riferimento all'intero ciclo operativo e commerciale dell'impresa, contrapponendo alle attività operative correnti le corrispondenti passività operative correnti. Si giunge così alla determinazione del capitale circolante netto operativo, indicato con l'acronimo CCNO e riconducibile, nella terminologia anglosassone, al concetto di net operating working capital.

In forma semplificata, il capitale circolante netto operativo può essere espresso come segue:

CCNO = crediti verso clienti + rimanenze di magazzino − debiti verso fornitori

A tali componenti principali possono aggiungersi altre attività e passività correnti riconducibili alla gestione caratteristica, purché non abbiano natura propriamente finanziaria.

Il CCNO esprime quindi l'ammontare netto delle risorse investite nel ciclo operativo dell'impresa. Un valore positivo indica che le attività operative correnti superano le passività operative correnti e che, di conseguenza, una parte del ciclo commerciale deve essere finanziata mediante altre fonti. In tale situazione, i debiti verso fornitori e le altre passività operative non sono sufficienti a coprire integralmente il capitale assorbito dalle rimanenze e dai crediti commerciali.

Al contrario, un CCNO negativo indica che le passività operative correnti risultano superiori alle attività operative correnti. In questo caso, il credito ottenuto dai fornitori e le altre passività legate alla gestione finanziano integralmente il capitale investito nelle rimanenze e nei crediti, generando inoltre risorse che possono essere impiegate per sostenere altre attività aziendali. L'ammontare del capitale circolante netto operativo è influenzato dalle caratteristiche del settore, dalla natura dei prodotti offerti, dal modello di business e dalle politiche commerciali adottate dall'impresa. In particolare, assumono rilievo i tempi di produzione, la durata della permanenza delle scorte in magazzino, le dilazioni di pagamento concesse ai clienti e quelle ottenute dai fornitori.

Le politiche commerciali incidono direttamente sull'entità dei crediti e dei debiti operativi. La concessione di termini di pagamento più lunghi ai clienti, ad esempio, determina un maggiore investimento nei crediti commerciali e, a parità di altre condizioni, un incremento del fabbisogno finanziario. Al contrario, la possibilità di ottenere dilazioni più ampie dai fornitori riduce la quantità di capitale che l'impresa deve reperire autonomamente per finanziare il proprio ciclo operativo.

Anche le caratteristiche del prodotto e del processo produttivo possono incidere significativamente sul livello del capitale circolante. Nei settori in cui i prodotti richiedono lunghi periodi di lavorazione, conservazione o stagionatura, l'impresa deve mantenere risorse investite nelle rimanenze per un intervallo temporale più esteso. Ciò comporta generalmente un incremento del capitale circolante netto operativo e, di conseguenza, un maggiore fabbisogno finanziario.

Tale circostanza assume particolare rilievo nel settore agroalimentare, nel quale alcune produzioni richiedono lunghi periodi di maturazione o stagionatura prima di poter essere commercializzate. Durante tale intervallo, l'impresa ha già sostenuto i costi relativi alle materie prime, al lavoro, alla trasformazione e alla conservazione, senza aver ancora conseguito i corrispondenti incassi. Il capitale rimane pertanto immobilizzato nelle rimanenze fino al completamento del processo produttivo e alla successiva vendita.

In questi casi, il fabbisogno finanziario derivante dal capitale circolante non presenta necessariamente una natura esclusivamente occasionale o di brevissimo periodo. Sebbene le singole componenti del capitale circolante siano destinate a rinnovarsi nel breve termine, una parte delle risorse investite nella gestione corrente può permanere stabilmente all'interno dell'impresa, soprattutto quando il livello delle scorte e dei crediti è strutturalmente elevato. Ne consegue la necessità di individuare fonti di finanziamento adeguate non soltanto sotto il profilo quantitativo, ma anche in relazione alla durata e alle caratteristiche del fabbisogno da coprire.

La comprensione delle ragioni per cui il capitale circolante netto operativo assorbe risorse finanziarie richiede, tuttavia, un'analisi più approfondita della successione temporale delle operazioni aziendali. A tal fine, risulta necessario introdurre i concetti di ciclo economico, ciclo operativo e ciclo monetario, attraverso i quali è possibile rappresentare lo sfasamento esistente tra il sostenimento dei costi della gestione e il conseguimento dei relativi incassi.[3]

1.1.3 Il ciclo economico e il ciclo finanziario

Come illustrato nel paragrafo precedente, il capitale circolante netto operativo rappresenta la quota di risorse finanziarie assorbite dalla gestione operativa corrente. Per comprendere le ragioni per cui tale aggregato genera un fabbisogno finanziario è necessario analizzare la successione temporale delle operazioni aziendali, distinguendo tra ciclo economico e ciclo finanziario.

---

[3] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Parolini C., 2020, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale, 3ª ed., Pearson.

Il ciclo economico rappresenta la sequenza delle operazioni attraverso le quali l'impresa acquisisce i fattori produttivi, li impiega nel processo di trasformazione e realizza i ricavi mediante la vendita dei beni o l'erogazione dei servizi. Esso descrive, quindi, il processo di formazione del reddito, evidenziando il momento in cui vengono sostenuti i costi e quello in cui maturano i ricavi.

La manifestazione economica delle operazioni non coincide tuttavia con la loro manifestazione finanziaria. Nella pratica aziendale, infatti, l'acquisto dei fattori produttivi è frequentemente accompagnato da dilazioni di pagamento concesse dai fornitori, mentre la vendita dei prodotti o dei servizi determina spesso la nascita di crediti commerciali che verranno incassati solo in un momento successivo.

Per tale ragione, accanto al ciclo economico assume particolare rilevanza il ciclo finanziario, detto anche ciclo monetario, che prende in considerazione proprio la manifestazione monetaria delle operazioni della gestione corrente. Esso individua l'intervallo temporale che separa l'uscita di cassa connessa al pagamento dei fornitori dall'entrata di cassa derivante dall'incasso dei crediti verso clienti.

Nella generalità delle imprese il pagamento dei fattori produttivi precede l'incasso dei ricavi. Si determina pertanto uno sfasamento temporale tra le uscite monetarie e le successive entrate di cassa, durante il quale l'impresa ha già sostenuto gli esborsi necessari allo svolgimento della propria attività senza aver ancora recuperato le risorse finanziarie attraverso gli incassi.

È proprio questo disallineamento temporale a determinare il fabbisogno finanziario della gestione corrente. Durante tale intervallo il capitale rimane infatti temporaneamente investito nelle rimanenze di magazzino e nei crediti commerciali, rendendo necessario il ricorso a risorse finanziarie in grado di sostenere la continuità della gestione fino al momento dell'incasso delle vendite.[4]

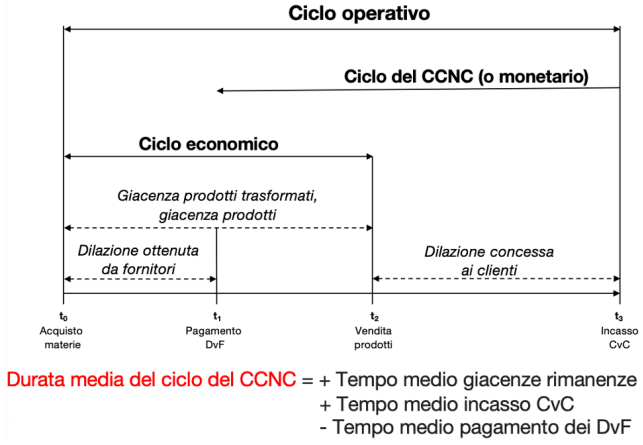


Figura 1: il ciclo finanziario, il ciclo economico e il ciclo operativo.
Fonte: Allegrini, M., Ferramosca, S. (2022). Analisi di Bilanci, Giuffrè Francis Lefebvre.

[4] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.

La figura 1 evidenzia come il ciclo finanziario dipende principalmente dalla combinazione di tre intervalli temporali fondamentali: il periodo medio di permanenza delle rimanenze in magazzino, il periodo medio di incasso dei crediti commerciali, e il periodo medio di pagamento dei debiti verso fornitori. La somma del periodo medio di giacenza delle scorte e del periodo medio di incasso dei crediti, al netto del periodo medio di pagamento dei fornitori, determina la durata del ciclo finanziario, comunemente indicato nella letteratura internazionale come *cash conversion cycle*. Tale indicatore misura il tempo durante il quale le risorse investite nella gestione operativa rimangono immobilizzate prima di ritornare disponibili sotto forma di liquidità.

In termini sintetici, la durata del ciclo finanziario può essere espressa come segue:

Ciclo finanziario = giorni medi di giacenza delle scorte + giorni medi di incasso dei crediti − giorni medi di pagamento dei fornitori

Il periodo medio di giacenza delle scorte esprime il tempo necessario affinché le materie prime e gli altri fattori produttivi vengano trasformati e successivamente venduti. Il periodo medio di incasso indica invece il numero di giorni che intercorre tra la vendita e il pagamento da parte del cliente. Infine, il periodo medio di pagamento dei fornitori esprime il tempo durante il quale l'impresa può beneficiare del credito commerciale prima di sostenere la relativa uscita monetaria. Quanto più lungo è tale intervallo, tanto maggiore sarà il periodo durante il quale le risorse finanziarie rimarranno investite nella gestione operativa. A parità di volume d'affari e di altre condizioni, un allungamento dei tempi di permanenza delle scorte in magazzino o dei tempi medi di incasso dei crediti prolunga il ciclo finanziario e determina un incremento del fabbisogno finanziario dell'impresa. Viceversa, l'ottenimento di termini di pagamento più favorevoli da parte dei fornitori riduce la durata del ciclo finanziario e, di conseguenza, la quantità di risorse che l'impresa deve reperire per finanziare il proprio capitale circolante netto operativo.

Nella situazione più comune, il ciclo finanziario assume un valore positivo, poiché il pagamento dei fornitori avviene prima dell'incasso dei crediti commerciali. In tali circostanze, le rimanenze, i crediti verso clienti e le altre attività operative correnti risultano generalmente superiori ai debiti verso fornitori e alle altre passività operative correnti; di conseguenza, il capitale circolante netto operativo tende ad assumere un valore positivo. Può tuttavia verificarsi anche la situazione opposta, nella quale l'impresa incassa dai clienti prima di essere tenuta a corrispondere il pagamento ai propri fornitori. Tale circostanza può verificarsi, ad esempio, in modelli di business caratterizzati da incassi immediati o anticipati e, contemporaneamente, da ampie dilazioni di pagamento concesse dai fornitori, come avviene frequentemente nel settore della grande distribuzione organizzata. In questo caso il ciclo finanziario assume un valore negativo e, qualora le passività operative correnti risultino superiori alle attività operative correnti, anche il capitale circolante netto operativo presenta un valore negativo.

Ne consegue che imprese caratterizzate dal medesimo volume di vendite possono presentare fabbisogni finanziari anche significativamente differenti qualora abbiano tempi diversi di rotazione delle scorte, di incasso dei crediti o di pagamento dei fornitori. La gestione del ciclo finanziario assume pertanto un ruolo centrale nella pianificazione finanziaria aziendale, poiché consente di limitare il capitale assorbito dalla gestione corrente e di migliorare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Tale aspetto risulta particolarmente rilevante nei settori caratterizzati da cicli produttivi lunghi o da prodotti che richiedono periodi prolungati di lavorazione, conservazione o stagionatura. In questi contesti le risorse rimangono investite nelle rimanenze per un periodo più esteso, ritardando

il recupero della liquidità e determinando un ampliamento del fabbisogno finanziario connesso alla gestione operativa.

L'analisi del ciclo economico e del ciclo finanziario consente dunque di comprendere come la formazione del fabbisogno finanziario operativo derivi principalmente dal disallineamento temporale tra il sostenimento delle uscite e il conseguimento degli incassi. La durata di tale disallineamento rappresenta un elemento centrale nella gestione finanziaria dell'impresa, poiché determina il periodo durante il quale le risorse rimangono assorbite dalla gestione corrente. Ne consegue che la riduzione del tempo intercorrente tra il pagamento dei fattori produttivi e l'incasso delle vendite rappresenta uno dei principali strumenti attraverso cui l'impresa può contenere il capitale investito nella gestione operativa e migliorare il proprio equilibrio finanziario.[5]

1.1.4 Il fabbisogno finanziario in una prospettiva dinamica

Nei paragrafi precedenti il fabbisogno finanziario è stato esaminato facendo riferimento alle esigenze di capitale generate dagli investimenti e dalla gestione operativa in un determinato momento. Tale impostazione, tuttavia, fornisce una rappresentazione statica del fenomeno, mentre nella realtà aziendale il fabbisogno finanziario assume una natura dinamica, modificandosi continuamente in funzione delle decisioni strategiche dell'impresa, dell'evoluzione della gestione e degli obiettivi di sviluppo perseguiti dall'organo amministrativo.

L'incremento del fabbisogno finanziario rappresenta, nella maggior parte dei casi, la conseguenza di un aumento degli impieghi aziendali, ossia degli investimenti necessari allo svolgimento dell'attività economica. Da questo punto di vista, la crescita degli impieghi costituisce il principale indicatore della necessità per l'impresa di reperire nuove risorse finanziarie. Le principali determinanti dell'incremento del fabbisogno finanziario possono essere ricondotte a due categorie fondamentali: l'aumento degli investimenti immobilizzati e l'incremento del capitale circolante netto operativo.

Una prima determinante è rappresentata dall'aumento degli investimenti immobilizzati. L'impresa può infatti decidere di destinare maggiori risorse all'acquisizione di immobilizzazioni materiali, immateriali o finanziarie per perseguire obiettivi di crescita, rafforzare la propria posizione competitiva oppure incrementare la capacità produttiva. L'aumento degli investimenti immobilizzati può essere il risultato di differenti strategie aziendali. Tra queste rientrano i processi di crescita dimensionale, le operazioni di fusione e acquisizione, l'acquisto di partecipazioni societarie, i programmi di internazionalizzazione e gli investimenti finalizzati all'ampliamento della capacità produttiva. Analogamente, l'impresa può intraprendere programmi di innovazione tecnologica o di efficientamento produttivo, sostituendo impianti e macchinari obsoleti con tecnologie più moderne, capaci di incrementare la produttività, ridurre gli sprechi e migliorare la marginalità operativa. L'incremento degli investimenti immobilizzati determina inevitabilmente un maggiore assorbimento di capitale e, conseguentemente, un aumento del fabbisogno finanziario. Sebbene tali investimenti

[5] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Parolini C., 2020, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale, 3ª ed., Pearson.

comportino un rilevante impiego iniziale di risorse, essi sono generalmente orientati alla generazione di benefici economici e finanziari nel medio-lungo periodo, contribuendo al rafforzamento della competitività dell'impresa e alla creazione di valore.

Parallelamente, il fabbisogno finanziario può aumentare anche per effetto di un incremento del capitale circolante netto operativo. In questo caso, la crescita delle risorse necessarie non deriva dall'acquisizione di nuovi investimenti durevoli, bensì dall'espansione della gestione caratteristica e dal maggiore capitale investito nel ciclo operativo. Una delle principali determinanti dell'incremento del capitale circolante netto operativo è rappresentata dalla crescita del volume d'affari. A parità di condizioni contrattuali e di politiche commerciali, un aumento delle vendite comporta generalmente un incremento delle rimanenze necessarie a sostenere la produzione e dei crediti commerciali derivanti dalle maggiori dilazioni concesse ai clienti. Di conseguenza, aumenta il capitale investito nella gestione corrente e, con esso, il fabbisogno finanziario.[6]

L'incremento del capitale circolante netto operativo può tuttavia derivare anche da una modifica delle politiche commerciali adottate dall'impresa. La decisione di concedere termini di pagamento più favorevoli ai clienti può infatti rappresentare una scelta strategica finalizzata a consolidare i rapporti commerciali esistenti, fidelizzare la clientela oppure acquisire nuove quote di mercato. In tali circostanze, l'allungamento dei tempi medi di incasso determina un maggiore investimento nei crediti commerciali e, conseguentemente, un incremento del fabbisogno finanziario.

L'aumento dei crediti commerciali, tuttavia, non rappresenta necessariamente il risultato di una scelta volontaria dell'impresa. Esso può infatti derivare anche da una riduzione del potere contrattuale nei confronti della clientela o da un peggioramento della capacità di riscossione dei crediti, circostanze che determinano un prolungamento dei tempi medi di incasso e un conseguente incremento del capitale investito nella gestione corrente. Analogamente, anche una riduzione delle dilazioni di pagamento concesse dai fornitori può determinare un aumento del fabbisogno finanziario. Qualora l'impresa sia costretta ad anticipare il pagamento delle proprie forniture, diminuisce infatti il contributo del credito commerciale al finanziamento della gestione corrente, rendendo necessario il reperimento di ulteriori risorse finanziarie.

Le determinanti illustrate evidenziano come il fabbisogno finanziario non dipenda esclusivamente dalla dimensione dell'impresa o dal volume delle vendite, ma sia strettamente influenzato dalle decisioni strategiche, organizzative e commerciali assunte dal management. La capacità di prevederne l'evoluzione e di pianificarne la copertura rappresenta pertanto uno degli aspetti centrali della gestione finanziaria aziendale.

Infine, il fabbisogno finanziario può manifestarsi anche in relazione alla dinamica delle passività aziendali. Oltre all'incremento degli investimenti, l'impresa deve infatti reperire risorse finanziarie per far fronte al rimborso dei debiti in scadenza o alla copertura di eventuali perdite di esercizio.

---

[6] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Parolini C., 2020, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale, 3ª ed., Pearson.

Anche tali circostanze determinano un fabbisogno di capitale che dovrà essere soddisfatto attraverso un'adeguata combinazione di fonti di finanziamento.

L'analisi delle determinanti del fabbisogno finanziario evidenzia, pertanto, come la crescita dell'impresa e il perseguimento dei propri obiettivi strategici richiedano una costante capacità di pianificazione delle risorse finanziarie necessarie a sostenere gli investimenti e la gestione operativa. Da ciò deriva l'importanza di individuare una struttura finanziaria equilibrata e coerente con le caratteristiche del fabbisogno da finanziare, tema che sarà approfondito nel paragrafo successivo dedicato alla scelta delle fonti di finanziamento.[7]

1.2 Le decisioni di finanziamento

1.2.1 L'equilibrio finanziario

L'analisi svolta nel paragrafo precedente ha evidenziato come il fabbisogno finanziario derivi dagli investimenti necessari allo svolgimento dell'attività d'impresa e come la sua entità sia influenzata sia dalle caratteristiche degli investimenti immobilizzati sia dalla dinamica del capitale circolante netto operativo. Una volta individuato il fabbisogno finanziario, l'impresa deve tuttavia affrontare un'ulteriore decisione di fondamentale importanza: individuare le fonti più idonee attraverso cui reperire le risorse necessarie alla sua copertura.

La scelta delle fonti di finanziamento non può essere effettuata indipendentemente dalle caratteristiche del fabbisogno da finanziare, ma deve essere coerente con la natura degli impieghi e con l'orizzonte temporale entro il quale tali impieghi genereranno i relativi flussi finanziari. Per questa ragione, l'analisi del fabbisogno finanziario rappresenta il presupposto fondamentale della pianificazione finanziaria e costituisce la base per il perseguimento dell'equilibrio finanziario dell'impresa.

L'equilibrio finanziario può essere inteso come la capacità dell'impresa di far fronte in modo continuativo ai propri impegni di pagamento, sia nel breve sia nel medio-lungo periodo, evitando situazioni di tensione finanziaria che potrebbero compromettere la continuità della gestione. Il suo mantenimento richiede che le caratteristiche delle fonti di finanziamento siano coerenti con quelle degli impieghi che esse sono chiamate a finanziare.

Tale principio è noto nella letteratura economico-aziendale come principio di correlazione tra impieghi e fonti (*matching principle in termini anglosassoni*). Esso prevede che gli investimenti caratterizzati da una permanenza durevole all'interno dell'impresa siano finanziati mediante fonti

[7] Fonti: Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Canovi L., s.d., Modelli di equilibrio finanziario: crescita in autonomia finanziaria e crescita sostenibile, Dipartimento di Economia "Marco Biagi", Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.

stabili a medio-lungo termine, mentre gli investimenti destinati a trasformarsi in liquidità nel breve periodo trovino copertura attraverso passività di analoga durata.

In applicazione di tale principio, il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti immobilizzati dovrebbe essere finanziato prevalentemente mediante fonti permanenti, quali il capitale proprio e le passività consolidate a medio-lungo termine. Tali investimenti, infatti, producono i propri benefici economici lungo un arco temporale pluriennale e, di conseguenza, richiedono risorse che rimangano stabilmente a disposizione dell'impresa. Diversamente, il fabbisogno finanziario connesso al capitale circolante netto operativo, essendo originato da attività destinate a trasformarsi in disponibilità liquide nell'ambito del ciclo operativo, dovrebbe trovare copertura principalmente attraverso fonti di finanziamento a breve termine. In questo modo viene mantenuta una sostanziale coerenza tra i tempi di recupero degli investimenti e le scadenze delle fonti utilizzate per finanziarli, riducendo il rischio che l'impresa debba rimborsare il capitale prima che gli impieghi abbiano generato i flussi di cassa necessari.

Il principio di correlazione, tuttavia, non trova sempre un'applicazione rigida. Esistono infatti settori caratterizzati da particolari peculiarità produttive nei quali una quota delle attività correnti assume una natura sostanzialmente permanente. Ciò si verifica, ad esempio, quando il processo produttivo richiede lunghi periodi di trasformazione, conservazione o stagionatura, determinando un livello strutturalmente elevato delle rimanenze di magazzino.

In tali circostanze, pur essendo contabilmente classificate tra le attività correnti, le rimanenze rappresentano un investimento stabile e ricorrente nell'ambito della gestione aziendale. Per tale motivo, risulta spesso opportuno finanziare almeno una parte di tali impieghi mediante fonti permanenti, realizzando una parziale deroga al principio di perfetta corrispondenza tra scadenza degli impieghi e durata delle fonti. Tale scelta non costituisce un disequilibrio finanziario, bensì una soluzione coerente con le caratteristiche economiche del settore e con la reale natura degli investimenti effettuati.

Ne deriva che la definizione della struttura finanziaria dell'impresa non può basarsi esclusivamente su criteri teorici, ma richiede un'attenta valutazione delle caratteristiche del fabbisogno finanziario, del settore di appartenenza, del contesto competitivo e degli obiettivi strategici perseguiti dall'impresa. L'analisi della durata degli impieghi e delle fonti rappresenta pertanto uno degli elementi fondamentali per individuare una struttura finanziaria equilibrata e coerente con le esigenze della gestione aziendale.[8]

[8] Fonti: Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Canovi L., s.d., Modelli di equilibrio finanziario: crescita in autonomia finanziaria e crescita sostenibile, Dipartimento di Economia "Marco Biagi", Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.

1.2.2 Le fonti di finanziamento e la scelta della loro composizione

Definite le caratteristiche che le fonti di finanziamento devono possedere affinché sia preservato l'equilibrio finanziario dell'impresa, occorre individuare le diverse tipologie di capitale attraverso cui reperire le risorse necessarie alla copertura del fabbisogno finanziario. La scelta della composizione delle fonti di finanziamento rappresenta una delle principali decisioni della gestione finanziaria, poiché incide sul costo del capitale, sul livello di rischio assunto dall'impresa e sulla sua capacità di sostenere nel tempo gli investimenti e lo sviluppo aziendale.

In prima approssimazione, le fonti di finanziamento possono essere ricondotte a due categorie fondamentali: il capitale di rischio, o capitale proprio, e il capitale di debito. Ciascuna di esse presenta caratteristiche differenti in termini di durata, costo, modalità di remunerazione, grado di rischio e obblighi assunti dall'impresa, rendendo la loro combinazione una scelta strettamente dipendente dalle caratteristiche del fabbisogno finanziario da soddisfare.

Il capitale di rischio rappresenta una fonte di finanziamento stabile e permanente dell'impresa, in quanto è caratterizzato dall'assenza dell'obbligo di restituzione del capitale conferito e dall'assenza di una remunerazione predeterminata. Per tali caratteristiche esso costituisce una fonte particolarmente idonea al finanziamento degli investimenti durevoli e, più in generale, del fabbisogno finanziario di medio-lungo periodo. Esso viene definito capitale di rischio poiché il soggetto conferente partecipa direttamente al rischio d'impresa, assumendo la possibilità di perdere, in tutto o in parte, il capitale investito qualora l'attività aziendale non produca risultati economici soddisfacenti. La remunerazione del capitale proprio presenta una duplice natura. La componente esplicita è rappresentata dai dividendi distribuiti ai soci o agli azionisti, la cui corresponsione non costituisce tuttavia un obbligo per l'impresa, ma dipende dalla presenza di utili distribuibili e dalle deliberazioni dell'assemblea dei soci. La componente implicita è invece riconducibile all'incremento di valore della partecipazione detenuta dall'investitore e alla quota di utili che, anziché essere distribuita, viene trattenuta all'interno dell'impresa.

Il capitale proprio può incrementarsi non soltanto attraverso nuovi conferimenti effettuati dai soci, ma anche mediante l'autofinanziamento. Quest'ultimo consiste nella quota di utile d'esercizio che, anziché essere distribuita sotto forma di dividendi, viene accantonata a riserva e reinvestita nell'attività aziendale, incrementando il patrimonio netto. L'autofinanziamento rappresenta pertanto una modalità attraverso cui il capitale proprio si accresce grazie alle risorse generate dalla gestione, consentendo all'impresa di sostenere il proprio sviluppo senza ricorrere a nuovi conferimenti da parte dei soci.

Il capitale di debito presenta caratteristiche profondamente differenti. A differenza del capitale proprio, esso comporta per l'impresa l'obbligo di restituire il capitale ricevuto entro una determinata scadenza e di corrispondere una remunerazione predeterminata, generalmente rappresentata dagli interessi pattuiti con il finanziatore. La remunerazione del capitale di debito è pertanto esclusivamente esplicita, in quanto si manifesta attraverso periodici esborsi monetari destinati ai soggetti che hanno concesso il finanziamento. Alla scadenza prevista contrattualmente, inoltre, l'impresa è tenuta a rimborsare integralmente il capitale preso a prestito. A differenza del capitale proprio, il capitale di debito può assumere configurazioni differenti in funzione delle esigenze finanziarie dell'impresa. Esso può infatti essere reperito attraverso strumenti di finanziamento a breve, medio o lungo termine, consentendo all'impresa di adeguare la durata delle fonti alle caratteristiche del fabbisogno finanziario

da coprire, nel rispetto del principio di correlazione tra impieghi e fonti illustrato nel paragrafo precedente.

La scelta della composizione delle fonti di finanziamento non risulta pertanto indifferente. Essa dipende dalle differenti caratteristiche del capitale proprio e del capitale di debito e richiede un'attenta valutazione delle esigenze finanziarie dell'impresa, delle caratteristiche del fabbisogno da finanziare e degli obiettivi perseguiti dal management.

La letteratura economico-aziendale esclude infatti l'esistenza di una struttura finanziaria universalmente ottimale, valida per tutte le imprese. La composizione tra capitale proprio e capitale di debito dipende da una pluralità di fattori, tra i quali assumono particolare rilievo il ciclo di vita dell'impresa, la convenienza economica delle diverse fonti, le implicazioni fiscali, gli obiettivi di controllo societario, il livello di rischio finanziario e il mantenimento dell'equilibrio finanziario. Più che individuare una composizione ideale delle fonti di finanziamento, l'obiettivo dell'impresa consiste quindi nel definire una struttura finanziaria coerente con le caratteristiche del proprio fabbisogno finanziario, capace di garantire un adeguato equilibrio tra costo del capitale, flessibilità finanziaria e rischio assunto.[9]

1.2.3 Il capitale di debito e lo sviluppo della finanza complementare

Come evidenziato nel paragrafo precedente, una volta definita la composizione della struttura finanziaria e individuato il rapporto ritenuto più appropriato tra capitale proprio e capitale di debito, il processo decisionale dell'impresa non può considerarsi concluso. La scelta della composizione delle fonti consente infatti di stabilire quale tipologia di capitale utilizzare per la copertura del fabbisogno finanziario, ma non individua ancora attraverso quali strumenti e canali reperire concretamente le risorse necessarie.

Per ciascuna categoria di fonti sono infatti disponibili differenti strumenti di finanziamento che presentano caratteristiche eterogenee sotto il profilo economico, finanziario e contrattuale. La scelta dello strumento più idoneo deve pertanto essere coerente con le caratteristiche del fabbisogno finanziario, con il settore di appartenenza dell'impresa, con il contesto competitivo e con gli obiettivi strategici perseguiti dal management, nel rispetto del principio di correlazione tra impieghi e fonti illustrato nel paragrafo precedente.

Poiché il presente elaborato è dedicato all'analisi dei minibond come strumento di finanziamento a titolo di debito, l'attenzione sarà rivolta esclusivamente ai canali e agli strumenti attraverso i quali le imprese possono reperire capitale di debito. Pur appartenendo alla medesima categoria di fonti, tali strumenti non risultano tra loro equivalenti. Essi si differenziano, infatti, non solo per la durata del finanziamento, ma anche per il costo del capitale, le modalità di rimborso, il grado di flessibilità

[9] Fonti: Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Canovi L., s.d., Modelli di equilibrio finanziario: crescita in autonomia finanziaria e crescita sostenibile, Dipartimento di Economia "Marco Biagi", Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.

contrattuale, le eventuali garanzie richieste e i soggetti finanziatori coinvolti. La capacità dell'impresa di individuare il canale maggiormente coerente con le proprie esigenze rappresenta pertanto un elemento centrale della pianificazione finanziaria. Sotto questo profilo, i principali canali di reperimento del capitale di debito possono essere ricondotti a due principali categorie. La prima è rappresentata dal canale bancario, che costituisce la forma tradizionale di finanziamento delle imprese. La seconda è costituita dalla finanza complementare, che comprende un insieme di strumenti attraverso i quali le imprese possono reperire risorse finanziarie mediante canali differenti rispetto al tradizionale circuito bancario.[10]

Il sistema finanziario italiano è stato storicamente caratterizzato da una forte centralità del credito bancario nel finanziamento delle imprese. Tale configurazione, comunemente definita *modello bancocentrico*, attribuisce al sistema bancario un ruolo predominante nel reperimento delle risorse finanziarie a titolo di debito da parte delle imprese.

Questa configurazione è strettamente legata alla struttura del tessuto produttivo italiano, composto prevalentemente da piccole e medie imprese che, per molti anni, hanno fatto affidamento prevalentemente sul sistema bancario per reperire le risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività e alla realizzazione degli investimenti. Parallelamente, il ricorso diretto al mercato dei capitali è rimasto sostanzialmente riservato alle società quotate o alle imprese di maggiori dimensioni, mentre le PMI[11] disponevano di opportunità molto limitate di accesso a forme alternative di raccolta del capitale.

Nonostante la forte dipendenza dal sistema bancario, proprio le piccole e medie imprese incontrano frequentemente maggiori difficoltà nell'ottenimento di finanziamenti. Ciò è riconducibile, nella maggior parte dei casi, alla limitata disponibilità di informazioni economico-finanziarie necessarie per una corretta valutazione del merito creditizio e per l'attribuzione di un adeguato rating creditizio[12]. A tali difficoltà si aggiunge l'impossibilità, per molte PMI, di compensare le restrizioni nell'accesso al credito bancario mediante il ricorso diretto al mercato dei capitali, opportunità storicamente riservata alle imprese di maggiori dimensioni. Ne deriva una marcata dipendenza dal sistema bancario che rende tali imprese particolarmente vulnerabili a eventuali contrazioni dell'offerta di credito.

---

[10] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Allegrini M., Ferramosca S., 2022, Analisi di bilancio, Giuffrè Francis Lefebvre.;
Banca d'Italia, 2015, Bollettino Economico, n. 4, ottobre 2015, Banca d'Italia, Roma.;
Bottoni C., Cascarano M., Garrì I., Mirenda L., Mistrulli P. E., Pizzillo D. M., Revelli D., Ropele T., 2022, I divari territoriali nell'accesso delle imprese italiane al credito, Questioni di Economia e Finanza, n. 710, Banca d'Italia.
Commissione europea, 2003, Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, GUUE L 124 del 20 maggio 2003, pp. 36-41.

[11] Per piccole e medie imprese (PMI) si intendono le imprese che occupano meno di 250 persone e il cui fatturato annuo non supera 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera 43 milioni di euro

[12] Il rating creditizio è un giudizio sintetico volto a esprimere il merito creditizio di un soggetto e, quindi, la sua capacità di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni finanziarie. Esso fornisce un'indicazione del rischio di credito associato all'emittente e viene generalmente espresso attraverso classi o scale di valutazione definite dalle agenzie di rating.

Queste criticità sono emerse con particolare evidenza in seguito alla crisi finanziaria internazionale del 2008. La riduzione della propensione al rischio degli intermediari bancari, unitamente all'introduzione di requisiti patrimoniali più stringenti previsti dagli Accordi di Basilea contribuirono a determinare un forte rallentamento dei finanziamenti bancari alle imprese, seguito da una vera e propria fase di contrazione. Come evidenziato dalla Figura 2 tratta dal *Bollettino Economico n. 4/2015* della Banca d'Italia, dopo i sostenuti tassi di crescita osservati prima della crisi, la variazione su base annua dei prestiti bancari alle imprese diminuì rapidamente tra il 2008 e il 2009. Dopo una temporanea ripresa nel biennio successivo, a partire dal 2011-2012 la dinamica tornò a deteriorarsi, assumendo valori negativi e dando luogo a una prolungata fase di contrazione del credito, che interessò sia le imprese medio-grandi sia quelle di minori dimensioni. Per le PMI italiane, tuttavia, tale dinamica assunse particolare rilevanza in ragione della maggiore dipendenza dal finanziamento bancario e delle più limitate possibilità di ricorrere direttamente al mercato dei capitali.

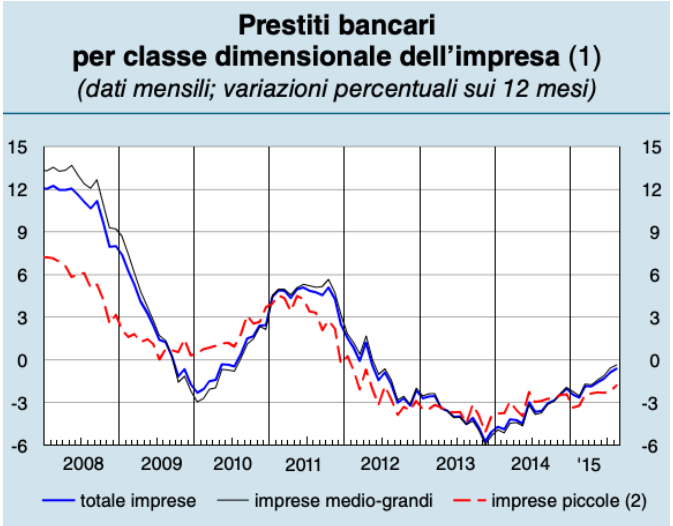


Figura 2: la contrazione del prestito bancario in Italia.
Fonte: *Figura 22 pag. 26, Bollettino Economico n. 4/2015 della Banca d'Italia.*

In tale contesto si è progressivamente affermata l'esigenza di ampliare le modalità di finanziamento a disposizione delle imprese, riducendo la dipendenza dal credito bancario e favorendo una maggiore diversificazione delle fonti. Proprio con questa finalità, a partire dal 2012 il legislatore italiano ha avviato un importante processo di riforma normativa attraverso il Decreto Sviluppo (D.L. n. 83/2012) e i successivi interventi, tra cui il Decreto Sviluppo-bis e il Decreto Destinazione Italia e il Decreto Competitività che hanno progressivamente rimosso numerosi vincoli di natura civilistica e fiscale, consentendo anche alle società non quotate di accedere a strumenti di raccolta del capitale precedentemente riservati quasi esclusivamente alle imprese quotate o di maggiori dimensioni.

In questo contesto si è progressivamente sviluppato il concetto di finanza complementare. L'obiettivo di tali interventi non era quello di sostituire il tradizionale finanziamento bancario, bensì di affiancarlo mediante lo sviluppo di nuovi strumenti capaci di ampliare le opportunità di accesso al capitale. Per tale ragione, parte della letteratura economico-finanziaria preferisce utilizzare l'espressione finanza complementare piuttosto che finanza alternativa, evidenziando come tali strumenti siano destinati a integrare il credito bancario nell'ambito di una più ampia strategia di diversificazione delle fonti di finanziamento. In questa prospettiva, la disponibilità di canali differenti consente alle imprese di

costruire una struttura finanziaria più equilibrata e flessibile, migliorando la capacità di sostenere gli investimenti e di affrontare eventuali restrizioni nell'offerta di credito. Nell'ambito della finanza complementare, particolare rilievo assume il mercato del private debt, segmento della finanza complementare dedicato agli strumenti attraverso i quali le imprese possono reperire capitale di debito presso investitori diversi dal tradizionale sistema bancario. Lo sviluppo di tale mercato ha contribuito a diversificare le modalità di reperimento delle risorse finanziarie, favorendo una minore dipendenza dal credito bancario e una maggiore flessibilità nella struttura delle fonti di finanziamento.

Tra gli strumenti riconducibili al private debt, i minibond rappresentano una delle innovazioni più significative introdotte nell'ordinamento italiano per favorire l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali. La crescente diffusione di tale strumento e il ruolo progressivamente assunto nel processo di diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI ne giustificano un approfondimento specifico. Per tale ragione, il capitolo successivo sarà dedicato all'analisi dei minibond, esaminandone il quadro normativo, le caratteristiche economico-finanziarie, i soggetti coinvolti nel processo di emissione e l'evoluzione del mercato italiano.[13]

[13] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Cucca M. G., 2017, Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito, Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli.;
Banca d'Italia, 2020, Informational Asymmetries in SME Financing: The Case of Minibonds, Temi di Discussione, n. 1292, Banca d'Italia, Roma.;
Banca d'Italia, 2021, Bank Credit and Market Financing of Firms: The Effects of Minibond Issuance, Temi di Discussione, n. 1315, Banca d'Italia, Roma.;
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane, Position Paper, CDP.
Banca d'Italia, 2015, Bollettino Economico, n. 4, ottobre 2015, Banca d'Italia, Roma.;
Bottoni C., Cascarano M., Garrì I., Mirenda L., Mistrulli P. E., Pizzillo D. M., Revelli D., Ropele T., 2022, I divari territoriali nell'accesso delle imprese italiane al credito, Questioni di Economia e Finanza, n. 710, Banca d'Italia.

CAPITOLO 2: I MINIBOND COME STRUMENTO DI FINANZA COMPLEMENTARE

2.1 I minibond: definizione, caratteristiche e funzione nel finanziamento delle imprese.

Come illustrato nel capitolo precedente, la progressiva affermazione della finanza complementare ha ampliato le possibilità di accesso al capitale di debito da parte delle imprese, favorendo la diversificazione delle fonti di finanziamento e affiancando al tradizionale credito bancario strumenti alternativi di raccolta. In questo contesto, i minibond rappresentano oggi uno dei principali strumenti di finanza complementare che consentono alle imprese, in particolare alle piccole e medie imprese, di reperire risorse finanziarie direttamente presso investitori professionali attraverso l'emissione di titoli di debito.

L'espressione minibond, ormai consolidata nella prassi economico-finanziaria, non identifica tuttavia una specifica categoria di strumenti disciplinata dall'ordinamento giuridico italiano. Essa costituisce una denominazione convenzionale utilizzata per ricomprendere un insieme di strumenti di debito accomunati dalla medesima funzione economica e da un quadro normativo che, a partire dal 2012, ne ha favorito l'utilizzo da parte delle società non quotate. Il termine richiama infatti le ridotte dimensioni delle imprese destinatarie della riforma piuttosto che particolari caratteristiche tecniche dello strumento, distinguendolo dalle tradizionali emissioni obbligazionarie riservate alle società di maggiori dimensioni.

Da un punto di vista economico, il minibond può essere definito come un titolo di debito attraverso il quale un'impresa reperisce risorse finanziarie impegnandosi a corrispondere ai sottoscrittori una remunerazione periodica e a restituire il capitale secondo modalità prestabilite nel regolamento di emissione. I sottoscrittori sono generalmente investitori professionali, prevalentemente appartenenti alla categoria degli investitori istituzionali, quali fondi di investimento, banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione e altri operatori specializzati, che mettono a disposizione dell'impresa le risorse finanziarie richieste in cambio di un rendimento coerente con il profilo di rischio dell'operazione. A differenza del finanziamento bancario, nel quale il capitale viene erogato da un intermediario creditizio, l'emissione di un minibond consente all'impresa di instaurare un rapporto diretto con gli investitori, trasferendo sul mercato parte della funzione di finanziamento tradizionalmente svolta dalle banche.[14]

---

[14] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Cucca M. G., 2017, Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito, Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli.;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Camera di commercio di Torino, Minibond: strumento alternativo per il finanziamento delle imprese.;
Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (a cura di), 2014, Mini-bond. Istruzioni per l'uso, nuova edizione, Camera di Commercio di Milano – Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza.
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane, Position Paper, CDP.

Tale modalità di raccolta assume particolare rilievo nell'ambito della finanza complementare, poiché consente alle imprese di ampliare le alternative disponibili nella scelta delle fonti di finanziamento. Il ricorso ai minibond non implica infatti la sostituzione del credito bancario, bensì la possibilità di affiancarlo con uno strumento che presenta caratteristiche differenti sotto il profilo della struttura finanziaria, della durata dell'operazione e delle modalità di rimborso. In questa prospettiva, il minibond non rappresenta semplicemente un diverso contratto di finanziamento, ma uno strumento attraverso il quale l'impresa può perseguire una maggiore diversificazione delle proprie fonti, rafforzando l'equilibrio della struttura finanziaria richiamato nel Capitolo 1.

Proprio questa funzione consente di comprendere perché il termine *minibond* venga oggi utilizzato con riferimento a una pluralità di strumenti giuridicamente distinti. Esso non individua una nuova fattispecie normativa, bensì una categoria economica nella quale confluiscono differenti strumenti di debito accomunati dalla finalità di consentire alle imprese, in particolare alle piccole e medie imprese, un accesso più diretto al mercato dei capitali. Secondo la classificazione adottata dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, rientrano in tale categoria i prestiti obbligazionari emessi dalle società per azioni, i titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata e le cambiali finanziarie. Ciascuno di questi strumenti continua a essere disciplinato dalla normativa che ne regola l'emissione e ciò che li accomuna è il ruolo che essi assumono e il fatto di essere state interessate dagli interventi normativi avviati nel 2012.

Uno degli elementi che maggiormente distingue i minibond dalle tradizionali forme di finanziamento bancario è rappresentato dall'elevata flessibilità che caratterizza la struttura dell'emissione. A differenza dei finanziamenti standardizzati offerti dagli intermediari creditizi, le condizioni di un minibond possono essere definite in funzione delle specifiche esigenze dell'impresa e delle caratteristiche dell'investimento da finanziare. L'emittente può infatti concordare con gli investitori la durata dell'operazione, le modalità di remunerazione del capitale, il piano di rimborso, l'eventuale rilascio di garanzie e la presenza di specifiche clausole contrattuali (*covenant*), costruendo uno strumento coerente con il proprio profilo finanziario e con gli obiettivi perseguiti.

Tale flessibilità assume particolare rilievo nell'ambito delle operazioni destinate a sostenere programmi di investimento o percorsi di crescita aziendale, poiché consente di adattare la struttura del finanziamento alla capacità prospettica dell'impresa di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, il minibond non rappresenta un semplice sostituto del finanziamento bancario, ma uno strumento che permette di definire modalità di raccolta maggiormente coerenti con le esigenze finanziarie dell'emittente e con le aspettative degli investitori. La remunerazione degli investitori avviene generalmente attraverso il pagamento di cedole periodiche, la cui misura può essere determinata applicando un tasso di interesse fisso, variabile o misto, in funzione delle caratteristiche dell'emissione e del profilo di rischio dell'emittente. La definizione della struttura cedolare consente di adattare il costo del finanziamento alle esigenze dell'impresa e alle aspettative di rendimento degli investitori.[15]

---

[15] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Cucca M. G., 2017, Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito, Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli.;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;

Tra gli elementi che possono essere personalizzati assume particolare importanza la modalità di rimborso del capitale. Le emissioni possono infatti prevedere una struttura bullet, nella quale il capitale viene integralmente restituito alla scadenza del prestito, oppure una struttura amortizing, caratterizzata da un rimborso progressivo del capitale mediante un piano di ammortamento distribuito lungo la durata dell'operazione. La scelta tra le diverse modalità di rimborso dipende dalle caratteristiche dell'investimento finanziato e dalla capacità dell'impresa di sostenere gli esborsi finanziari nel corso del tempo.

In particolare, la possibilità di strutturare emissioni con rimborso bullet rappresenta un elemento di significativa differenziazione rispetto al finanziamento bancario tradizionale, che nella maggior parte dei casi prevede il rimborso graduale e dilazionato del capitale mediante un piano di ammortamento. Nel caso delle emissioni bullet dove il rimborso del capitale avviene esclusivamente alla scadenza, consente all'impresa di preservare la propria liquidità durante la vita del finanziamento, destinando i flussi di cassa generati dall'attività operativa allo sviluppo del business o alla realizzazione degli investimenti programmati. Tale soluzione risulta particolarmente coerente quando gli investimenti producono benefici economici nel medio-lungo periodo, in quanto permette di concentrare il rimborso del capitale in un momento successivo alla maturazione dei relativi flussi finanziari. Al tempo stesso, Un rimborso concentrato alla scadenza espone infatti il sottoscrittore a un rischio maggiore rispetto a una struttura che prevede la progressiva restituzione del capitale. Di conseguenza, gli investitori tendono a richiedere un rendimento più elevato quale compensazione per il rischio assunto, con la conseguenza che, a parità di altre condizioni, il costo del finanziamento può risultare superiore rispetto a quello di un tradizionale prestito bancario.

Nel complesso, i minibond rappresentano uno strumento attraverso il quale le imprese possono perseguire una gestione più evoluta della propria struttura finanziaria, ampliando le modalità di accesso al capitale di debito e affiancando al tradizionale finanziamento bancario il ricorso al mercato dei capitali. La possibilità di modellare le caratteristiche dell'emissione in funzione delle specifiche esigenze dell'impresa, unitamente al coinvolgimento di investitori professionali, conferisce ai minibond una funzione che va oltre il semplice reperimento di risorse finanziarie, inserendosi in una più ampia strategia di diversificazione delle fonti di finanziamento e di rafforzamento dell'equilibrio finanziario aziendale.

Le caratteristiche fin qui descritte consentono di comprendere il ruolo che i minibond hanno progressivamente assunto nell'ambito della finanza complementare e le ragioni del crescente interesse manifestato nei loro confronti da imprese e investitori. La loro effettiva diffusione nel sistema economico italiano è stata tuttavia resa possibile da un articolato processo di riforma che, a partire dal 2012, ha progressivamente rimosso gli ostacoli che ne limitavano l'utilizzo da parte delle società non quotate. L'evoluzione di tale quadro normativo sarà analizzata nel paragrafo successivo.[16]

Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (a cura di), 2014, Mini-bond. Istruzioni per l'uso, nuova edizione, Camera di Commercio di Milano – Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza.
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane, Position Paper, CDP.

[16] Fonti: Cucca M. G., 2017, Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito, Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli.;

2.2 Il quadro normativo e la riforma dei minibond

2.2.1 I presupposti e gli obiettivi della riforma dei minibond

Come evidenziato nel paragrafo precedente, i minibond non costituiscono una nuova categoria di strumenti finanziari introdotta dal legislatore nel 2012, bensì una denominazione convenzionale che ricomprende strumenti di debito già presenti nell'ordinamento italiano. Prima dell'avvio della cosiddetta *riforma minibond*, infatti, le obbligazioni, i titoli di debito delle società a responsabilità limitata e le cambiali finanziarie erano già disciplinati dalla normativa vigente. Ciò che risultava fortemente limitato non era dunque l'esistenza di tali strumenti, quanto la loro concreta utilizzabilità da parte delle società non quotate e, in particolare, delle piccole e medie imprese. per le quali il ricorso al mercato obbligazionario rappresentava, nella pratica, un'opportunità difficilmente percorribile.

Il mercato obbligazionario italiano si è infatti sviluppato storicamente come un canale di finanziamento riservato prevalentemente alle grandi imprese e alle società quotate, mentre le PMI hanno continuato a fare affidamento quasi esclusivamente sul credito bancario. Tale situazione era riconducibile a una pluralità di fattori. Da un lato, la disciplina civilistica e fiscale rendeva particolarmente onerosa l'emissione di titoli di debito da parte delle società non quotate; dall'altro, le caratteristiche strutturali delle PMI italiane, spesso caratterizzate da dimensioni contenute, limitata trasparenza informativa e maggiore difficoltà nell'ottenimento di un adeguato rating, ne ostacolavano l'accesso diretto al mercato dei capitali. Di conseguenza, il sistema finanziario italiano continuava a essere fortemente bancocentrico e il credito bancario rappresentava, per la maggior parte delle imprese, la principale fonte di capitale di debito.

La crisi finanziaria internazionale del 2008, il progressivo irrigidimento delle politiche di concessione del credito da parte degli intermediari bancari, l'introduzione dei più stringenti requisiti patrimoniali previsti dagli Accordi di Basilea, determinarono una significativa riduzione dei finanziamenti concessi alle imprese, con effetti particolarmente rilevanti per le piccole e medie imprese, tradizionalmente più dipendenti dal canale bancario. Tale esigenza rappresentò il principale presupposto economico dell'intervento legislativo che prese avvio nel 2012, con l'obiettivo di creare un mercato del capitale di debito maggiormente accessibile anche alle società non quotate.

Con tale finalità, tra il 2012 e il 2014 il legislatore italiano avviò un articolato processo di riforma del mercato del capitale di debito, comunemente definito riforma minibond, fondato principalmente sul Decreto Sviluppo, sul Decreto Sviluppo-bis, sul Decreto Destinazione Italia e sul Decreto Competitività. L'obiettivo perseguito non consisteva nell'introdurre nuovi strumenti finanziari, bensì

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.;
Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.
Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane, Position Paper, CDP.

nel rendere concretamente accessibili alle società non quotate strumenti già previsti dall'ordinamento, attraverso la progressiva rimozione degli ostacoli di natura civilistica, fiscale e di mercato che ne limitavano l'utilizzo. Il percorso riformatore può essere letto come un processo articolato in più fasi: inizialmente il legislatore è intervenuto per rimuovere i principali vincoli civilistici e fiscali che gravavano sulle emissioni delle società non quotate; successivamente ha concentrato l'attenzione sul rafforzamento della domanda di mercato, favorendo il coinvolgimento di investitori istituzionali e la nascita di strumenti in grado di sostenere lo sviluppo del comparto. [17]

2.2.2. Il Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo-bis: la rimozione degli ostacoli civilistici e fiscali

Il primo e più significativo intervento è rappresentato dal Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83 (*Decreto Sviluppo*), convertito con modificazioni nella Legge 7 agosto 2012, n. 134, cui ha fatto seguito, pochi mesi dopo, il Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (*Decreto Sviluppo-bis*), convertito nella Legge 17 dicembre 2012, n. 221. I due provvedimenti costituiscono il nucleo originario della riforma e perseguirono l'obiettivo comune di eliminare le principali barriere normative che rendevano poco conveniente il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle società non quotate. Essi estesero alle imprese non quotate gran parte della disciplina civilistica e fiscale già prevista per le società quotate, allineando le condizioni di emissione dei minibond a quelle previste per le società quotate.

Dal punto di vista civilistico, una delle innovazioni più significative riguardò l'eliminazione del limite previsto dall'art. 2412 del Codice civile, che impediva alle società per azioni non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto. Tale limite venne meno qualora i titoli, delle società non quotate, fossero destinati alla quotazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. Sul piano fiscale, la riforma introdusse misure volte a ridurre il costo dell'emissione. In particolare, fu riconosciuta la piena deducibilità degli interessi passivi, nel rispetto dei limiti previsti dall'art. 96 del TUIR, nonché la deducibilità immediata delle spese di emissione sostenute dall'impresa. Parallelamente, sul versante degli investitori, gli interessi corrisposti sui minibond vennero assoggettati a un regime fiscale più favorevole, rendendo tali strumenti maggiormente competitivi rispetto al passato.

Il successivo Decreto Sviluppo-bis ha completato questo primo processo di liberalizzazione, ampliando ulteriormente gli strumenti utilizzabili dalle imprese e perfezionando la disciplina delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni emesse dalle società non quotate. In particolare, il provvedimento ha riformato la disciplina delle cambiali finanziarie, consentendone l'emissione anche alle società non quotate. Il decreto ha inoltre disciplinato le obbligazioni subordinate e partecipative,

---

[17] Fonti: Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.;
Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.; D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), art. 96.
Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11
Cucca M. G., 2017, Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito, Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli.;

ampliando la flessibilità degli strumenti disponibili e consentendo alle imprese di strutturare emissioni maggiormente coerenti con le proprie esigenze finanziarie e con le caratteristiche degli investitori professionali. Attraverso tali interventi il legislatore non ha introdotto nuovi strumenti di finanziamento, ma ha ampliato le possibilità di utilizzo di quelli già esistenti, favorendone l'impiego anche da parte delle PMI.[18]

2.2.3. Il Decreto Destinazione Italia: lo sviluppo del mercato degli investitori

Una volta rimosse le principali barriere all'emissione, l'attenzione del legislatore si spostò progressivamente sul lato della domanda. La sola eliminazione degli ostacoli normativi, infatti, non sarebbe stata sufficiente a garantire lo sviluppo del mercato dei minibond senza la presenza di investitori disposti a sottoscrivere i titoli emessi dalle imprese. La crescita di questo comparto richiedeva la creazione di un ecosistema finanziario in grado di convogliare risorse verso le società non quotate, favorendo il coinvolgimento di fondi di investimento, compagnie di assicurazione, società di cartolarizzazione e, più in generale, di investitori istituzionali.

In questa prospettiva si colloca il Decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145 (*Decreto Destinazione Italia*), convertito nella Legge 21 febbraio 2014, n. 9, il quale ha introdotto una serie di misure finalizzate a rafforzare il lato della domanda, favorendo la partecipazione di nuovi investitori al mercato dei minibond. Tra gli interventi di maggiore rilievo figura la modifica della Legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione, mediante l'introduzione del comma 1-bis all'art. 1, che ha esteso la disciplina della cartolarizzazione anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle imprese non quotate. La cartolarizzazione consiste in un'operazione attraverso la quale un insieme di attività finanziarie viene ceduto a una società veicolo (*Special Purpose Vehicle* – SPV), la quale finanzia il loro acquisto mediante l'emissione di titoli destinati agli investitori. Prima della riforma tale meccanismo trovava applicazione prevalentemente con riferimento ai crediti ma l'estensione alle obbligazioni ha invece consentito di includere nei portafogli cartolarizzati anche i minibond emessi dalle PMI.

L'intervento normativo ha perseguito una duplice finalità. Da un lato, ha favorito lo sviluppo di un mercato maggiormente accessibile agli investitori istituzionali, incentivando l'operatività di fondi e veicoli di investimento specializzati nel finanziamento delle PMI. Dall'altro, l'estensione della disciplina della cartolarizzazione alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle imprese non quotate ha rappresentato un passaggio fondamentale nell'evoluzione del mercato dei minibond, ponendo le basi per lo sviluppo delle operazioni oggi note come *Basket Bond*, considerate una naturale evoluzione di tale strumento di finanziamento. In particolare, la possibilità riconosciuta alle società veicolo di sottoscrivere obbligazioni e titoli similari emessi da imprese non quotate ha consentito di aggregare, all'interno di un unico portafoglio, minibond emessi da una pluralità di

---

[18] Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, art. 32, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134; Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, art. 36, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221; Codice civile, art. 2412; D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 96; Calugi R., Morelli V., Paglietti L., 2014, *Mini-bond. Istruzioni per l'uso*;
Cucca M. G., 2017, *Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria*.

società. Le imprese partecipanti sono generalmente selezionate sulla base di caratteristiche economico-finanziarie omogenee, quali il settore di attività, la filiera produttiva o l'area geografica, così da costituire un portafoglio caratterizzato da un profilo di rischio sufficientemente uniforme e da una dimensione complessiva significativamente superiore rispetto a quella delle singole emissioni. Tale soluzione risponde a una delle principali criticità del mercato dei minibond emessi dalle PMI, rappresentata dalla difficoltà di attrarre investitori professionali interessati a operazioni di importo contenuto. Molti investitori istituzionali, infatti, orientano le proprie scelte verso investimenti che superano determinate soglie dimensionali; di conseguenza, le singole emissioni delle PMI possono risultare insufficienti a soddisfare tali requisiti.

L'aggregazione di più minibond in un unico paniere consente infatti di raggiungere controvalore totale dell'operazione difficilmente ottenibile attraverso emissioni individuali, superando una delle principali criticità del mercato dei minibond delle PMI, ossia la difficoltà di attrarre investitori istituzionali interessati a operazioni di importo limitato. La maggiore dimensione del portafoglio, unita alla diversificazione del rischio tra più imprese emittenti, rende tali strumenti maggiormente appetibili per gli investitori istituzionali, che possono investire nell'economia reale attraverso un portafoglio caratterizzato da un più equilibrato profilo di rischio-rendimento. Per le imprese, invece, ciò si traduce nella possibilità di accedere con maggiore facilità al mercato dei capitali anche in presenza di fabbisogni finanziari di importo contenuto, ampliando le opportunità di raccolta rispetto al tradizionale ricorso al credito bancario.

Accanto alle modifiche in materia di cartolarizzazione, il Decreto Destinazione Italia ha introdotto anche la possibilità di costituire un privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività d'impresa a garanzia delle emissioni obbligazionarie. Tale misura ha assunto particolare rilevanza per le PMI, spesso prive di beni immobili da offrire in garanzia, consentendo di rafforzare la tutela dei sottoscrittori e di ridurre il rischio percepito dagli investitori. Ciò ha contribuito a contenere il rendimento richiesto dal mercato e, conseguentemente, il costo complessivo del finanziamento per le imprese emittenti. [19]

2.2.4. Il Decreto Competitività: il completamento della riforma

Il percorso riformatore è stato infine completato dal Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 (*Decreto Competitività*), convertito nella Legge 11 agosto 2014, n. 116, che ha ulteriormente rafforzato il mercato dei minibond intervenendo sia sul piano fiscale sia sul versante degli investitori istituzionali. In particolare, sono state eliminate ulteriori asimmetrie fiscali relative agli interessi corrisposti sulle obbligazioni non quotate collocate presso investitori qualificati, sono state semplificate le modalità di trasferimento delle garanzie e sono state introdotte misure volte a favorire la partecipazione di

[19] Decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, *Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia"*, in particolare art. 12, convertito, con modificazioni, dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9;
Legge 30 aprile 1999, n. 130, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*; Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, art. 46; Calugi R., Morelli V., Paglietti L., 2014, *Mini-bond. Istruzioni per l'uso*
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, *Minibond e Basket Bond*, Position Paper, CDP.

fondi di investimento, imprese di assicurazione e veicoli di cartolarizzazione al finanziamento delle imprese. L'obiettivo non era più soltanto incentivare le imprese a emettere titoli di debito, ma creare le condizioni affinché tali emissioni trovassero un mercato stabile e una domanda adeguata, presupposto indispensabile per il consolidamento del comparto.

Nel loro complesso, gli interventi normativi succedutisi tra il 2012 e il 2014 non hanno introdotto una nuova categoria di strumenti finanziari, bensì hanno progressivamente trasformato il contesto normativo entro il quale strumenti già esistenti potevano essere utilizzati. Attraverso la rimozione degli ostacoli civilistici, l'allineamento del trattamento fiscale delle società non quotate a quello delle società quotate e il rafforzamento della domanda da parte degli investitori istituzionali, il legislatore ha creato le condizioni per lo sviluppo di un mercato del capitale di debito accessibile anche alle PMI. La cosiddetta *riforma minibond* rappresenta pertanto un passaggio fondamentale nel processo di affermazione della finanza complementare in Italia, avendo favorito la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese e ridotto, almeno in parte, la tradizionale dipendenza dal credito bancario.[20]

2.3 Gli strumenti riconducibili alla categoria dei minibond

Come evidenziato nel paragrafo 2.1 e poi ripreso nel 2.2 nella spiegazione della riforma "minibond", il termine *minibond* non identifica una specifica categoria giuridica, bensì una denominazione economico-finanziaria che identifica una serie di differenti strumenti di debito previsti dall'ordinamento. Le emissioni possono assumere forme giuridiche diverse a seconda della natura della società emittente e delle caratteristiche dell'operazione. Più nel dettaglio con tale termine si fa riferimento a tre diverse fattispecie:

1) Le obbligazioni emesse dalle società per azioni considerando tutte le varianti previste dall'ordinamento
2) L titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata
3) Le cambiali finanziarie

2.3.1 Le obbligazioni corporate emesse dalle società per azioni

2.3.1.1 le obbligazioni pure

Le obbligazioni costituiscono titoli di debito attraverso i quali le società per azioni possono reperire risorse finanziarie sul mercato mediante il ricorso al capitale di debito. Ai sensi del codice civile, tali strumenti possono essere emessi esclusivamente dalle società per azioni e attribuiscono ai sottoscrittori la qualità di creditori della società emittente. In particolare, ai sensi dell'art. 2411 c.c. l'obbligazionista acquisisce il diritto alla restituzione del capitale alla scadenza del prestito e alla corresponsione degli interessi secondo le modalità previste dal regolamento dell'emissione. A differenza dell'azionista, che partecipa al capitale di rischio della società assumendone il relativo

[20] [20] Fonti: Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116.

rischio d'impresa, l'obbligazionista instaura un rapporto di natura creditizia con la società emittente, senza acquisire diritti amministrativi o partecipativi connessi alla qualità di socio.

La disciplina delle obbligazioni, contenuta negli articoli 2410 e seguenti del codice civile, ha conosciuto nel corso del tempo due fondamentali interventi di riforma. Il primo è rappresentato dalla riforma del diritto societario del 2003 (D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), che ha profondamente riformato la disciplina civilistica delle emissioni obbligazionarie, introducendo importanti novità sia sotto il profilo procedurale sia con riferimento ai limiti quantitativi di emissione. Successivamente, il legislatore è intervenuto nuovamente con il Decreto Sviluppo del 2012 (D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito nella L. 7 agosto 2012, n. 134), apportando ulteriori modifiche volte ad agevolare il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese non quotate e a promuovere una maggiore diffusione di tali strumenti quale fonte di finanziamento alternativa al tradizionale credito bancario.

Sotto il profilo procedurale, l'emissione delle obbligazioni è disciplinata dall'art. 2410 c.c., il quale dispone che, salvo diversa previsione di legge o dello statuto, la relativa competenza spetti agli amministratori mediante delibera dell'organo amministrativo. Ciò significa che La decisione di emettere un prestito obbligazionario rientra pertanto, in via generale, tra le competenze dell'organo amministrativo, pur restando ferma la possibilità per lo statuto di attribuire tale competenza ad un diverso organo sociale. In ogni caso la delibera, indipendentemente che sia dell'organo amministrativo o di un altro organo, previsto dallo statuto, deve essere assunta mediante atto pubblico, redatto da un notaio, ed essere successivamente iscritta e depositata presso il registro secondo quanto proposto dall'art 2436 c.c.

L'attuale disciplina rappresenta una significativa innovazione rispetto al regime previgente alla riforma del 2003. Prima dell'intervento del D.Lgs. n. 6/2003, infatti, l'art. 2410 c.c. attribuiva la competenza all'emissione delle obbligazioni all'assemblea straordinaria dei soci, trattandosi di un'operazione ritenuta idonea ad incidere in maniera rilevante sulla struttura finanziaria della società. La riforma ha invece trasferito tale competenza all'organo amministrativo, in coerenza con la più ampia revisione della governance societaria, volta a rafforzare il potere e il ruolo dell'organo amministrativo, il quale secondo il codice civile ha potere decisionale su qualunque scelta che non sia specificamente attribuibile all'assemblea. L'emissione di un prestito obbligazionario viene così qualificata dal legislatore come una decisione di natura gestionale, riconoscendo agli amministratori una maggiore autonomia nella definizione delle strategie di raccolta del capitale di debito. Resta comunque salva la possibilità per lo statuto di attribuire tale competenza all'assemblea, preservando così un margine di autonomia organizzativa in capo alla società.

Oltre a disciplinare il procedimento di emissione, il codice civile stabilisce anche i limiti quantitativi entro i quali una società per azioni può ricorrere al finanziamento obbligazionario. L'art. 2412, comma 1, c.c. prevede infatti che l'ammontare complessivo delle obbligazioni emesse non possa eccedere il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite è finalizzato a garantire un adeguato equilibrio tra capitale proprio e capitale di debito, contenendo il livello di indebitamento della società e offrendo una forma di tutela ai creditori sociali e agli stessi obbligazionisti.

La riforma del diritto societario del 2003 ha tuttavia introdotto una prima significativa deroga a tale principio. Il secondo comma dell'art. 2412 c.c. consente infatti di superare il limite quantitativo previsto dal primo comma qualora le obbligazioni eccedenti siano destinate alla sottoscrizione da

parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. La scelta legislativa si fonda sulla presunzione che tali soggetti, in ragione delle proprie competenze tecniche, dell'esperienza maturata nei mercati finanziari e del regime di vigilanza cui sono sottoposti, siano in grado di valutare autonomamente il profilo di rischio connesso all'investimento, rendendo pertanto non necessaria la tutela assicurata dal limite quantitativo previsto in via generale. La norma prevede, inoltre, che qualora tali obbligazioni siano successivamente trasferite a soggetti che non rivestano la qualifica di investitori professionali, il soggetto trasferente risponda della solvibilità della società nei confronti dei nuovi acquirenti.[21]

Un ulteriore intervento di rilievo è stato realizzato con il Decreto Sviluppo del 2012**,** il quale, attraverso la modifica del quinto comma dell'art. 2412 c.c., ha ampliato le ipotesi nelle quali i limiti quantitativi previsti dai primi due commi non trovano applicazione. Il legislatore non ha quindi eliminato il limite generale all'emissione delle obbligazioni, bensì ne ha esteso le deroghe, prevedendo che tali limiti non si applichino alle obbligazioni destinate alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)**,** nonché alle obbligazioni che attribuiscono il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni**.**

La disciplina è stata successivamente modificata dalla Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali)**,** che ha ulteriormente ampliato le ipotesi di deroga previste dall'art. 2412, comma 5, c.c., includendo anche le obbligazioni destinate a essere sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali**,** purché tale previsione risulti espressamente dalle condizioni dell'emissione. L'intervento ha pertanto ulteriormente ampliato le possibilità di ricorso al finanziamento obbligazionario al di fuori dei limiti quantitativi previsti in via generale dall'art. 2412 c.c.

Le modifiche introdotte dapprima con la riforma del diritto societario del 2003 e successivamente con il Decreto Sviluppo del 2012 evidenziano il progressivo mutamento dell'approccio del legislatore nei confronti del finanziamento obbligazionario delle imprese. Pur mantenendo fermo il principio generale volto a contenere l'eccessivo ricorso al capitale di debito, la disciplina è stata progressivamente resa più flessibile attraverso l'ampliamento delle ipotesi di deroga ai limiti quantitativi, favorendo l'accesso al mercato dei capitali anche da parte delle società non quotate. Tali interventi hanno costituito uno dei principali presupposti giuridici per il successivo sviluppo del mercato dei minibond, rendendo le obbligazioni uno strumento maggiormente accessibile per il finanziamento delle piccole e medie imprese.

La disciplina finora esaminata riguarda la forma ordinaria del prestito obbligazionario. Accanto a tale fattispecie, il codice civile contempla ulteriori tipologie di obbligazioni quali quelle convertibili, subordinate e partecipative, caratterizzate da specifiche modalità di remunerazione, rimborso o attribuzione di ulteriori diritti agli investitori.[22]

---

[21] Fonti: Codice civile, artt. 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2417, 2420-bis e 2420-ter.;
Legge 5 marzo 2024, n. 21, Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali.

[22] Fonti: Codice civile, artt. 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2417, 2420-bis e 2420-ter.

2.3.1.2 Le obbligazioni convertibili

Le obbligazioni convertibili costituiscono una particolare categoria di obbligazioni che attribuisce al sottoscrittore il diritto, e non l'obbligo, di convertire il proprio credito in una partecipazione al capitale sociale dell'emittente mediante la sottoscrizione di azioni di nuova emissione, secondo modalità e condizioni predeterminate. L'esercizio della conversione determina l'estinzione del rapporto di credito tra obbligazionista e società e la conseguente acquisizione della qualità di socio da parte dell'investitore.

Sotto il profilo economico-finanziario, le obbligazioni convertibili rappresentano uno strumento intermedio tra il capitale di debito e il capitale di rischio. Durante il periodo antecedente alla conversione, infatti, l'investitore mantiene la posizione di creditore della società e percepisce gli interessi previsti dal regolamento di emissione e al tempo stesso, dispone della facoltà di scegliere, entro un termine prestabilito e secondo un determinato rapporto di conversione, se mantenere l'obbligazione fino alla sua naturale scadenza oppure convertirla in azioni della società emittente, assumendo così la qualità di socio.

La conversione avviene sulla base di un rapporto di cambio, determinato al momento dell'emissione, che stabilisce il numero di azioni attribuite in cambio di ciascuna obbligazione ovvero il rapporto tra il valore nominale dell'obbligazione e il prezzo di conversione dell'azione. L'esercizio della conversione è rimesso esclusivamente alla volontà dell'obbligazionista, il quale ne valuta la convenienza economica confrontando il prezzo di conversione con il valore di mercato delle azioni al momento dell'esercizio del diritto.

L'emissione di obbligazioni convertibili presenta vantaggi sia per la società emittente sia per gli investitori. Dal lato dell'emittente, essa consente di reperire risorse finanziarie a un costo generalmente inferiore rispetto a quello delle obbligazioni ordinarie, poiché la possibilità di conversione permette di riconoscere agli investitori un tasso di interesse inferiore. Dal lato del sottoscrittore, invece, la conversione può offrire la possibilità di sfruttare l'andamento positivo dell'azienda permettendo di realizzare una plusvalenza qualora il prezzo di mercato delle azioni risulti superiore al prezzo di conversione prefissato. Tale differenza positiva costituisce il cosiddetto premio di conversione, che rappresenta uno dei principali elementi di attrattività dello strumento.

La disciplina delle obbligazioni convertibili è contenuta negli articoli 2420-bis e 2420-ter del codice civile. In particolare, l'art. 2420-bis attribuisce la competenza all'emissione all'assemblea straordinaria, la quale è chiamata a deliberare contestualmente sia l'emissione delle obbligazioni convertibili, approvandone il relativo regolamento, sia il corrispondente aumento di capitale sociale destinato a servizio della conversione. Il regolamento di emissione individua gli elementi essenziali dell'operazione, tra cui il rapporto di cambio, il periodo entro il quale può essere esercitato il diritto di conversione, il tasso di interesse, le modalità di conversione e le eventuali ulteriori condizioni dell'emissione. La medesima disposizione stabilisce inoltre che la deliberazione non può essere adottata qualora il capitale sociale non sia stato integralmente versato.

La competenza attribuita all'assemblea straordinaria trova giustificazione nel fatto che l'esercizio del diritto di conversione comporta una potenziale modifica del capitale sociale e della compagine dei soci. Per tale ragione, contestualmente all'emissione delle obbligazioni convertibili viene deliberato un aumento di capitale a servizio della conversione, per un importo corrispondente al valore nominale

delle azioni da attribuire agli obbligazionisti che esercitano il diritto di conversione. Tale aumento viene eseguito progressivamente nella misura in cui gli obbligazionisti esercitano la facoltà di conversione, con conseguente estinzione delle obbligazioni convertite ed emissione delle corrispondenti azioni.

A tutela del diritto di conversione riconosciuto agli obbligazionisti, l'art. 2420-bis prevede inoltre specifiche limitazioni alle operazioni sul capitale sociale durante il periodo di conversione. In particolare, eventuali aumenti o riduzioni del capitale sociale, operazioni di fusione o scissione, nonché modifiche dei criteri di distribuzione degli utili, devono essere disciplinati in modo da non alterare il rapporto di cambio originariamente stabilito né pregiudicare la posizione degli obbligazionisti convertibili.[23]

2.3.1.2. Le obbligazioni subordinate

Le obbligazioni subordinate costituiscono una particolare categoria di titoli obbligazionari caratterizzata dalla presenza di una clausola di subordinazione, in forza della quale il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi è postergato rispetto al soddisfacimento degli altri creditori della società emittente. Per tale ragione esse sono comunemente definite anche obbligazioni postergate.

Il fondamento normativo di tali strumenti è contenuto nell'art. 2411, comma 1, c.c**.**, il quale prevede espressamente che il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e agli interessi possa essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società. La subordinazione non incide, pertanto, sulla natura obbligazionaria dello strumento, ma modifica il grado di priorità con cui il sottoscrittore viene soddisfatto rispetto agli altri creditori dell'emittente.

La clausola di subordinazione può assumere diversa intensità. Essa può prevedere che il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi siano subordinati rispetto a tutti gli altri creditori della società oppure soltanto nei confronti di una determinata classe di creditori o di specifici soggetti espressamente individuati nel regolamento di emissione. Analogamente, il vincolo della postergazione può riguardare l'intero credito obbligazionario oppure limitarsi esclusivamente al rimborso del capitale, al pagamento degli interessi o a una parte di essi.

Dal punto di vista economico, la subordinazione comporta un maggiore livello di rischio per il sottoscrittore, il quale, in caso di liquidazione o di assoggettamento dell'emittente a una procedura concorsuale, verrà soddisfatto soltanto dopo l'integrale pagamento dei creditori aventi rango superiore. Proprio in ragione di tale maggiore esposizione al rischio, tali strumenti sono generalmente

[23] Fonti: Codice civile, artt. 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2417, 2420-bis e 2420-ter.

destinati a investitori professionali o istituzionali, dotati delle competenze necessarie per valutarne adeguatamente il profilo di rischio-rendimento.[24]

2.3.1.3 Le obbligazioni partecipative e partecipative subordinate

Le obbligazioni partecipative rappresentano un'ulteriore categoria di titoli obbligazionari caratterizzate dalla presenza di una clausola che collega, in tutto o in parte, la remunerazione dell'investitore ai risultati economici conseguiti dalla società emittente. Pur mantenendo la natura di strumenti di debito e il diritto del sottoscrittore alla restituzione integrale del capitale alla scadenza del prestito, esse si distinguono dalle obbligazioni ordinarie in quanto la remunerazione non è interamente predeterminata, ma risulta in parte correlata all'andamento economico dell'impresa.

La possibilità di emettere obbligazioni caratterizzate da clausole di partecipazione ai risultati economici era già riconosciuta dall'art. 2411, comma 2, c.c., secondo cui i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in funzione di parametri oggettivi, anche relativi all'andamento economico della società. A tale disciplina generale successivamente, il legislatore ha introdotto una disciplina speciale di tali strumenti Con il Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134) nell'ambito della riforma dei minibond. In particolare, l'art. 32, comma 19, prevede, per le società individuate dalla disposizione, la possibilità di emettere obbligazioni e titoli similari contenenti clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione, purché caratterizzati da una scadenza iniziale pari o superiore a trentasei mesi. La disciplina contempla pertanto, attraverso l'art. 32, comma 24, la possibilità di combinare in un'unica emissione la clausola partecipativa con clausola di subordinazione. In tal caso si configurano così le obbligazioni partecipative subordinate dove il sottoscrittore, oltre ad accettare una remunerazione parzialmente correlata all'andamento economico della società, assume anche il rischio derivante dalla postergazione del proprio credito rispetto agli altri creditori della società emittente, secondo le modalità previste nel regolamento del prestito obbligazionario. Le obbligazioni partecipative subordinate rappresentano, pertanto, una combinazione delle caratteristiche proprie delle obbligazioni partecipative e delle obbligazioni subordinate, determinando un profilo di rischio-rendimento più elevato rispetto a quello delle due categorie considerate singolarmente.

Con riferimento alla clausola di partecipazione, l'art. 32, comma 21, stabilisce che la remunerazione sia composta da una componente fissa e da una componente variabile. La componente fissa è costituita da un tasso di interesse che non può essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento della Banca centrale europea, mentre quella variabile è commisurata ai risultati economici della società emittente secondo criteri e percentuali predeterminati nel regolamento di emissione. Il comma 23 sempre dell'art 32 precisa inoltre che la partecipazione ai risultati economici incide esclusivamente

[24] Fonti: Codice civile, art. 2411, comma 1; Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, art. 32, commi 19-26, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134; Calugi R., Morelli V., Paglietti L., 2014, *Mini-bond. Istruzioni per l'uso*.

sulla remunerazione del capitale prestato e non sul diritto dell'obbligazionista alla restituzione del capitale, che rimane integralmente dovuto alla scadenza del prestito.[25]

2.3.2 I titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata

Fino alla riforma del diritto societario del 2003, le società a responsabilità limitata non potevano ricorrere all'emissione di obbligazioni né, più in generale, di titoli rappresentativi di capitale di debito. Le forme di finanziamento esterno risultavano pertanto limitate ai conferimenti dei soci e al tradizionale ricorso al credito bancario ed era quindi imposto il divieto di richiedere forme di finanziamento diverse. Con il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, il legislatore ha profondamente modificato tale impostazione, introducendo la possibilità per le S.r.l. di emettere titoli di debito, disciplinati dall'art. 2483 del codice civile.

Il legislatore non fornisce una definizione espressa di titoli di debito e nella dottrina possono essere definiti titoli di debito generalmente tutti gli strumenti finanziari di massa emessi a fronte di un'operazione di finanziamento, che attribuiscono al sottoscrittore il diritto alla restituzione del capitale prestato, secondo le modalità stabilite nel regolamento di emissione, nonché la facoltà di trasferire tale diritto a terzi mediante la circolazione del titolo secondo il regime cartolare.

La disciplina dei titoli di debito è contenuta nell'art. 2483 c.c., il quale attribuisce un ruolo centrale all'autonomia statutaria. L'emissione è infatti consentita soltanto qualora sia espressamente prevista dall'atto costitutivo, che deve individuare l'organo competente a deliberarla, potendo attribuire tale competenza ai soci oppure agli amministratori, nonché stabilire gli eventuali limiti all'emissione, le modalità di adozione della decisione e le maggioranze richieste. L'art. 2483, comma 1, c.c. riconosce quindi allo statuto un'ampia autonomia nella disciplina dell'emissione dei titoli di debito, consentendo alla società di definire la soluzione maggiormente coerente con la propria struttura organizzativa e con le proprie esigenze finanziarie. [26]

La decisione di emissione, *contenuta nella delibera dell'organo competente secondo lo statuto*, deve contenere le condizioni del prestito e le modalità di rimborso dei titoli. Possono essere previsti, ad esempio, titoli di debito con tasso di interesse fisso o variabile, con rimborso periodico oppure alla scadenza, nonché strumenti caratterizzati da clausole di subordinazione. È inoltre possibile prevedere la successiva modifica delle condizioni del prestito o delle modalità di rimborso, purché ciò avvenga con il consenso della maggioranza dei possessori dei titoli. A differenza di quanto previsto per le società per azioni, la deliberazione di emissione non richiede la forma dell'atto pubblico notarile,

[25] Fonti: Codice civile, artt. 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2417, 2420-bis e 2420-ter.
Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134 — Decreto Sviluppo.

[26] Fonti: Codice civile, art. 2483.
Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative.

essendo sufficiente la decisione adottata dall'organo competente. Essa deve tuttavia essere iscritta nel Registro delle imprese, affinché acquisti efficacia nei confronti dei terzi.

Una delle principali peculiarità della disciplina dei titoli di debito delle S.r.l. riguarda i soggetti legittimati alla loro sottoscrizione. Ai sensi dell'art. 2483, comma 2, c.c., i titoli possono essere sottoscritti, al momento dell'emissione, esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, ritenuti dal legislatore in possesso delle competenze necessarie per valutare autonomamente il rischio dell'investimento. Restano pertanto esclusi dalla sottoscrizione originaria gli investitori professionali non soggetti a vigilanza prudenziale, i soci della società emittente e i privati.

La limitazione riguarda esclusivamente la fase della sottoscrizione iniziale. I titoli di debito possono infatti essere successivamente trasferiti anche a soggetti diversi dagli investitori professionali. In tale ipotesi, tuttavia, il legislatore tutela gli acquirenti prevedendo che il primo sottoscrittore risponda della solvibilità della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali né soci della società emittente. La responsabilità del cedente, prevista dall'art. 2483, comma 2, secondo periodo, c.c., costituisce uno strumento di tutela dei piccoli investitori, i quali potrebbero non essere in grado di valutare adeguatamente il rischio dell'operazione. Tale garanzia non opera invece qualora il trasferimento avvenga a favore di altri investitori professionali o dei soci della società, considerati soggetti dotati delle competenze necessarie per apprezzare autonomamente il profilo di rischio dell'investimento.

La disciplina è stata recentemente modificata dall'art. 7, comma 1, lett. b), della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), che ha introdotto il comma 3 dell'art. 2483 c.c. La nuova disposizione prevede l'inapplicabilità delle limitazioni di cui al comma 2 ai titoli di debito destinati a essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali, ampliando così la platea dei potenziali sottoscrittori originari anche agli investitori professionali non soggetti a vigilanza prudenziale.

Infine, i titoli di debito delle S.r.l. si caratterizzano per un'elevata flessibilità nella loro strutturazione. Il legislatore non impone infatti uno specifico contenuto patrimoniale, rimettendo all'autonomia negoziale della società emittente la definizione delle caratteristiche dell'operazione in funzione delle proprie esigenze di finanziamento. Possono pertanto essere emessi titoli con cedola fissa o variabile, con rimborso periodico o alla scadenza, assistiti da clausole di subordinazione o da ulteriori condizioni negoziali ritenute opportune.

L'introduzione dei titoli di debito nelle società a responsabilità limitata ha rappresentato una delle innovazioni più significative della riforma del diritto societario del 2003 e ha assunto un'importanza ancora maggiore a seguito della riforma dei minibond del 2012. Considerando che la società a responsabilità limitata costituisce la forma societaria largamente prevalente tra le piccole e medie imprese italiane, la possibilità di ricorrere all'emissione di titoli di debito ha ampliato in misura significativa gli strumenti di raccolta finanziaria a disposizione di una vasta parte del tessuto imprenditoriale nazionale. Le successive modifiche introdotte dal Decreto Sviluppo e, più recentemente, dalla Legge Capitali del 2024 hanno progressivamente ampliato la platea dei potenziali investitori e reso maggiormente flessibile la disciplina dell'art. 2483 c.c., favorendo l'accesso al mercato dei capitali anche da parte delle imprese di minori dimensioni. In tale prospettiva, i titoli di debito emessi dalle S.r.l. rappresentano oggi uno dei principali strumenti attraverso cui tali società

possono accedere al mercato dei minibond, reperendo risorse finanziarie direttamente sul mercato dei capitali e riducendo la tradizionale dipendenza dal finanziamento bancario.[27]

2.3.3 Le cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie rappresentano un'ulteriore categoria di strumenti di debito riconducibili alla nozione di minibond e, per le loro caratteristiche, diversamente dagli strumenti introdotti in precedenza, risultano particolarmente idonee a soddisfare le esigenze di finanziamento di breve e medio termine delle imprese. Si tratta di titoli di credito all'ordine emessi in serie, ossia in un numero predeterminato nell'ambito di un'unica operazione di raccolta di capitale di debito e caratterizzati dal medesimo valore nominale e dalla medesima scadenza.

La disciplina delle cambiali finanziarie è stata introdotta nell'ordinamento italiano dalla Legge 13 gennaio 1994, n. 43, che le qualifica come titoli di credito all'ordine emessi in serie. Sotto il profilo della struttura giuridica, esse sono equiparate per legge alle cambiali ordinarie e assumono la forma del *pagherò cambiario*, in quanto incorporano la promessa incondizionata dell'emittente di rimborsare al possessore una determinata somma alla scadenza. In quanto titoli all'ordine, possono circolare mediante girata, che deve essere apposta esclusivamente con la clausola «senza garanzia» o altra equivalente. Tuttavia, la L. n. 43/1994 si limitava essenzialmente a definire le caratteristiche dello strumento, senza prevedere espressamente i soggetti legittimati e senza predisporre una disciplina specificamente rivolta all'accesso delle società non quotate al mercato. A ciò si aggiungevano vincoli normativi, fiscali e di mercato che rendevano il ricorso alla raccolta diretta di capitale di debito più agevole per imprese di maggiori dimensioni e già conosciute dagli investitori, mentre le PMI continuavano a dipendere prevalentemente dal finanziamento bancario.

La disciplina originaria è stata infatti profondamente modificata dall'art. 32 del Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134), nell'ambito della più ampia riforma dei minibond. In particolare, l'art. 32, comma 5-bis, ha inserito, dopo il comma 2 dell'art. 1 della L. n. 43/1994, i nuovi commi 2-bis e seguenti, attraverso i quale il legislatore individua espressamente i soggetti legittimati all'emissione, ricomprendendovi le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici (escluse banche e microimprese), e ha introdotto una serie di requisiti finalizzati a garantire la tutela degli investitori nelle emissioni effettuate da società non quotate.[28]

Tra tali requisiti assume particolare rilievo la presenza di uno sponsor, prevista dall'art. 1, comma 2-bis, lett. a), della L. n. 43/1994**,** individuato dalla legge in una banca, un'impresa di investimento, una

---

[27] Fonti: Codice civile, art. 2483.; Legge 13 gennaio 1994, n. 43, Disciplina delle cambiali finanziarie.
Legge 5 marzo 2024, n. 21 (Legge Capitali), che richiami nell'analisi dell'attuale art. 2412 c.c

[28] Fonti: Legge 13 gennaio 1994, n. 43, Disciplina delle cambiali finanziarie.;
Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.;
Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

società di gestione del risparmio (SGR), una società di gestione armonizzata o una società di investimento a capitale variabile (SICAV), in presenza delle condizioni previste dalla normativa. Il ruolo dello sponsor consiste nell'assistere l'emittente nella procedura di emissione e nel supportarlo nella successiva fase di collocamento delle cambiali finanziarie, contribuendo in tal modo a ridurre le asimmetrie informative tra la società e i potenziali investitori. A queste funzioni si aggiunge quella prevista dal nuovo art. 1, comma 2-ter, della L. n. 43/1994**,** anch'esso introdotto dall'art. 32, comma 5-bis, del D.L. n. 83/2012, in base al quale lo sponsor al momento dell'emissione è tenuto a classificare la qualità creditizia dell'emittente, distinguendo tra cinque categorie: ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa. Nel caso di operazioni assistite da garanzie, tale classificazione deve essere inoltre correlata al livello della garanzia prestata, distinto in elevato, normale o basso. Lo sponsor è altresì tenuto a rendere pubbliche le descrizioni della classificazione adottata e ad aggiornarle ogniqualvolta intervengano elementi che possano incidere sulla valutazione attribuita. Tale meccanismo consente di fornire agli investitori un'indicazione sintetica del merito creditizio dell'emittente e del rischio connesso all'operazione, assumendo particolare rilievo nel caso delle società non quotate, generalmente caratterizzate da una minore disponibilità di informazioni sul mercato rispetto agli emittenti quotati.

Al fine di allineare gli interessi dello sponsor con quelli degli investitori, l'art. 1, comma 2-bis, lett. b), della L. n. 43/1994 prevede inoltre che esso mantenga nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una determinata quota dei titoli emessi in modo da avere un coinvolgimento diretto dello sponsor nel rischio dell'operazione. Tale quota non può essere inferiore al 5% del valore dell'emissione fino a cinque milioni di euro, al quale si aggiunge il 3% della parte eccedente cinque milioni e fino a dieci milioni di euro e il 2% della parte eccedente dieci milioni di euro.

Per le società non quotate, sempre il medesimo art. 1, comma 2-bis, della L. n. 43/1994 lett. c) e lett. d) ha inoltre previsto ulteriori presidi a tutela degli investitori In particolare, la lett. c) richiede l'obbligo di assoggettare a revisione legale l'ultimo bilancio d'esercizio, così da garantire una maggiore trasparenza informativa nei confronti degli investitori, mentre la lett. d) prevede che le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente. Tali condizioni rispondono all'esigenza di limitare in tal modo l'esposizione degli investitori retail a strumenti caratterizzati da un maggiore profilo di rischio. Sebbene la legge non individui espressamente tale categoria di soggetti, parte della dottrina riconduce la nozione di investitore professionale a quella di investitore qualificato di cui all'art. 100, comma 1, del Testo Unico della Finanza.

Un'ulteriore modifica di rilievo introdotta dal Decreto Sviluppo ha riguardato la durata stessa delle cambiali finanziarie in generale e trova il proprio riferimento nell'art. 32, comma 5, del D.L. n. 83/2012**,** che ha modificato direttamente l'art. 1, comma 1, della L. n. 43/1994. Nella formulazione originaria L'art. 1 della Legge n. 43/1994 prevedeva originariamente una durata compresa tra tre e dodici mesi, la quale a seguito della riforma è stata estesa da uno a trentasei mesi dalla data di emissione. L'ampliamento dell'orizzonte temporale ha reso lo strumento maggiormente flessibile e più idoneo ad adattarsi alle differenti esigenze finanziarie delle imprese.

Accanto ai requisiti relativi alla durata e alle modalità di emissione, un ulteriore elemento da considerare riguarda il valore nominale unitario delle cambiali finanziarie. La relativa disciplina non trova tuttavia origine nella normativa speciale contenuta nella L. n. 43/1994, né nelle modifiche

introdotte dal Decreto Sviluppo del 2012, ma nella più generale disciplina della raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche. In particolare, la Delibera CICR del 19 luglio 2005, n. 1058, stabilisce che gli strumenti finanziari di raccolta diversi dalle obbligazioni siano emessi, in via generale e fatte salve le specifiche eccezioni previste dalla disciplina, con un taglio minimo unitario non inferiore a 50.000 euro. Tale previsione trova applicazione non soltanto alle cambiali finanziarie, ma anche ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata, in quanto anch'essi riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari di raccolta diversi dalle obbligazioni. Il limite non trova invece applicazione alle obbligazioni emesse dalle società per azioni, espressamente escluse da tale previsione.[29]

2.4 Il processo di emissione

L'emissione di un minibond è il risultato di un processo articolato in diverse fasi, che prende avvio con l'emergere di un fabbisogno finanziario dell'impresa e prosegue attraverso la strutturazione dell'operazione, il collocamento e la successiva sottoscrizione dei titoli. Nel corso di tale processo possono intervenire diversi operatori specializzati, ciascuno dotato di specifiche competenze e chiamato a svolgere determinate funzioni. Il numero e il ruolo dei soggetti coinvolti non sono tuttavia predeterminati, ma possono variare in funzione delle caratteristiche dell'emissione, delle dimensioni e della struttura organizzativa dell'impresa emittente, nonché dell'eventuale decisione di richiedere l'ammissione dei titoli alla negoziazione su una sede di mercato. È inoltre possibile che uno stesso operatore svolga più funzioni nell'ambito della medesima operazione. Il ricorso a tali figure assume particolare rilevanza nel caso delle PMI, che spesso non dispongono internamente di tutte le competenze finanziarie, legali e tecniche necessarie per gestire autonomamente l'intero processo di emissione. Al centro dell'operazione si colloca la società emittente, attorno alla quale si sviluppa una vera e propria filiera di operatori specializzati, tra cui assumono particolare rilievo gli advisor finanziari e legali, le società di revisione, gli arranger, le società di rating e gli investitori, ai quali si affiancano ulteriori soggetti incaricati dello svolgimento di attività tecniche e amministrative, quali banche agenti, banche depositarie e centri servizi**.**



Figura 3: Le principali fasi del processo di emissione di un minibond.
Fonte: *elaborazione propria*

[29] Fonti: Legge 13 gennaio 1994, n. 43, Disciplina delle cambiali finanziarie.
Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.;
Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

2.4.1 La valutazione preliminare e la decisione di emissione

Il processo di emissione prende avvio nel momento in cui in capo all'impresa emerge un fabbisogno finanziario, riconducibile a differenti esigenze e, in particolare, agli obiettivi che essa intende perseguire. Le risorse finanziarie possono essere innanzitutto destinate a sostenere il ciclo di cassa operativo, contribuendo a garantire l'equilibrio tra i tempi di incasso dei crediti e quelli di pagamento dei debiti e, conseguentemente, a fronteggiare esigenze finanziarie di breve o medio termine. Il fabbisogno può inoltre derivare dalla necessità di finanziare progetti di crescita interna, quali investimenti in ricerca e sviluppo, nella realizzazione di nuovi prodotti o nell'ingresso in nuovi mercati, oppure operazioni di crescita esterna, quali acquisizioni, processi di integrazione aziendale e progetti di internazionalizzazione.

Individuato il fabbisogno finanziario e definiti gli obiettivi che l'impresa intende perseguire, si procede a una valutazione preliminare della fattibilità, della convenienza e della sostenibilità delle diverse alternative di finanziamento disponibili, al fine di individuare la soluzione maggiormente coerente con le caratteristiche e le esigenze dell'impresa. In tale fase, il ricorso al minibond viene quindi valutato in relazione alle altre possibili fonti di finanziamento, tenendo conto, tra gli altri elementi, dei relativi costi, delle condizioni di accesso, della durata del finanziamento e della capacità prospettica dell'impresa di sostenere gli impegni derivanti dall'operazione. Tale analisi può essere condotta internamente qualora la società disponga delle competenze necessarie oppure, come avviene frequentemente nel caso delle PMI, con il supporto di un consulente esterno, rappresentato dall'advisor finanziario. Quest'ultimo affianca l'impresa nella valutazione dell'operazione, contribuendo ad analizzarne la compatibilità con la situazione economico-finanziaria dell'emittente e con gli obiettivi che essa intende perseguire.

In questa fase assume particolare importanza la predisposizione di un business plan, elaborato dall'impresa, eventualmente con il supporto dell'advisor finanziario, attraverso il quale gli obiettivi strategici e gli investimenti programmati vengono tradotti in previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie. Il business plan costituisce quindi uno strumento fondamentale sia per valutare i costi e i benefici connessi all'operazione, sia per verificarne la sostenibilità finanziaria. A tal fine, particolare attenzione viene riservata alla stima dei flussi di cassa prospettici che l'impresa sarà in grado di generare, al fine di accertare che essi risultino compatibili con gli impegni finanziari derivanti dall'emissione, con particolare riferimento al pagamento degli interessi e al successivo rimborso del capitale.[30]

2.4.2. la strutturazione dell'operazione e il ruolo del consulente legale e della società di revisione.

Verificata così la fattibilità e la sostenibilità del ricorso a un minibond e assunta la decisione di procedere all'emissione, si passa alla fase di strutturazione dell'operazione, nella quale l'impresa,

[30] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11.

affiancata dall'advisor finanziario, definisce le principali caratteristiche del prestito in coerenza con la propria capacità prospettica di sostenere e rimborsare il debito. Sulla base del fabbisogno finanziario e dei flussi di cassa prospettici vengono quindi definite, tra gli altri elementi, l'ammontare dell'emissione, la durata, le modalità di rimborso del capitale e il tasso di interesse.

Nell'ambito della strutturazione possono essere inoltre previste garanzie a favore degli investitori e covenant, specifiche clausole contrattuali inserite richieste dal sottoscrittore che hanno la funzione disciplinare la gestione dell'impresa emittente. Questi ultimi consistono in impegni, obblighi o limitazioni posti a carico dell'emittente e destinati a essere rispettati durante la vita del prestito, con la finalità di tutelare la posizione dei sottoscrittori e preservare il profilo di rischio dell'operazione. Essi possono prevedere, ad esempio, il mantenimento di determinati parametri economico-finanziari, limiti all'assunzione di ulteriore indebitamento o alla distribuzione di dividendi, nonché specifici obblighi informativi nei confronti degli investitori. Analogamente, la presenza di eventuali garanzie può contribuire a ridurre il rischio assunto dai sottoscrittori e, di conseguenza, incidere sulle condizioni economiche dell'emissione.

Tuttavia queste condizioni del prestito inizialmente individuate non assumono ancora necessariamente carattere definitivo e potranno essere adeguate successivamente sulla base del confronto con i potenziali investitori, così da rendere compatibili le esigenze finanziarie dell'impresa con il profilo di rischio-rendimento richiesto dal mercato. L'advisor finanziario assume quindi una funzione di accompagnamento dell'impresa e oltre alla definizione delle principali scelte strategiche relative all'emissione, contribuisce a individuare il momento più opportuno per l'accesso al mercato e a coordinare i rapporti con gli altri operatori coinvolti.

Parallelamente all'attività svolta dall'advisor finanziario, nella fase di strutturazione intervengono anche i consulenti legali, incaricati di verificare la conformità dell'operazione alla disciplina applicabile e di predisporre o controllare la documentazione contrattuale necessaria all'emissione. Il legal advisor può, in particolare, assistere l'emittente nella predisposizione del regolamento del prestito, nella definizione delle clausole contrattuali e delle eventuali garanzie, nonché nell'esecuzione degli ulteriori adempimenti giuridici connessi all'operazione. Inoltre, il consulente legale può assistere anche il potenziale investitore in quanto può essere chiamato a effettuare una due diligence legale sulla società emittente, finalizzata a verificarne la situazione giuridica e a individuare eventuali rischi rilevanti ai fini della decisione di investimento.

Nel processo può in aggiunta intervenire una società di revisione, la cui attività contribuisce ad accrescere l'attendibilità delle informazioni economiche e finanziarie messe a disposizione dei potenziali investitori. La revisione del bilancio permette di accrescere il livello di trasparenza informativa tra emittente e potenziale investitore, consentendo a questi ultimi di effettuare le proprie valutazioni sulla base di informazioni sottoposte al controllo di un soggetto indipendente. La revisione dell'ultimo bilancio, o eventualmente dei bilanci relativi agli esercizi precedenti l'emissione, non costituisce pertanto un requisito generale e necessario previsto dalla legge per qualsiasi emissione di minibond, salvo nei casi in cui sia espressamente richiesta dalla disciplina applicabile. Tale obbligo ricorre, in particolare, per le cambiali finanziarie emesse da società non quotate, ai sensi dell'art. 1, comma 2-bis, lett. c), della L. n. 43/1994, nonché nel caso in cui venga

richiesta l'ammissione degli strumenti alla negoziazione su Euronext Access Milan[31], il cui regolamento prevede la pubblicazione e il deposito del bilancio relativo all'ultimo esercizio annuale sottoposto a revisione legale.[32]

2.4.3 La strutturazione e il collocamento del minibond

Una volta definite le principali caratteristiche dell'operazione, il processo prosegue con la fase di collocamento del titolo, nella quale assume un ruolo centrale l'arranger, generalmente un intermediario finanziario incaricato di interfacciarsi con il mercato e di supportare l'emittente nella ricerca dei potenziali investitori. Sulla base delle informazioni e della documentazione predisposte dall'impresa e dagli altri advisor coinvolti nell'operazione, l'arranger individua e contatta i potenziali sottoscrittori, presentando loro le caratteristiche dell'emissione e le relative opportunità di investimento. Il collocamento dei minibond può avvenire attraverso differenti modalità. Una di queste è il collocamento privato (private placement), mediante il quale i titoli vengono proposti a una platea circoscritta di investitori individuati, generalmente professionali o istituzionali. In alternativa, nei casi e secondo le modalità previste dalla disciplina applicabile, il collocamento può avvenire attraverso piattaforme di crowdfunding autorizzate, che consentono l'incontro tra l'impresa emittente e i potenziali investitori mediante sistemi online. Le indicazioni raccolte dai contatti con gli investitori consentono all'arranger e all'emittente di effettuare il cosiddetto fine tuning[33] dell'emissione, definendo con maggiore precisione, sulla base delle indicazioni emerse dal confronto con i potenziali investitori, elementi quali l'ammontare, la durata, il tasso cedolare, le modalità di rimborso, le eventuali garanzie e le ulteriori condizioni contrattuali dell'operazione.

Prima del collocamento, l'impresa può inoltre decidere di sottoporsi alla valutazione di una società di rating**.** Il ricorso al rating non costituisce, in via generale, un requisito necessario per l'emissione di un minibond, ma rappresenta una scelta dell'emittente finalizzata a fornire agli investitori un'ulteriore informazione in merito alla propria qualità creditizia. La società di rating, sulla base delle informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie dell'impresa e delle proprie metodologie di

---

[31] Euronext Access Milan è un sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facility – MTF), gestito da Borsa Italiana, parte del Gruppo Euronext, e riservato agli investitori professionali. Precedentemente denominato ExtraMOT, è dedicato alla negoziazione di strumenti di debito e rappresenta uno dei mercati utilizzati per l'ammissione alla negoziazione dei minibond emessi da società italiane non quotate.

[32] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
Legge 13 gennaio 1994, n. 43, Disciplina delle cambiali finanziarie.
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (a cura di), 2014, Mini-bond. Istruzioni per l'uso, nuova edizione, Camera di Commercio di Milano – Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza.
Borsa Italiana – Euronext, Regolamento del mercato Euronext Access Milan.
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11.

[33] Con l'espressione fine tuning si indica la fase di affinamento delle caratteristiche dell'emissione sulla base delle indicazioni e dell'interesse manifestati dai potenziali investitori, al fine di definire le condizioni definitive dell'operazione e renderle coerenti con le esigenze dell'emittente e con il profilo di rischio-rendimento richiesto dal mercato.

valutazione, analizza il rischio di credito dell'emittente e lo sintetizza attraverso un giudizio di rating. Tale valutazione può agevolare gli investitori nell'analisi del rischio associato all'operazione e contribuire a ridurre le asimmetrie informative tra emittente e investitori. Il giudizio attribuito può inoltre incidere sulle condizioni economiche dell'emissione, in quanto il rendimento richiesto dagli investitori tende a riflettere, tra gli altri fattori, il livello di rischio di credito associato all'emittente.[34]

2.4.4 La sottoscrizione e la successiva gestione del prestito

Il processo di collocamento si perfeziona con la sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori, i quali costituiscono i soggetti che apportano concretamente risorse finanziarie all'impresa a titolo di debito, assumendo il rischio di credito dell'emittente in cambio della remunerazione prevista dal prestito. Gli investitori valutano pertanto l'opportunità di sottoscrivere l'emissione sulla base del rapporto tra rendimento atteso e rischio assunto, considerando, tra gli altri elementi, il merito creditizio dell'emittente, la sostenibilità dell'indebitamento e le caratteristiche economiche e contrattuali dell'operazione. All'interno del mercato dei minibond, la sottoscrizione dei titoli è riservata a investitori professionali, dotati delle conoscenze, dell'esperienza e delle competenze necessarie per valutare i rischi connessi all'investimento. Tra i principali sottoscrittori rientrano gli organismi di investimento collettivo del risparmio, i fondi aperti e chiusi, i fondi alternativi, i fondi pensione, le banche, le compagnie di assicurazione, le società di intermediazione mobiliare (SIM), le casse previdenziali, le finanziarie regionali e le fondazioni. Nel corso degli anni hanno inoltre assunto particolare rilievo i fondi di private debt, specializzati nell'investimento in strumenti di debito emessi da imprese, tra cui i minibond. Prima di procedere alla sottoscrizione, tali soggetti effettuano proprie analisi sull'impresa emittente e sull'operazione, potendo avvalersi delle informazioni e delle valutazioni raccolte e prodotte nelle precedenti fasi del processo di emissione.

Accanto agli operatori che intervengono nelle fasi di strutturazione e collocamento, la filiera dei minibond comprende inoltre una serie di soggetti incaricati dello svolgimento di attività prevalentemente operative, amministrative e tecniche, necessarie al perfezionamento dell'emissione e alla successiva gestione del prestito. Tra questi rientrano le banche agenti, che possono assistere l'emittente nella gestione degli adempimenti connessi all'emissione e, successivamente, nell'amministrazione dei flussi finanziari relativi al prestito, quali il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale. Le banche depositarie, ove previste dalla struttura dell'operazione, svolgono invece attività connesse alla custodia e all'amministrazione dei titoli per conto degli investitori. A tali

---

[34] Fonti: Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond,
School of Management, Politecnico di Milano.; Calugi R., Morelli V., Paglietti G. (a cura di), 2014, Mini-bond.
Istruzioni per l'uso, nuova edizione, Camera di Commercio di Milano – Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza.
Borsa Italiana – Euronext, Euronext Access Milan – Requirements and listing process.;
Borsa Italiana – Euronext, Regolamento del mercato Euronext Access Milan.;
Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11.
Borsa Italiana, *Collocamento privato*, Glossario finanziario; Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, in particolare artt. 1 e 2.

soggetti possono inoltre affiancarsi centri servizi e altri operatori specializzati**,** ai quali possono essere affidate attività di carattere tecnico e amministrativo, quali l'attribuzione del codice ISIN[35], la dematerializzazione dei titoli[36] e il loro accentramento presso i sistemi di gestione e regolamento autorizzati[37]. Il coinvolgimento e le specifiche funzioni di tali operatori non sono tuttavia uniformi per tutte le emissioni, ma possono variare in relazione alle caratteristiche del minibond, alle modalità di collocamento, all'eventuale ammissione alla negoziazione e alla struttura complessiva dell'operazione.

2.4.5 L'eventuale ammissione alla negoziazione su Euronext Access Milan

Perfezionata l'emissione, i titoli possono essere mantenuti in portafoglio dai sottoscrittori fino alla naturale scadenza oppure, qualora ne ricorrano le condizioni, essere successivamente trasferiti ad altri investitori. La circolazione può avvenire attraverso operazioni concluse bilateralmente tra gli investitori, nel rispetto delle disposizioni normative e degli eventuali vincoli previsti dal regolamento di emissione, oppure mediante la negoziazione dei titoli su una sede organizzata. In quest'ultimo caso, l'impresa emittente può decidere di richiedere l'ammissione dei minibond alla negoziazione su Euronext Access Milan, sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility*, MTF) gestito da Borsa Italiana S.p.A[38], appartenente al gruppo Euronext. Non si tratta, pertanto, di un mercato regolamentato[39], bensì di una sede organizzata di negoziazione dotata di proprie regole di ammissione e funzionamento e riservata agli investitori professionali. Su tale mercato possono essere ammessi alla negoziazione differenti strumenti di debito, tra cui *private placements[40]*, obbligazioni

---

[35] L'ISIN (*International Securities Identification Number*) è un codice identificativo univoco, conforme allo standard internazionale ISO 6166, attribuito agli strumenti finanziari al fine di consentirne l'identificazione univoca nei processi di negoziazione, regolamento e gestione amministrativa.
Fonte: *International Organization for Standardization (ISO), ISO 6166, Financial services – International securities identification number (ISIN).*

[36] La dematerializzazione consiste nella sostituzione della rappresentazione cartacea degli strumenti finanziari con una rappresentazione mediante registrazioni contabili. Nell'ordinamento italiano la gestione accentrata in regime di dematerializzazione è disciplinata dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), artt. 83-bis e ss.**;** in particolare, l'art. 83-bis disciplina l'ambito di applicazione del regime di dematerializzazione.

[37] La gestione accentrata è il sistema attraverso il quale gli strumenti finanziari sono registrati e amministrati contabilmente presso un depositario centrale, consentendone la gestione e la circolazione mediante registrazioni contabili. La relativa disciplina è contenuta nel D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), Parte III, Titolo II-bis, Capo IV, artt. 82 ss.

[38] Borsa Italiana S.p.A.:la società che organizza e gestisce i mercati finanziari italiani ed è parte del Gruppo Euronext.

[39] Mercato regolamentato**:** sistema multilaterale, amministrato e gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso.

[40] Private placement: operazione di collocamento di strumenti finanziari rivolta a un numero circoscritto di investitori individuati, generalmente professionali o istituzionali, anziché al pubblico indistinto, attraverso una negoziazione diretta delle condizioni dell'operazione.

emesse da PMI, obbligazioni societarie e finanziarie, *asset-backed securities*[41], obbligazioni territoriali e *commercial papers*, categoria alla quale sono riconducibili le cambiali finanziarie.

L'ammissione alla negoziazione rappresenta una scelta dell'impresa emittente, che può essere programmata nell'ambito della strutturazione e del collocamento dell'operazione oppure richiesta successivamente con riferimento a titoli già emessi. Proprio in ragione della natura di mercato secondario, è necessario distinguere l'ammissione alla negoziazione dalla precedente fase di collocamento. Attraverso il collocamento, infatti, vengono individuati gli investitori disposti a sottoscrivere i minibond e, mediante la successiva sottoscrizione, l'impresa raccoglie le risorse finanziarie derivanti dall'operazione. L'ammissione alla negoziazione consente invece che i titoli possano essere successivamente acquistati e venduti secondo le regole della relativa sede di negoziazione. Le compravendite effettuate tra investitori non determinano pertanto un nuovo afflusso di risorse finanziarie a favore dell'emittente, poiché il corrispettivo della transazione viene trasferito dall'investitore acquirente al soggetto che cede il titolo. La negoziazione svolge quindi una funzione differente rispetto al collocamento, consentendo la circolazione del titolo sul mercato secondario e offrendo all'investitore la possibilità di disinvestire prima della naturale scadenza, qualora vi sia una controparte disponibile all'acquisto.[42]

L'ammissione alla negoziazione su Euronext Access Milan richiede il rispetto di specifici requisiti documentali e informativi. L'emittente deve innanzitutto predisporre la documentazione prevista dalle regole del mercato, che può assumere, a seconda del caso, la forma di un prospetto di quotazione conforme alla normativa applicabile, di un prospetto UE della crescita, di un documento di ammissione predisposto secondo le indicazioni contenute nel regolamento di Euronext Access Milan oppure del documento d'offerta previsto dall'art. 102 del TUF. L'emittente deve inoltre pubblicare e depositare il bilancio, individuale o consolidato, relativo all'ultimo esercizio annuale e sottoposto a revisione legale. Qualora alla singola emissione sia stato attribuito un rating, questo deve essere comunicato a Borsa Italiana. Gli strumenti per i quali viene richiesta l'ammissione devono, infine, essere liberamente trasferibili e idonei al regolamento attraverso i sistemi individuati dalle regole della sede di negoziazione. Il procedimento di ammissione prevede una prima fase di pre-filing informale[43], nella quale viene avviata l'interlocuzione con Borsa Italiana e trasmessa la documentazione preliminare richiesta, seguita dal formal filing, attraverso il quale viene presentata la domanda definitiva corredata della documentazione richiesta. Verificata la completezza della documentazione, Borsa Italiana comunica mediante apposito avviso l'avvio delle negoziazioni. L'ammissione alla negoziazione determina inoltre l'assoggettamento dell'emittente agli obblighi

---

[41] Asset-backed securities (ABS**):** titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, il cui rimborso e la cui remunerazione dipendono dai flussi finanziari generati da un portafoglio di attività sottostanti.

[42] Fonti: Borsa Italiana – Euronext, Euronext Access Milan – Requirements and listing process.; Borsa Italiana – Euronext, Regolamento del mercato Euronext Access Milan.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano

[43] Con l'espressione *informal pre-filing* si indica la fase preliminare del procedimento di ammissione alla negoziazione su Euronext Access Milan, nella quale l'emittente trasmette a Borsa Italiana la bozza del Documento di Ammissione e l'ultimo bilancio disponibile. Il successivo *formal filing* consiste nella presentazione della versione definitiva della domanda di ammissione, corredata della documentazione richiesta. Cfr. Borsa Italiana, *Euronext Access Milan – Requirements and listing process*.

informativi e agli ulteriori adempimenti previsti dalla disciplina applicabile e dalle regole della sede di negoziazione per il periodo in cui i titoli rimangono ammessi.

La negoziazione non costituisce un requisito necessario per l'emissione di un minibond, ma rappresenta una scelta rimessa all'emittente sulla base di una valutazione dei costi e dei benefici che ne possono derivare. Tra le principali motivazioni rientrano la possibilità di accrescere la visibilità dell'emissione nei confronti della platea di investitori professionali che opera sul mercato e quella di offrire ai sottoscrittori una sede organizzata nella quale poter smobilizzare il loro investimento prima della sua naturale scadenza. Tale possibilità può contribuire ad aumentare l'attrattività dello strumento già nella fase di collocamento, poiché l'investitore dispone, almeno potenzialmente, di una possibilità di disinvestimento anticipato. L'ammissione alla negoziazione non implica tuttavia che il minibond presenti necessariamente un elevato grado di liquidità dato che l'effettiva possibilità di smobilizzare l'investimento dipende infatti dalla presenza di controparti interessate all'acquisto e può risultare limitata dalle dimensioni generalmente contenute delle singole emissioni e dalla tendenza di una parte degli investitori istituzionali a detenere i titoli fino alla scadenza.

A fronte di tali benefici, l'ammissione e la permanenza dei titoli sul mercato comportano per l'impresa anche costi e adempimenti ulteriori, connessi, tra l'altro, alla predisposizione della documentazione richiesta e al rispetto degli obblighi informativi previsti dalla disciplina applicabile. Tali oneri, unitamente alle caratteristiche strutturali del mercato precedentemente richiamate, possono contribuire a scoraggiare il ricorso all'ammissione alla negoziazione. La scelta dipende pertanto dalla valutazione, effettuata dalla singola impresa, della convenienza di sostenere tali costi rispetto ai benefici concretamente conseguibili attraverso la presenza del titolo su una sede organizzata di negoziazione. Nella pratica, infatti, il ricorso all'ammissione alla negoziazione interessa soltanto una quota contenuta delle emissioni. Secondo i dati del 12° Report italiano sui Minibond dell'Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano**,** delle 214 emissioni censite nel 2025, 193, pari a circa il 90% del totale, non risultavano ammesse alla negoziazione su alcun mercato; soltanto 11 emissioni, corrispondenti a circa il 5%, erano ammesse su Euronext Access Milan, mentre ulteriori 10, anch'esse pari a circa il 5%, risultavano negoziate su altri mercati**.**[44]

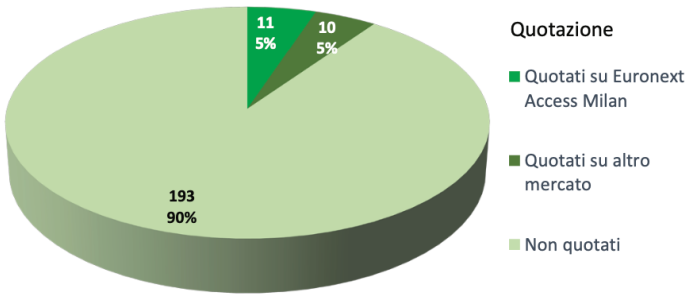


Figura 4: Distribuzione delle emissioni di minibond nel 2025 per sede di quotazione.
Fonte: *Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano, 12° Report italiano sui Minibond*, 2026.

[44] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

2.5 Il mercato dei minibond Italia

A oltre un decennio dall'introduzione della disciplina che ne ha favorito lo sviluppo, il mercato italiano dei minibond ha raggiunto dimensioni significative, coinvolgendo un numero crescente di imprese e consolidandosi progressivamente come canale di finanziamento complementare al credito bancario, attraverso il quale le imprese possono diversificare le proprie fonti di finanziamento. Secondo i dati del 12° Report italiano sui Minibond dell'Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano, alla fine del 2025 risultano 1.468 le imprese italiane che, a partire dal 2013, hanno emesso minibond come strumento di finanziamento. Il dato è costruito sulla base dei criteri adottati dall'Osservatorio e considera le emissioni di valore inferiore a 50 milioni di euro effettuate da società di capitali o cooperative a responsabilità limitata residenti in Italia, o comunque appartenenti a gruppi la cui attività sia prevalentemente concentrata nel Paese, escludendo le imprese in liquidazione e quelle appartenenti ai settori bancario, assicurativo e finanziario.

La Figura 5 mostra l'evoluzione del numero di nuovi emittenti anno per anno, ossia delle imprese che in ciascun anno, si sono affacciate per la prima volta sul mercato dei minibond. Dalle sole 16 nuove emittenti del 2013, il numero è salito a 60 nel 2014 e, dopo una sostanziale stabilità nel 2015, ha intrapreso un percorso di crescita che ha portato a 99 nuove imprese nel 2017, 140 nel 2020 e 175 nel 2021, fino a raggiungere il massimo storico di 218 nuove emittenti nel 2022. Nel complesso, tale dinamica testimonia il progressivo radicamento dello strumento nel sistema finanziario italiano e il crescente interesse delle imprese verso forme di finanziamento complementari al tradizionale credito bancario. [45]

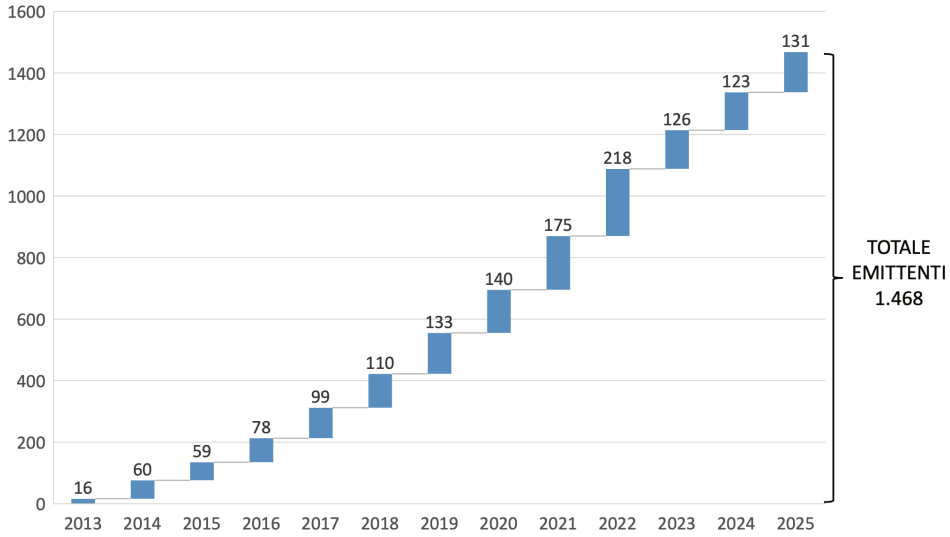


Figura 5: nuove imprese emittenti dal 2013 al 2025.
Fonte: *Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano*, *12° Report italiano sui Minibond*, 2026.

L'espansione del mercato non si è tuttavia sviluppata in maniera lineare. Dopo il massimo storico di 218 nuove emittenti raggiunto nel 2022**,** il dato si è ridotto a 126 nel 2023 e 123 nel 2024**,** per poi risalire moderatamente a 131 nel 2025. La contrazione successiva al 2022 si colloca in un contesto

[45] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

economico e finanziario profondamente mutato, caratterizzato dalle pressioni inflazionistiche ed energetiche conseguenti anche al conflitto russo-ucraino, dall'aumento dell'incertezza geopolitica e dal rapido irrigidimento della politica monetaria. Tali condizioni hanno determinato un aumento del costo del finanziamento e un contesto generale meno favorevole alla raccolta di capitale di debito. Il successivo allentamento delle condizioni monetarie[46], avviato nel 2024, si è accompagnato a una graduale ripresa del mercato, testimoniata dall'aumento delle nuove emittenti a 131 nel 2025.

Spostando l'attenzione sui dati relativi alle imprese attive sul mercato nell'ultimo anno, nel 2025 sono state 196 le società che hanno collocato almeno un minibond, in aumento del 13% rispetto alle 174 del 2024. Tra queste, 131 erano nuove emittenti, otto in più rispetto all'anno precedente. Considerando l'intero periodo analizzato, delle 1.468 imprese che hanno fatto ricorso almeno una volta al mercato dei minibond, 951, pari al 65%, sono PMI. Percentuale che si è ripetuta anche nell'ultimo anno dove 132 delle 196 imprese emittenti del 2025, pari al 67%, erano PMI.

Il numero complessivo delle società emittenti non coincide, tuttavia, con il numero delle operazioni realizzate, poiché una stessa società può ricorrere al mercato più volte, anche attraverso più collocamenti nel medesimo anno. Alla fine del 2025 infatti, le emissioni complessivamente censite dal 2013 risultano pari a 2.189, per un controvalore nominale complessivo di 14,60 miliardi di euro. Il divario rispetto alle 1.468 imprese emittenti mostra come, accanto all'ingresso progressivo di nuove società, una parte delle imprese abbia fatto ricorso allo strumento più di una volta, utilizzandolo quindi non esclusivamente come operazione occasionale. L'andamento annuale delle emissioni conferma, più in generale, le diverse fasi attraversate dal mercato precedentemente osservate. Dopo la progressiva espansione registrata nel primo decennio di operatività, il numero massimo delle emissioni è stato raggiunto proprio nel 2022, con 313 operazioni, per poi scendere a 190 nel 2023. Nel biennio successivo si osserva invece una graduale ripresa, con 204 emissioni nel 2024 e 214 nel 2025; registrando un aumento del 5% rispetto all'anno precedente, per un controvalore complessivo pari a 2,01 miliardi di euro, in crescita del 32% rispetto all'anno precedente. [47]

[46] L'incidenza dell'andamento dei tassi di interesse sulle condizioni economiche delle emissioni sarà approfondita nel paragrafo successivo attraverso il confronto tra il tasso cedolare medio dei minibond e l'Euribor a sei mesi

[47] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

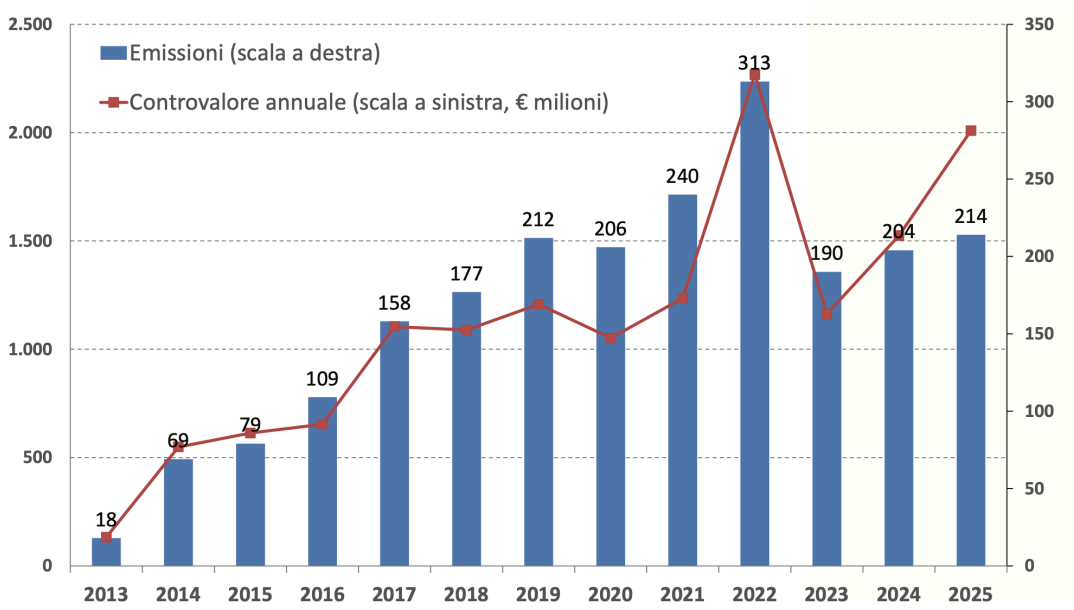


Figura 6: totale delle emissioni dal 2013 al 2025 divise per anno di emissione.
Fonte: *Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano, 12° Report italiano sui Minibond*, 2026

La diversa intensità delle due variazioni costituisce altresì un elemento particolarmente interessante nell'interpretazione del mercato nell'ultimo anno. La maggiore crescita del controvalore rispetto al numero delle operazioni evidenzia quindi un aumento della dimensione media dei collocamenti. Tale fenomeno risulta particolarmente evidente nel secondo semestre del 2025, durante il quale l'importo medio delle emissioni ha raggiunto 9,58 milioni di euro, il valore più elevato registrato dall'Osservatorio. Ne deriva che la ripresa più recente del mercato non è riconducibile soltanto all'aumento del numero di operazioni, ma anche alla maggiore dimensione media dei finanziamenti raccolti attraverso questo strumento. [48]

Considerate le finalità originariamente perseguite dalla riforma dei minibond, assume particolare interesse analizzare il contributo delle piccole e medie imprese allo sviluppo del mercato. L'ampliamento dell'accesso al mercato del capitale di debito da parte delle imprese non quotate e, in particolare, di quelle di minori dimensioni costituiva infatti uno degli obiettivi degli interventi normativi avviati a partire dal 2012.

I dati mostrano come le PMI abbiano effettivamente assunto un ruolo centrale nello sviluppo del mercato. Delle 2.189 emissioni complessivamente censite dal 2013 alla fine del 2025, 1.385 sono state realizzate da PMI, rappresentando quindi il 63,27% del numero complessivo delle emissioni. D'altra parte in termini di capitale raccolto, il loro peso risulta essere inferiore in quanto dei 14,60 miliardi di euro complessivamente collocati, 6,52 miliardi, pari a circa il 44,7%, sono riconducibili alle PMI, mentre alle altre imprese sono riconducibili 8,08 miliardi, pari a circa il 55,3%.

[48] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

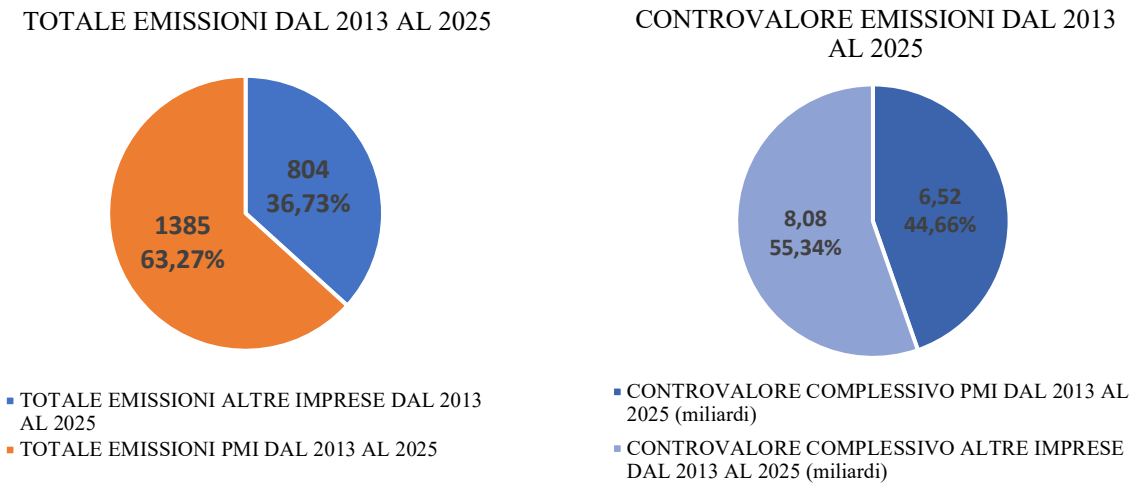


Figura 7: totale emissioni e totale controvalore emesso diviso per categoria d'impresa.
Fonte: *elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.*

Da ciò è possibile concludere che le PMI realizzano quasi due terzi delle emissioni, ma raccolgono meno della metà del controvalore complessivo. Tale differenza riflette la dimensione mediamente più contenuta delle operazioni effettuate dalle imprese di minori dimensioni. Rapportando, infatti, il controvalore complessivamente raccolto al numero delle emissioni realizzate, il valore medio per singola emissione risulta pari a circa 4,7 milioni di euro per le PMI**,** a fronte di circa 10 milioni di euro per le altre imprese**.** Tale evidenza appare coerente con la funzione economica dei minibond, che consente anche alle imprese di dimensioni relativamente contenute di accedere al mercato del capitale di debito attraverso operazioni commisurate ai propri fabbisogni finanziari.

La prevalenza delle PMI in termini di numero di emissioni trova conferma anche nei dati relativi al 2025. Delle 214 emissioni complessivamente realizzate nell'anno, 146 sono state effettuate da PMI**,** pari a circa il 68% del totale, generando una raccolta di 1,08 miliardi di euro sui 2,01 miliardi complessivamente raccolti. Il dato risulta pertanto leggermente superiore considerando l'intero periodo 2013-2025 e conferma come, a oltre un decennio dall'avvio del mercato, le piccole e medie imprese continuino a rappresentarne la componente prevalente in termini di numero di operazioni. Tale evidenza rafforza il ruolo assunto dai minibond quale strumento attraverso il quale le PMI possono diversificare le proprie fonti di finanziamento, affiancando al tradizionale credito bancario l'accesso al mercato del capitale di debito.[49]

2.5.1 Le caratteristiche delle emissioni e la loro evoluzione

L'evoluzione del mercato italiano dei minibond non ha riguardato soltanto il progressivo ampliamento del numero di emittenti e delle operazioni realizzate, ma è stata accompagnata anche da cambiamenti nelle caratteristiche strutturali delle emissioni. La flessibilità propria dello strumento consente infatti

[49] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

di definire le condizioni del prestito in funzione delle esigenze finanziarie dell'impresa, delle caratteristiche dell'operazione e delle condizioni prevalenti sul mercato. L'elaborazione dei dati contenuti nei diversi *Report italiani sui Minibond* dell'Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano consente, in particolare, di analizzare l'evoluzione della remunerazione riconosciuta agli investitori, della durata dei titoli e della dimensione nominale delle emissioni, offrendo una rappresentazione delle principali caratteristiche assunte dalle operazioni nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025. [50]

Il tasso cedolare

Un primo elemento di particolare interesse riguarda la remunerazione riconosciuta agli investitori, espressa principalmente attraverso il tasso cedolare. La determinazione della cedola non dipende da un unico fattore, ma riflette una pluralità di elementi riconducibili sia alle caratteristiche dell'emittente e della singola operazione sia alle condizioni prevalenti sui mercati finanziari. Assumono particolare rilevanza il merito creditizio dell'impresa e il conseguente rischio di insolvenza, la durata del prestito, la presenza di eventuali garanzie e covenant e il grado di liquidità del titolo. A tali elementi si aggiunge il livello generale dei tassi di interesse di mercato, che costituisce un importante riferimento nella determinazione del rendimento richiesto dagli investitori.

Al fine di analizzare l'evoluzione della remunerazione nel periodo considerato, il tasso cedolare medio delle emissioni a tasso fisso può essere posto a confronto con l'Euribor a 6 mesi medio annuo[51], utilizzato in questa sede come parametro di confronto per rappresentare l'evoluzione dei tassi di interesse sul mercato monetario. Il confronto non presuppone l'esistenza di un rapporto diretto o meccanico tra le due grandezze, infatti, la cedola fissa non è necessariamente indicizzata all'Euribor e incorpora, oltre alle condizioni generali di mercato, anche il rischio specifico dell'emittente e le caratteristiche della singola operazione. L'osservazione congiunta delle due serie consente tuttavia di individuare una dinamica complessivamente coerente nel periodo analizzato.[52]

---

[50] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

[51] L'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) è un tasso di riferimento del mercato monetario dell'area dell'euro. Nel presente elaborato si considera l'Euribor a 6 mesi medio annuo, calcolato come media delle osservazioni rilevate nel corso di ciascun anno. Fonte: European Central Bank (ECB), ECB Data Portal, "Euribor 6-month – Historical close, average of observations through period, Euro area, Annual.

[52] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.; European Central Bank – ECB Data Portal, serie storiche dei tassi Euribor.

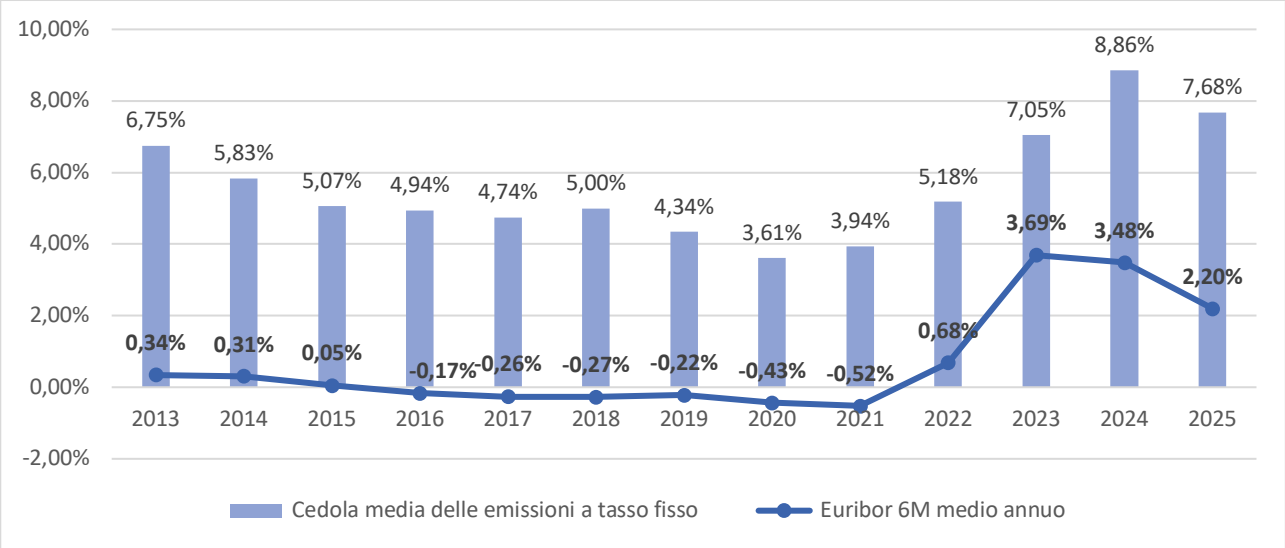


Figura 8: confronto tra l'andamento della cedola media a tasso fisso e Euribor a 6 mesi medio annuo. Fonte: elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.

Nella prima fase di sviluppo del mercato, il tasso cedolare medio delle emissioni a tasso fisso presenta una tendenza prevalentemente decrescente, passando dal 6,75% del 2013 al 4,74% nel 2017**.** Dopo un temporaneo incremento al 5,00% nel 2018, la discesa riprende, portando la cedola media al 4,34% nel 2019 e al 3,61% nel 2020, valore minimo dell'intera serie considerata, seguito da una moderata risalita al 3,94% nel 2021. Una dinamica analoga è osservabile nell'Euribor a 6 mesi medio annuo, che passa dallo 0,34% del 2013 a valori progressivamente inferiori, diventando negativo a partire dal 2016 e raggiungendo il −0,52% nel 2021. La contemporanea riduzione delle due grandezze si inserisce nel prolungato contesto di bassi tassi di interesse che ha caratterizzato questa fase e che ha contribuito, insieme alle caratteristiche specifiche delle singole operazioni, a contenere la remunerazione richiesta dagli investitori.

A partire dal 2022 si verifica invece una netta inversione. L'Euribor a 6 mesi medio annuo passa dal −0,52% del 2021 allo 0,68% nel 2022, per aumentare rapidamente fino al 3,69% nel 2023. Nello stesso periodo, la cedola fissa media dei minibond sale dal 3,94% del 2021 al 5,18% nel 2022 e al 7,05% nel 2023, raggiungendo l'8,86% nel 2024. Tale andamento si colloca nel contesto del rapido irrigidimento delle condizioni monetarie e finanziarie avviato nel 2022 in risposta alle forti pressioni inflazionistiche. L'aumento dei tassi di mercato ha innalzato il rendimento richiesto dagli investitori sugli strumenti di debito e ha pertanto contribuito all'incremento della remunerazione offerta dagli emittenti di minibond.[53]

Il confronto evidenzia tuttavia che le due grandezze non si muovono in maniera perfettamente proporzionale. Nel 2024, ad esempio, l'Euribor 6M medio annuo diminuisce dal 3,69% al 3,48%**,** mentre la cedola fissa media dei minibond raggiunge l'8,86%**.** Tale divergenza conferma che i tassi di mercato rappresentano soltanto una delle determinanti della cedola, insieme al rischio di credito e

[53] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
European Central Bank – ECB Data Portal, serie storiche dei tassi Euribor.

alle caratteristiche specifiche delle singole emissioni. Nel complesso però, il confronto evidenzia quindi una relazione coerente tra l'evoluzione dei tassi di mercato e quella della remunerazione dei minibond, senza tuttavia implicare una corrispondenza automatica tra le due variabili.

Accanto alla variazione del livello delle cedole, negli ultimi anni è emerso un significativo cambiamento nella struttura della remunerazione, rappresentato dalla crescente diffusione delle emissioni a tasso variabile. La loro incidenza, pari a circa il 10% delle emissioni nel 2021, è aumentata al 39,2% nel 2022, al 51,6% nel 2023 e al 62,7% nel 2024 e nel 2025 la quota è scesa al 54,7**%**, mantenendosi comunque superiore alla metà delle operazioni. Tale evoluzione testimonia il crescente ricorso a cedole indicizzate a un parametro di mercato, generalmente l'Euribor, maggiorato di uno spread determinato in funzione delle caratteristiche dell'emittente e dell'operazione. La maggiore diffusione delle cedole variabili costituisce pertanto un ulteriore elemento di adattamento della struttura contrattuale dei minibond al mutato scenario dei tassi di interesse.[54]

La durata delle emissioni

Un secondo elemento attraverso il quale è possibile analizzare la struttura delle operazioni riguarda la maturity, intesa come il periodo intercorrente tra l'emissione del titolo e la sua scadenza contrattuale. A differenza di quanto osservato per la cedola fissa, i dati relativi alla durata non evidenziano una tendenza unidirezionale nel periodo considerato, ma mostrano una certa variabilità da un anno all'altro. Sulla base dei dati elaborati, la durata media annuale si colloca generalmente nell'intervallo compreso tra cinque e sei anni, con un minimo di circa 4,9 anni nel 2017 e un massimo di 6,7 anni nel 2024.

Anno	n° emissioni	Durata media delle emissioni (anni)
2013-2014	87	6,2
2015	79	5
2016	109	5,6
2017	158	4,9
2018	177	5,2
2019	206	5,04
2020	212	6,34
2021	240	5,61
2022	313	5,64
2023	190	5,21
2024	204	6,7
2025	214	5,7
totale	2.189	

Tabella 1: durata media delle emissioni anno per anno.
Fonte: *elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.*

Al fine di ottenere una misura sintetica riferita all'intero periodo, è possibile calcolare una media ponderata delle maturity annuali, attribuendo a ciascun valore un peso corrispondente al numero di

[54] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;

emissioni realizzate nel relativo periodo. Sulla base dei dati disponibili, la durata media stimata delle emissioni realizzate tra il 2013 e il 2025 risulta pari a circa 5,6 anni. La ponderazione consente di tenere conto della diversa numerosità delle operazioni nei singoli anni, evitando che periodi caratterizzati da un numero limitato di emissioni assumano nella determinazione del valore complessivo lo stesso peso degli anni nei quali il mercato è stato maggiormente attivo.

La natura prevalentemente medio-lunga delle emissioni, legata a una durata media dell'emissione pari a circa 5,6 anni, emerge ancora più chiaramente osservando la distribuzione del campione ricostruito per classi di durata.[55]

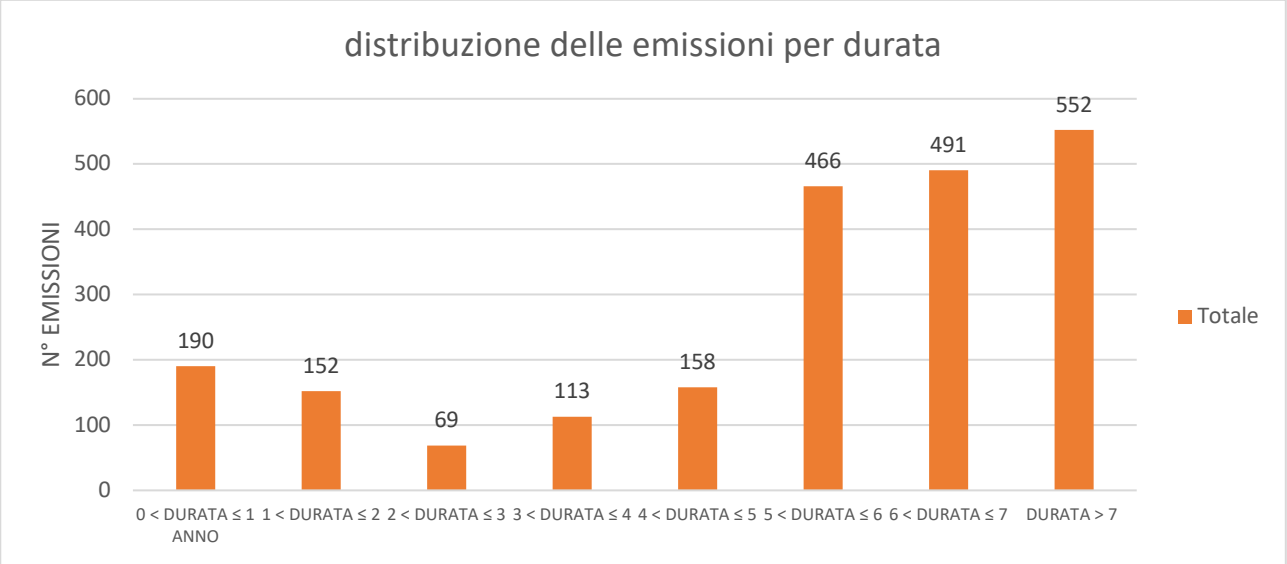


Figura 9: distribuzione del campione cumulato ricostruito di emissioni per durata.
Fonte: *elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.*

Le categorie maggiormente rappresentate sono infatti quelle comprese tra 5 e 6 anni, con 466 emissioni, tra 6 e 7 anni, con 491 operazioni, e quella relativa ai titoli con durata superiore a 7 anni, con 552 emissioni. Complessivamente, queste tre classi comprendono 1.509 operazioni, pari a circa il 69% dell'intero campione. La parte restante risulta distribuita prevalentemente tra emissioni con durata fino a un anno, pari a 190, e operazioni con scadenza compresa tra uno e cinque anni.

La concentrazione delle emissioni nelle scadenze superiori ai cinque anni evidenzia quindi come, nel campione analizzato, il minibond abbia assunto prevalentemente la funzione di strumento di finanziamento a medio-lungo termine. Tale caratteristica risulta coerente con la possibilità per le imprese di utilizzare le risorse raccolte per sostenere programmi di investimento e strategie di crescita che richiedono un orizzonte temporale sufficientemente ampio per generare i flussi finanziari necessari al servizio e al rimborso del debito.

[55] La distribuzione cumulata al 2025 è stata ricostruita aggregando ai dati cumulati dell'11° Report le emissioni relative al 2025 riportate nel 12° Report. Il campione così ricostruito comprende 2.191 osservazioni, rispetto alle 2.189 emissioni complessivamente censite nel 12° Report. La lieve discrepanza è riconducibile alle revisioni apportate dall'Osservatorio ai dati storici nelle successive edizioni del Report.

Il controvalore nominale delle emissioni

Un'ulteriore caratteristica rilevante riguarda la dimensione nominale delle singole emissioni. Come evidenziato nel paragrafo precedente, alla fine del 2025 il controvalore nominale cumulato dei minibond censiti dall'Osservatorio ha raggiunto 14,60 miliardi di euro. Oltre alla dinamica della raccolta complessiva, risulta tuttavia particolarmente significativo analizzare come le operazioni si distribuiscano in funzione della loro dimensione.

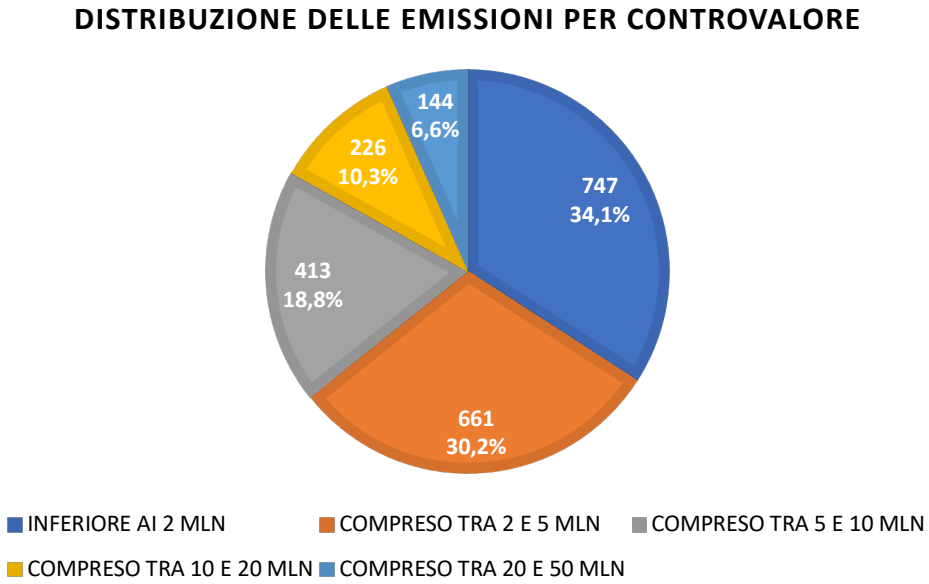


Figura 10: distribuzione del campione cumulato ricostruito di emissione per classe dimensionale controvalore emesso.
Fonte: *elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.*

L'elaborazione dei dati mostra una marcata concentrazione delle emissioni nelle classi dimensionali più contenute. Delle operazioni considerate, 747, pari a circa il 34,1%, presentano un valore nominale inferiore a 2 milioni di euro, mentre 661, pari al 30,2%, sono comprese tra 2 e 5 milioni. Seguono 413 emissioni comprese tra 5 e 10 milioni, corrispondenti a circa il 18,9% del campione, e 226 operazioni tra 10 e 20 milioni, pari a circa il 10,3%. Soltanto 144 emissioni, circa il 6,6% del totale, presentano un valore compreso tra 20 e 50 milioni di euro.

Ne deriva quindi che quasi due terzi delle emissioni del campione ricostruito[56], circa il 64%, presentano un valore nominale non superiore a 5 milioni di euro. Il dato assume particolare significato se letto congiuntamente ai risultati relativi alle PMI illustrati nel paragrafo precedente. La prevalenza numerica delle operazioni di importo relativamente contenuto risulta infatti coerente con l'utilizzo dei minibond anche da parte di imprese caratterizzate da fabbisogni finanziari inferiori rispetto a quelli tipici delle società di maggiori dimensioni. In questa prospettiva, la distribuzione dimensionale delle

[56] La distribuzione cumulata al 2025 è stata ricostruita aggregando ai dati cumulati dell'11° Report le emissioni relative al 2025 riportate nel 12° Report. Il campione così ricostruito comprende 2.191 osservazioni, rispetto alle 2.189 emissioni complessivamente censite nel 12° Report. La lieve discrepanza è riconducibile alle revisioni apportate dall'Osservatorio ai dati storici nelle successive edizioni del Report.

operazioni rappresenta un'ulteriore evidenza della **f**lessibilità dello strumento rispetto a fabbisogni finanziari di diversa entità.[57]

Occorre tuttavia distinguere la distribuzione numerica delle emissioni per classe dimensionale dalla distribuzione del controvalore complessivamente raccolto. Il fatto che circa il 64% delle operazioni presenti un valore non superiore a 5 milioni di euro non implica, infatti, che tali emissioni rappresentino una quota equivalente dei 14,60 miliardi complessivamente collocati. Tale distinzione trova riscontro nei dati analizzati nel paragrafo precedente con riferimento al ruolo delle PMI dove risulta che queste ultime, pur avendo realizzato 1.385 emissioni, pari al 63,27% del totale, hanno raccolto solamente circa il 44,7% del controvalore complessivo, corrispondente a 6,52 miliardi di euro, con un valore medio per singola emissione pari a circa 4,7 milioni di euro. I dati evidenziano quindi come una maggiore incidenza sul numero delle operazioni non si traduca necessariamente in un peso equivalente sul capitale complessivamente raccolto. Le emissioni di maggiore dimensione, pur essendo numericamente meno frequenti, esercitano infatti un peso proporzionalmente superiore sul controvalore complessivo.

Le modalità di rimborso del capitale

Con riferimento alle modalità di rimborso del capitale, risulta interessante analizzare la distribuzione delle emissioni tra le strutture bullet e amortizing.

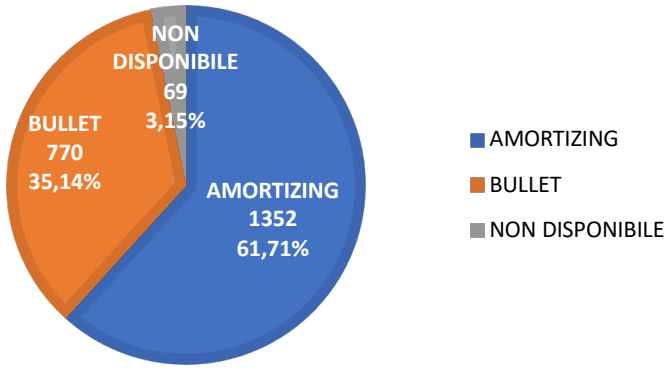


Figura 11: distribuzione delle emissioni per modalità di rimborso.
Fonte: *elaborazione propria su dati dell'11° e del 12° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano.*

La figura 11 mostra la distribuzione del campione ricostruito in funzione della modalità di rimborso del capitale, evidenziando una netta prevalenza delle emissioni con modalità di rimborso amortizing. Delle emissioni considerate, 1.352, pari al 61,69%, prevedono infatti un rimborso progressivo del capitale, mentre 770 emissioni, corrispondenti al 35,15%, presentano una struttura bullet. Per le restanti 69 operazioni, pari al 3,15% del campione, l'informazione relativa alla modalità di rimborso non risulta disponibile. Nel complesso, i dati mostrano quindi come il rimborso amortizing

[57] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

rappresenti la configurazione prevalente nel mercato italiano dei minibond, pur in presenza di una quota significativa di emissioni caratterizzate dal rimborso integrale del capitale alla scadenza.[58]

Considerando separatamente le 214 emissioni realizzate nel 2025, si osserva tuttavia una maggiore incidenza delle strutture bullet rispetto alla distribuzione cumulata in cui 92 operazioni, pari al 43%, prevedono un rimborso bullet, mentre 122, pari al 57%, presentano una struttura amortizing. Il confronto con il campione cumulato evidenzia pertanto, nell'ultimo anno, una maggiore presenza relativa delle emissioni con rimborso integrale del capitale alla scadenza.

[58] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

3.1 Il sistema agroalimentare italiano

Il sistema agroalimentare può essere definito come l'insieme dei soggetti, delle attività e dei processi attraverso i quali i prodotti agricoli destinati all'alimentazione giungono fino al consumatore finale. La sua delimitazione non coincide, pertanto, con la sola produzione agricola o con l'industria di trasformazione alimentare, ma comprende una pluralità di operatori e attività che partecipano, a diverso titolo, alla produzione, trasformazione, distribuzione e commercializzazione dei prodotti alimentari, ai quali si affiancano le relazioni con il commercio estero e l'insieme delle industrie e dei servizi collegati, che forniscono beni e servizi necessari allo svolgimento delle diverse attività produttive e distributive.

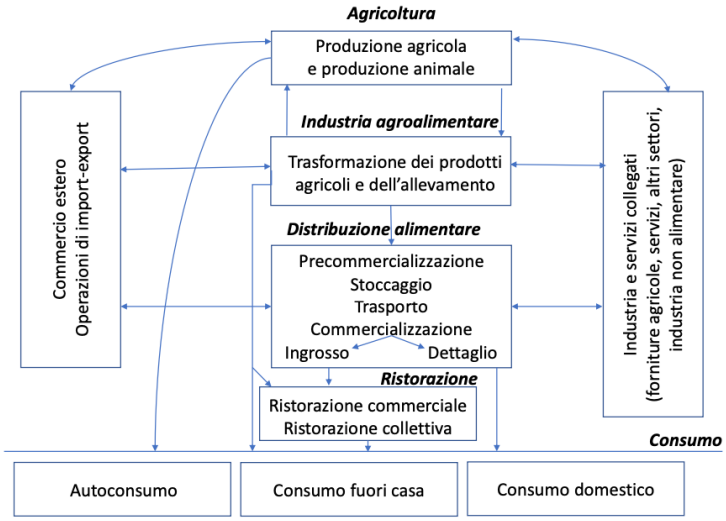


Figura 12: il sistema agroalimentare.
Fonte: *ITS Agroalimentare Puglia, Il sistema agroalimentare: definizione e componenti, elaborazione su Malassis e Ghersi (1995).*

La rappresentazione evidenzia quindi come il concetto di sistema agroalimentare assuma una configurazione particolarmente ampia, dove la natura sistemica del comparto deriva quindi dalle relazioni che si instaurano tra le diverse fasi della filiera. Il settore agricolo costituisce la fase primaria, occupandosi della produzione di materie prime e di prodotti direttamente destinabili al consumo, l'industria agroalimentare interviene prevalentemente nella trasformazione delle materie prime agricole in prodotti finiti, mentre la distribuzione svolge le funzioni di pre-commercializzazione, stoccaggio, trasporto e commercializzazione necessarie a rendere i prodotti disponibili nelle successive fasi della filiera. A queste attività si aggiungono la ristorazione e il consumo finale, mentre il commercio estero mette in relazione le diverse componenti della filiera nazionale con i mercati internazionali. Completano il sistema le industrie e i servizi collegati, che forniscono beni, servizi e fattori produttivi necessari allo svolgimento delle attività delle altre componenti della filiera.

Data l'ampiezza e l'eterogeneità degli attori riconducibili al sistema agroalimentare, occorre tuttavia precisare che la misurazione del suo contributo all'economia nazionale può variare in funzione del perimetro di attività considerato. È infatti possibile individuare differenti configurazioni della filiera,

alle quali corrisponde un diverso peso sull'economia nazionale. A tale riguardo, ISMEA distingue l'agroalimentare in senso "ristretto", costituito dal settore primario e dall'industria alimentare, dalla filiera agroalimentare "estesa", che comprende anche le attività della distribuzione intermedia e finale e della ristorazione. Adottando un perimetro ulteriormente ampliato, vengono inoltre considerati i servizi di logistica, trasporto e intermediazione collegati alla filiera agroalimentare.

Secondo i dati forniti da ISMEA, nel 2024 il settore primario e l'industria alimentare che costituiscono il settore agroalimentare in senso ristretto, nel 2024 hanno prodotto in italia un valore aggiunto complessivo pari a 81,9 miliardi di euro, corrispondente al 4,2% del valore aggiunto delle attività economiche italiane. Tale incidenza risulta in aumento di 0,2 punti percentuali rispetto all'anno precedente, principalmente per effetto della crescita del contributo del settore primario. Più nel dettaglio, dei 81,9 miliardi di euro complessivamente generati, 43,9 miliardi di euro sono riconducibili al settore primario, comprendente agricoltura, silvicoltura e pesca, mentre 38 miliardi di euro derivano dall'industria alimentare, delle bevande e del tabacco.

Considerando invece le configurazioni più ampie di filiera il contributo economico dell'agroalimentare risulta tuttavia significativamente maggiore. Includendo, oltre al settore primario e l'industria alimentare, anche le attività di distribuzione intermedia e finale e la ristorazione, il peso dell'agroalimentare raggiunge infatti circa l'8% del PIL nazionale. Ampliando ulteriormente il perimetro di analisi e considerando anche i servizi di logistica, trasporto e intermediazione collegati alla filiera, l'incidenza arriva ad essere circa il 15% del PIL complessivo italiano. Questi numeri mostrano come la rilevanza economica dell'agroalimentare non sia riconducibile esclusivamente alla produzione agricola e alla trasformazione industriale, ma derivi da un sistema più ampio di attività economiche che concorrono alla creazione e alla distribuzione del valore lungo l'intera filiera.

Il sistema agroalimentare italiano riveste inoltre un ruolo significativo negli scambi commerciali con l'estero. La capacità delle produzioni italiane di affermarsi sui mercati internazionali emerge dall'andamento delle esportazioni, dalle quali risulta infatti, che nel 2024 l'export agroalimentare ha sfiorato i 70 miliardi di euro, arrivando a rappresentare circa l'11% delle esportazioni complessive del Paese. Inoltre tra il 2015 e il 2024, il valore delle esportazioni agroalimentari italiane è aumentato complessivamente dell'87%**,** registrando una dinamica superiore rispetto a quella dell'export nazionale nel suo complesso. Tale andamento ha determinato un incremento del peso del comparto sulle esportazioni complessive italiane dal 9% del 2015 all'11% del 2024.

La rilevanza dell'agroalimentare italiano negli scambi internazionali emerge anche dal confronto con il commercio mondiale. L'export relativo al sistema agroalimentare italiano nel 2024 ha detenuto una quota pari a circa il 3,5% delle esportazioni agroalimentari mondiali, superiore alla quota del 2,8% detenuta dal Paese sul complesso delle esportazioni mondiali di merci. Inoltre, la quota italiana sul mercato agroalimentare mondiale risulta in crescita rispetto al 2,9% registrato nel 2015, evidenziando come nel periodo considerato le esportazioni agroalimentari italiane abbiano registrato una dinamica più favorevole rispetto a quella mondiale. Nel complesso, tali dati evidenziano una maggiore presenza relativa dell'Italia nel commercio internazionale di prodotti agroalimentari rispetto a quella osservata per il complesso delle merci nonché un progressivo rafforzamento della presenza dei prodotti agroalimentari italiani sui mercati esteri.

Nel complesso, i dati considerati evidenziano come il sistema agroalimentare costituisca una componente significativa dell'economia italiana, sia per il valore generato lungo la filiera sia per il

contributo fornito agli scambi con l'estero. Tale rilevanza, tuttavia, non si distribuisce in maniera uniforme sul territorio nazionale, ma assume intensità differenti a livello regionale, in relazione alla diversa concentrazione e specializzazione delle attività agricole e di trasformazione alimentare. In questo contesto, l'Emilia-Romagna assume particolare rilievo, grazie alla consistenza del proprio comparto agroalimentare e alla presenza delle produzioni regionali sui mercati nazionali e internazionali. Queste caratteristiche rendono la regione un contesto particolarmente significativo ai fini dell'analisi sviluppata nel presente lavoro e giustificano, pertanto, un approfondimento delle principali caratteristiche economiche e produttive del suo sistema agroalimentare [59]

3.2 Il settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna

L'Emilia-Romagna si caratterizza per una significativa presenza delle attività riconducibili al sistema agroalimentare, che assumono un peso rilevante sia all'interno del sistema agroalimentare nazionale precedentemente delineato nel suo complesso sia all'interno dell'economia regionale. Per analizzare la rilevanza del sistema agroalimentare regionale è possibile fare riferimento alle elaborazioni del CREA, che utilizza come perimetro di analisi il Sistema Agro-Alimentare Completo (SAAC), nel quale rientrano le attività riconducibili all'agricoltura, alla silvicoltura e alla pesca, all'industria alimentare, delle bevande e del tabacco, all'intermediazione e al commercio all'ingrosso di prodotti alimentari e materie prime agricole, al commercio al dettaglio di prodotti alimentari e ai servizi della ristorazione. Secondo le stime del CREA, nel 2024 il Sistema agroalimentare completo italiano ha generato un fatturato complessivo di circa 700 miliardi di euro, riconducibile per l'11,6% al settore primario, per il 28,3% all'industria alimentare, delle bevande e del tabacco, per il 22,9% alle attività di intermediazione e commercio all'ingrosso, per il 25,3% al commercio al dettaglio e per l'11,9% alla ristorazione.

All'interno di tale perimetro, la rilevanza del sistema agroalimentare emiliano-romagnolo emerge osservando il contributo della regione al fatturato complessivamente generato dal sistema agroalimentare nazionale. Secondo le elaborazioni del CREA, nel 2024 l'Emilia-Romagna ha rappresentato il 12,7% del fatturato complessivo del sistema agroalimentare italiano, collocandosi al secondo posto tra le regioni italiane, alle spalle della Lombardia, con il 17,9%, e davanti al Veneto, con l'11,1%. Complessivamente, le tre regioni concentrano il 41,7% del fatturato nazionale del

[59] Fonti: Fondazione ITS Agroalimentare Puglia, 2018, Il sistema agroalimentare, Fondazione ITS Agroalimentare Puglia.;
Cirianni A., Fanfani R., Gismondi R., 2021, Struttura produttiva e performance economica della filiera agroalimentare italiana, Istat Working Papers, n. 4/2021,
Istat.; Federalimentare & Censis, 2023, Il valore economico e sociale dell'industria alimentare italiana, Federalimentare-Censis.
Cirianni A., Fanfani R., Gismondi R., 2021, Struttura produttiva e performance economica della filiera agroalimentare italiana, Istat Working Papers, n. 4/2021, Istat.;
CREA, 2023, L'industria alimentare e delle bevande in Italia: una lettura nazionale e regionale attraverso i principali indicatori, a cura di T. Castellotti e F. Licciardo, Rete Rurale Nazionale
MASAF.; Federalimentare & Censis, 2023, Il valore economico e sociale dell'industria alimentare italiana, Federalimentare-Censis.;
ISMEA, 2025, Rapporto sull'agroalimentare italiano 2025, ISMEA Mercati.

sistema agroalimentare completo, evidenziando una significativa concentrazione territoriale delle attività riconducibili al sistema agroalimentare.[60]

Osservando il comparto dalla prospettiva regionale, Secondo le stime del CREA, nel 2024 il valore generato dal sistema agroalimentare dell'Emilia Romagna ha rappresentato il 22,6% dell'economia regionale, evidenziando la rilevanza assunta dalle attività della filiera all'interno della struttura economica del territorio. I dati considerati consentono, quindi di osservare la rilevanza del comparto da due prospettive complementari: da un lato, il sistema agroalimentare assume un peso considerevole all'interno dell'economia dell'Emilia-Romagna; dall'altro, la regione contribuisce in misura significativa alla dimensione complessiva del sistema agroalimentare italiano.

Considerando invece i dati relativi al rapporto agroalimentare dell'Emilia Romagna del 2025, Una parte rilevante della dimensione economica raggiunta del sistema agroalimentare regionale è stata determinata dal settore agricolo, che nel 2024 ha generato un valore della produzione di circa 6,026 miliardi di euro, registrando una crescita del 13% rispetto all'anno precedente, superando per la prima volta la soglia dei 6 miliardi di euro. Come illustrato nella Figura 13, sul totale del comparto agricolo, il settore del latte rappresenta la componente principale, contribuendo da sola per il 30,6% del suo valore complessivo. Seguono la frutta (12,7%), le patate e gli ortaggi (12,6%), i cereali (8,8%) e il vino (7,9%). A queste si aggiungono le produzioni zootecniche legate alle carni suine, avicunicole e bovine, che contribuiscono ulteriormente alla composizione del valore della produzione agricola regionale. Nel complesso, la struttura della produzione primaria evidenzia la capacita del territorio di offrire una significativa diversificazione delle produzioni a sostegno dei comparti strettamente connessi dell'industria alimentare che si occupa della successiva trasformazione di tali prodotti, con particolare riferimento alle produzioni lattiero-casearie e alla lavorazione delle carni.

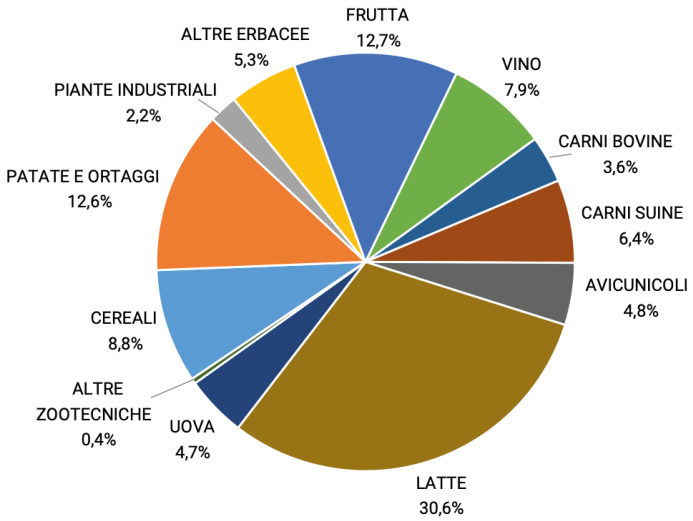


Figura 13: Distribuzione del valore della produzione agricola dell'Emilia-Romagna tra i diversi comparti nel

[60] Fonti: CREA, 2023, L'industria alimentare e delle bevande in Italia: una lettura nazionale e regionale attraverso i principali indicatori, a cura di T. Castellotti e F. Licciardo, Rete Rurale Nazionale – MASAF.;
CREA, 2025, Annuario dell'agricoltura italiana 2024, Vol. LXXVIII, CREA – Centro di ricerca Politiche e Bioeconomia.;
Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna, ART-ER, 2025, Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024, Regione Emilia-Romagna.

2024.
Fonte: Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna e ART-ER, 2025, *Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024*, Regione Emilia-Romagna.

Alla produzione primaria infatti, si affianca un'industria alimentare e delle bevande particolarmente sviluppata. Alla fine del 2024 risultavano attive in Emilia-Romagna 4.518 imprese appartenenti al comparto, le quali in termini di fatturato hanno generato più del 30% dell'intero fatturato del sistema agroalimentare dell'Emilia Romagna.

La rilevanza del sistema agroalimentare emiliano-romagnolo nel contesto nazionale emerge con particolare evidenza osservando anche gli scambi con l'estero. Nel 2024, le esportazioni agroalimentari regionali hanno raggiunto un valore 10,546 miliardi di euro, registrando una crescita del 7,6% rispetto all'anno precedente e rappresentando così il 15,6% delle esportazioni agroalimentari italiane. Invece, circoscrivendo l'analisi alle esportazioni regionali, i prodotti agroalimentari rappresentano il 12,6% dell'export complessivo dell'Emilia Romagna.

Nello specifico però, il contributo regionale all'export agroalimentare nazionale non risulta tuttavia uniforme tra i diversi comparti produttivi. Particolarmente significativo è l'apporto dei prodotti a base di carne e dell'industria lattiero-casearia, per i quali l'Emilia-Romagna rappresenta rispettivamente il 39% e il 24% delle corrispondenti esportazioni nazionali di quella medesima categoria. Tali valori evidenziano la marcata specializzazione produttiva della regione in alcuni comparti dell'industria alimentare e la loro significativa presenza sui mercati internazionali.

Un ulteriore elemento distintivo del sistema agroalimentare emiliano-romagnolo è rappresentato dalla presenza delle produzioni a indicazione geografica. Secondo i dati riportati dal Rapporto regionale, riferiti al 2023, il valore alla produzione delle DOP e IGP dell'Emilia-Romagna è stimato in circa 3,87 miliardi di euro, di cui 3,43 miliardi riconducibili ai prodotti alimentari e 441 milioni ai vini. La sola componente alimentare rappresenta oltre il 37% del valore complessivo delle DOP e IGP alimentari italiane, con una particolare concentrazione nelle province di Parma, Modena e Reggio Emilia. Tra le principali denominazioni regionali figurano il Parmigiano Reggiano DOP, che rappresenta quasi la metà del valore regionale delle produzioni considerate, il Prosciutto di Parma DOP e l'Aceto Balsamico di Modena IGP, ai quali si affiancano, tra gli altri, Mortadella Bologna IGP e Grana Padano DOP.

Questi dati presentati mostrano come nel territorio ci sia un elevato livello di specializzazione soprattutto in determinati comparti del sistema.

Nel complesso, i dati considerati evidenziano non soltanto la rilevanza economica del sistema agroalimentare emiliano-romagnolo nel contesto regionale e nazionale, ma anche una marcata specializzazione in specifici comparti produttivi. La combinazione tra un settore primario diversificato, una significativa industria di trasformazione e produzioni a indicazione geografica di elevato valore contribuisce pertanto a delineare le caratteristiche distintive del sistema agroalimentare

dell'Emilia-Romagna e a rappresentare una componente rilevante del sistema agroalimentare nazionale.[61]

3.3 le emissioni di minibond nel settore agroalimentare dell'Emilia Romagna

Dopo aver analizzato le principali caratteristiche del settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna, risulta utile analizzare la diffusione delle emissioni di minibond realizzate, nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025, dalle società operanti nel settore agroalimentare regionale. A tal fine, sulla base dei dodici Report italiani sui minibond pubblicati annualmente dal Politecnico di Milano, che monitorano le emissioni effettuate sul territorio italiano, è stato ricostruito il campione delle società emiliano-romagnole che hanno emesso almeno un minibond in questo periodo di riferimento. L'obiettivo di questa prima analisi è individuare quante delle società che hanno emesso minibond nel territorio nazionale, dal 2013 al 2025, appartengono al settore agroalimentare regionale e descrivere le principali caratteristiche delle relative emissioni, al fine di rappresentare la diffusione storica dello strumento nel perimetro e nel periodo considerato.

La costruzione del campione finale è stata articolata in due successive fasi di ricerca e verifica, assumendo come punto di partenza le appendici dei singoli Report annuali, nelle quali sono riportate le ragioni sociali delle società emittenti. La prima fase è stata finalizzata all'individuazione delle società emittenti riconducibili, in senso ampio, al sistema agroalimentare dell'Emilia-Romagna e alla successiva verifica delle informazioni raccolte; la seconda ha riguardato la delimitazione del perimetro settoriale attraverso l'applicazione di uno specifico criterio basato sull'attività economica esercitata e sul relativo codice ATECO.

Nella prima fase, a partire dalle ragioni sociali riportate nelle appendici dei dodici Report italiani sui Minibond, dal primo, relativo alle emissioni del 2013, fino al dodicesimo, relativo a quelle del 2025, è stata effettuata, per ciascuna società, una ricerca sul web mediante il motore di ricerca Google, finalizzata a reperire le informazioni necessarie a una prima individuazione delle imprese caratterizzate congiuntamente dalla localizzazione in Emilia-Romagna e dallo svolgimento di un'attività riconducibile alla più ampia configurazione del sistema agroalimentare, comprendente le attività di agricoltura, industria agroalimentare, distribuzione alimentare, ristorazione e commercio estero, nonché l'insieme delle industrie e dei servizi collegati che forniscono beni e servizi necessari allo svolgimento delle diverse attività produttive e distributive. Per le società così individuate sono stati successivamente consultati i rispettivi siti web e, qualora il dato non fosse disponibile, le

[61] Fonti: Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna, ART-ER, 2025, Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024, Regione Emilia-Romagna.;
CREA, 2023, L'industria alimentare e delle bevande in Italia: una lettura nazionale e regionale attraverso i principali indicatori, a cura di T. Castellotti e F. Licciardo, Rete Rurale Nazionale – MASAF.;
Iotti M., Bonazzi G., 2023, Financial sustainability in agri-food companies: The case of members of the PDO Parma Ham Consortium, Sustainability, 15(5), 3947.;
Iotti M., Ferri G., Manghi E., Calugi A., Bonazzi G., 2024, Sustainability assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range, Sustainability, 16(20), 9093.
CREA, 2025, Annuario dell'agricoltura italiana 2024, Vol. LXXVIII, CREA – Centro di ricerca Politiche e Bioeconomia.

informazioni reperibili attraverso la Camera di Commercio, al fine di acquisirne il codice fiscale, utilizzato come identificativo univoco per la ricerca e l'individuazione delle imprese all'interno della banca dati AIDA.

Le società selezionate sono state sottoposte a verifica attraverso la banca dati AIDA. In primo luogo, per ciascuna impresa è stata riscontrata la localizzazione della sede in Emilia-Romagna. Successivamente, al fine di verificare la presenza dell'indebitamento riconducibile all'emissione di minibond censita nei Report del Politecnico di Milano, sono stati consultati i bilanci disponibili relativi all'esercizio nel quale, secondo le rispettive appendici, è avvenuta l'emissione. Il riscontro è stato effettuato mediante l'analisi del passivo dello stato patrimoniale e delle informazioni contenute nella relativa nota integrativa. In particolare, sono state esaminate le voci "obbligazioni" e "altri debiti" della sezione dei debiti del passivo dello stato patrimoniale, nelle quali l'indebitamento riconducibile all'emissione poteva risultare diversamente classificato in funzione delle modalità di rappresentazione contabile adottate dalla singola società e della relativa forma giuridica. Le informazioni riportate nella nota integrativa sono state poi utilizzate per verificare che gli importi rilevati nelle predette voci fossero effettivamente riconducibili all'emissione di minibond precedentemente individuata nei Report.[62]

Al termine di questa fase sono state individuate complessivamente 26 società emittenti con sede in Emilia-Romagna accomunate dall'avere realizzato almeno un'emissione di minibond tra il 2013 e il 2025 e dallo svolgimento di attività riconducibili, in senso ampio, al sistema agroalimentare.

La seconda fase è stata finalizzata alla costruzione del campione definitivo. Al fine di delimitare in maniera omogenea un perimetro settoriale di analisi più ristretto, alle 26 società precedentemente

---

[62] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2015, 1° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2016, 2° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2017, 3° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2018, 4° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2019, 5° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano, 2020, 6° Report italiano sui Mini-Bond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Minibond – Politecnico di Milano, 2021, 7° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatorio Minibond – Politecnico di Milano, 2022, 8° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2023, 9° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2024, 10° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano;
Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

individuate è stato applicato un criterio di selezione basato sull'attività economica esercitata e sul relativo codice ATECO. Come riferimento sono stati adottati i codici ATECO individuati da Finlombarda nell'ambito dell'iniziativa *Agrifood Basket Bond*, rivolta alle imprese operanti nel settore agrifood nelle attività di produzione, trasformazione e commercializzazione. [63]

Nello specifico il perimetro settoriale adottato comprende i seguenti codici ATECO 2025 individuati da Finlombarda.

- Codice Ateco 1 - Produzioni vegetali e animali, caccia e servizi connessi;
- Codice Ateco 2 - Silvicoltura e utilizzo di aree forestali;
- Codice Ateco 3 - Pesca e acquacoltura;
- Codice Ateco 10 - Produzione di prodotti alimentari;
- Codice Ateco 11 - Produzione di bevande;
- Codice Ateco 20.2 - Fabbricazione di fitofarmaci, disinfettanti e altri prodotti chimici per l'agricoltura;
- Codice Ateco 46.11 - Attività di intermediari del commercio all'ingrosso di materie prime agricole, animali vivi, materie prime tessili e semilavorati;
- Codice Ateco 46.2 - Commercio all'ingrosso di materie prime agricole e animali vivi; ad esclusione del Codice Ateco 46.21.21 - Commercio all'ingrosso di tabacco grezzo;
- Codice Ateco 46.3 - Commercio all'ingrosso di prodotti alimentari, bevande e prodotti del tabacco, ad esclusione del Codice Ateco 46.35 - Commercio all'ingrosso di prodotti del tabacco;
- Codice Ateco 46.85.01 - Commercio all'ingrosso di fertilizzanti e altri prodotti chimici per l'agricoltura;
- Codice Ateco 55.20.5 - Servizi di alloggio in aziende agricole e ittiche.

L'applicazione di tale criterio di selezione alle 26 società preliminarmente individuate ha consentito di definire un campione finale, riportato nella tabella 2, composto da 18 società emittenti operanti nel settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna, nelle attività di produzione, trasformazione e commercializzazione individuate attraverso il perimetro ATECO adottato, che hanno realizzato almeno un'emissione di minibond nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025.

Ragione Sociale	**Codice Fiscale**	**Codice ATECO**	**Emissioni**	**Anno di Emissione**	**Controvalore Emissione**	**Durata (anni)**
Granarolo S.p.A.	01660360601	10.51.10	1	2017	60 mln €	6 anni
Eurovo S.r.l.	00992620286	10.89.09	1	2020	7,5 mln €	n.d.
Italpizza S.p.A.	03095170365	10.85.04	1	2021	20 mln €	6 anni
Suincom S.p.A.	00995820362	10.11.00	1	2018	1 mln €	1 anno
Ferrarini S.p.A.	00860480375	10.13.00	2	2015; 2016	30 mln €; 5,5 mln €	5 anni; 4 anni

[63] Fonte: Mediocredito Centrale, 2025, MCC e Finlombarda, fino a 75 milioni per finanziare le PMI della filiera agroalimentare regionale – Agrifood Basket Bond.

CAPA Cologna Soc. Coop. Agricola	00151720380	01.63.00	1	2024	6,5 mln €	7 anni
4 Madonne Caseificio dell'Emilia	00182350363	10.51.20	5	2016; 2017; 2019; 2020; 2021	6 mln €; 0,6 mln €; 4 mln €; 0,3 mln €; 1 mln €	
Or.V.A. S.p.A.	00481180396	10.71.10	2	2018	5 mln €; 1 mln €	5,5 anni; 5,5 anni
Emiliana Conserve Soc. Agricola S.p.A.	00697400349	10.39.00	1	2021	8 mln €	6 anni
Alimenta Produzioni S.r.l.	04090700404	10.89.09	1	2022	2 mln €	n.d.
Le Due Valli S.r.l.	01483910392	10.39.00	1	2025	6 mln €	n.d.
Salis04 S.r.l.	04051080366	46.32.10	1	2022	2,5 mln €	n.d.
Cibus 1 S.p.A.	03708760362	10.13.00	2	2016; 2018	4,5 mln €; 11,4 mln €	n.d.; 7 anni
Gi.Vi. S.p.A.	03773690361	46.32.10	2	2017; 2019	6 mln €; 8,5 mln €	6 anni; 6 anni
Verpro S.r.l.	04163070362	46.32.10	1	2024	7,5 mln €	nd
Italian Top Food S.p.A.	14529631005	46.32.10	1	2017	10 mln €	6 anni
Valprosciutti S.r.l.	03773430362	46.32.10	1	2023	20 mln €	6 anni
Mondodelvino S.p.A.[64]	02381900402	46.34.20	1	2019	15 mln €	7anni
TOTALE			26		259,3 mln €	

Tabella 2: Emissioni di minibond nel settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna nel periodo 2013-2025. Fonte: *Elaborazione propria su dati dei Report italiani sui minibond del Politecnico di Milano e AIDA.*

Dalla tabella 2 emerge che le 18 società emittenti individuate hanno effettuato in totale 26 emissioni nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025. Il numero complessivo delle emissioni risulta superiore a quello delle società emittenti, poiché cinque delle 18 imprese considerate hanno fatto ricorso allo strumento in più occasioni, mentre le restanti tredici hanno realizzato una sola emissione. In particolare, Ferrarini S.p.A., Or.V.A. S.p.A., Cibus 1 S.p.A. e Gi.Vi. S.p.A. hanno realizzato due emissioni ciascuna, mentre 4 Madonne Caseificio dell'Emilia si distingue per aver effettuato cinque emissioni nel periodo considerato.

Per tutte le 26 emissioni individuate è stato possibile determinare il relativo controvalore, anche attraverso l'esame dei bilanci e delle note integrative delle società emittenti disponibili nella banca dati AIDA. Il controvalore complessivo delle emissioni considerate risulta pari a 259,3 milioni di

[64] Il report Politecnico censisce l'emissione come Mondodelvino S.p.A.; tuttavia, dai bilanci consolidati del gruppo risulta che il minibond da €15 milioni è stato effettuato da MGM S.r.l., società del gruppo.

euro, corrispondente a un controvalore medio per emissione pari a 9,973 milioni di euro. Con riferimento alla durata delle operazioni, invece, il dato è stato riportato per 15 delle 26 emissioni complessivamente individuate, mentre per le restanti operazioni è stato indicato come non disponibile. Considerando esclusivamente le emissioni per le quali è stato possibile determinarne la durata, emerge una durata media pari a 5,6 anni, evidenziando, nell'ambito delle operazioni osservate, un orizzonte temporale mediamente pluriennale delle operazioni.[65]

3.3.1 La clusterizzazione

Al fine di approfondire la composizione settoriale del campione, le 18 società emittenti sono state successivamente classificate sulla base dello specifico comparto agroalimentare di appartenenza**.** Questa divisione permette di osservare come le società emittenti si distribuiscano tra i diversi comparti del settore.

L'attribuzione delle società ai diversi comparti è stata effettuata considerando il codice ATECO e l'attività economica effettivamente svolta da ciascuna impresa. Le società sono state classificate in funzione del comparto agroalimentare di appartenenza, senza operare una distinzione tra settore agricolo, industria alimentare e attività di commercializzazione. All'interno della medesima classe possono infatti rientrare imprese che svolgono attività di produzione, trasformazione o commercializzazione, purché riconducibili allo stesso comparto agroalimentare. La classificazione così ottenuta è riportata nella Tabella 3.

COMPARTO AGROALIEMNTARE	**Società incluse**	**N. società emittenti**	**N. emissioni**	**Controvalore complessivo (mln €)**
Carni e prodotti a base di carne	Suincom S.p.A.; Ferrarini S.p.A.; Cibus 1 S.p.A.; Salis04 S.r.l.; Gi.Vi. S.p.A.; Verpro S.r.l.; Italian Top Food S.p.A.; Valprosciutti S.r.l.	8	11	116,4 mln €
Lattiero-caseario	Granarolo S.p.A.; 4 Madonne Caseificio dell'Emilia	2	6	71,9 mln €
Prodotti da forno, pizza e piadina	Italpizza S.p.A.; Or.V.A. S.p.A.; Alimenta Produzioni S.r.l.	3	4	28 mln €

[65] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

Conserve e trasformazione ortofrutticola	Emiliana Conserve Soc. Agricola S.p.A.; Le Due Valli S.r.l.	2	2	14 mln €
Uova e ovoprodotti	Eurovo S.r.l.	1	1	7,5 mln €
Attività agricole, allevamenti e servizi connessi	CAPA Cologna Soc. Coop. Agricola	1	1	6,5 mln €
vitivinicolo	Mondodelvino S.p.A.	1	1	15 mln €
Totale	—	**18**	**26**	**259,3 mln €**

Tabella 3: Classificazione delle società emittenti del campione per comparto agroalimentare.
Fonte*: elaborazione propria sulla base dei codici ATECO e dell'attività economica svolta dalle società appartenenti al campione.*

La tabella 3 evidenzia una significativa concentrazione delle società emittenti nel comparto delle carni e dei prodotti a base di carne, nel quale rientrano 8 delle 18 società totali del campione, pari a circa il 44,4% del totale. Le società appartenenti a tale comparto hanno inoltre realizzato complessivamente 11 emissioni, corrispondenti al 42,3% delle 26 operazioni individuate. Anche in termini di controvalore, tale comparto presenta il valore più elevato, con emissioni complessivamente pari a 116,4 milioni di euro, corrispondenti a circa il 44,9% dei 259,3 milioni di euro complessivamente emessi dalle società appartenenti al campione.[66]

Rilevante risulta anche il comparto lattiero-caseario che, pur comprendendo solamente 2 società emittenti, registra complessivamente 6 emissioni, pari al 23,1% del totale, per un controvalore complessivo di 71,9 milioni di euro, corrispondente a circa il 27,7% del controvalore complessivo. È tuttavia opportuno precisare che tale risultato è influenzato dalla frequenza di ricorso allo strumento da parte di 4 Madonne Caseificio dell'Emilia, alla quale sono riconducibili 5 delle 6 emissioni complessivamente rilevate nel comparto. Il settore dei prodotti da forno, pizza e piadina comprende invece 3 società, alle quali sono riconducibili complessivamente 4 emissioni, per un controvalore pari a 28 milioni di euro, mentre quello delle conserve e della trasformazione ortofrutticola comprende 2 società, entrambe caratterizzate da una singola emissione, per un controvalore complessivo pari a 14 milioni di euro. Una presenza più limitata si rileva infine nei comparti delle uova e ovoprodotti, delle attività agricole e dei servizi connessi e del vitivinicolo, ciascuno dei quali è rappresentato da una sola società e da una singola emissione con rispettivi controvalori pari a 7,5 milioni, 6,5 milioni e 15 milioni di euro.

Nel complesso, la distribuzione delle società emittenti, del numero di emissioni e dei relativi controvalori evidenzia quindi una maggiore presenza del comparto delle carni e dei prodotti a base di carne nel campione analizzato. A questo si affianca il peso del comparto lattiero-caseario che, nonostante il numero più contenuto di società emittenti, rappresenta il secondo comparto sia per numero di emissioni sia per controvalore complessivo.

[66] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

CAPITOLO 4: I POTENZIALI EMITTENTI DI MINIBOND NEL SETTORE AGROALIMENTARE DELL'EMILI ROMAGNA.

4.1 I potenziali emittenti.

L'analisi svolta nel paragrafo precedente ha permesso di ricostruire la diffusione dei minibond nel settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025. Considerando il numero di società individuate, emerge come il ricorso a tale strumento di finanziamento abbia interessato un numero relativamente circoscritto di imprese, soprattutto se rapportato alla dimensione del settore agroalimentare regionale e alla rilevanza che esso assume sia nell'economia dell'Emilia-Romagna sia nel contesto nazionale.

Partendo dai risultati ottenuti, è stata quindi condotta una seconda analisi con l'obiettivo di individuare, tra le imprese appartenenti al settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna, quelle che presentano caratteristiche compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond. L'obiettivo è quindi valutare se, accanto alle società che hanno già fatto ricorso a tale strumento, esista nel territorio regionale un più ampio bacino di imprese potenzialmente idonee all'emissione.

A differenza dell'analisi precedente, basata sulla ricostruzione delle operazioni effettivamente realizzate nel periodo considerato, questa seconda analisi non assume quindi una prospettiva retrospettiva, ma è finalizzata a individuare le società che, sulla base delle proprie caratteristiche economico-finanziarie, risultano compatibili con determinati parametri utilizzati nella prassi di mercato per l'identificazione dei potenziali emittenti di minibond. Il rispetto congiunto di tali parametri non implica, tuttavia, che le società individuate procederanno effettivamente a un'emissione, ma consente di identificare quelle che presentano caratteristiche economico-finanziarie coerenti con il profilo di un potenziale emittente.

L'analisi è stata condotta a partire dalla popolazione di società appartenenti al settore agroalimentare e operanti nel territorio dell'Emilia-Romagna, valutandone le caratteristiche attraverso il calcolo di specifici indicatori economico-finanziari. Gli indicatori quantitativi economico-finanziari utilizzati sono quelli individuati da Cerved Rating Agency nell'ambito dell'analisi condotta nel 2024 per individuare le società potenzialmente in grado di ricorrere a tale strumento di finanziamento. Come criterio di selezione, Cerved ha individuato specifici valori soglia per ciascuno di tali indicatori, che nella presente analisi sono stati assunti come benchmark per selezionare dalla popolazione di società di partenza, quelle che presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond. La logica sottostante agli indicatori utilizzati da Cerved è quella di individuare imprese che presentano condizioni economico-finanziarie e di merito creditizio tali da poter reperire ulteriore debito attraverso emissioni obbligazionarie senza compromettere il proprio equilibrio economico-patrimoniale. L'utilizzo di tali criteri come riferimento consente pertanto di valutare le società appartenenti alla popolazione analizzata rispetto a parametri relativi alla marginalità, alla capacità di copertura degli oneri finanziari, alla struttura finanziaria e alla dinamica di crescita dei ricavi.

4.1.1 Gli indicatori economico-finanziari per l'individuazione dei potenziali emittenti

È tuttavia opportuno precisare che l'analisi di Cerved Rating Agency considera, oltre ai parametri quantitativi economico-finanziari riportati nella Tabella 4, anche il merito creditizio delle imprese, espresso attraverso il rating. Tale criterio non è stato incluso nella presente analisi, poiché la banca dati AIDA utilizzata per la costruzione e l'elaborazione del dataset non ha consentito di disporre di tale informazione per le società appartenenti alla popolazione analizzata. Di conseguenza, l'analisi svolta non costituisce una replica integrale della metodologia adottata da Cerved Rating Agency, ma ne utilizza i criteri quantitativi economico-finanziari come benchmark per l'individuazione delle società che presentano caratteristiche compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond.[67]

Gli indicatori economico-finanziari individuati da Cerved Rating Agency e i relativi valori soglia utilizzati come benchmark nell'analisi condotta sono riportati nella seguente Tabella 4.

Fatturato	Tra 5 e 500 milioni di euro
EBITDA margin medio negli ultimi 3 anni	> 10%
EBIT Interest Coverage medio negli ultimi 3 anni	> 3x
Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio Netto medio negli ultimi 3 anni	≤ 2x
Posizione Finanziaria Netta / EBITDA medio negli ultimi 3 anni	< 2x
CAGR del fatturato negli ultimi 3 anni	> 10%

Tabella 4: Indicatori economico-finanziari e valori soglia assunti come benchmark per l'individuazione dei potenziali emittenti di minibond.

Fonte**:** *Cerved Rating Agency, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024*.

4.1.2 Il data set di analisi.

Una volta definiti gli indicatori economico-finanziari e i relativi valori soglia da utilizzare come benchmark, la prima fase dell'analisi ha riguardato la costruzione della popolazione di società sulla quale applicare i successivi criteri di selezione. A tal fine è stata utilizzata la banca dati AIDA, la quale ha permesso di individuare la popolazione di società appartenenti al settore agroalimentare dell'Emilia Romagna secondo il perimetro definito ai fini dell'analisi. L'estrazione della popolazione di società di partenza è stata effettuata mediante l'applicazione congiunta di specifici filtri di ricerca relativi alla localizzazione geografica, alla forma giuridica, all'attività economica esercitata e alla dimensione aziendale.

In primo luogo, la ricerca è stata circoscritta alle società attive localizzate in Emilia Romagna. Successivamente, tenendo conto dei soggetti legittimati all'emissione previsti dalla normativa di

[67] Fonti: Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

riferimento dei minibond, il perimetro è stato ulteriormente delimitato, sotto il profilo della forma giuridica, alle società di capitali e alle società cooperative.

La delimitazione settoriale è stata effettuata in coerenza con il perimetro adottato nella precedente analisi delle società agroalimentari emiliano-romagnole che hanno effettivamente emesso minibond. Sono state quindi considerate le imprese la cui attività economica risulta riconducibile ai codici ATECO individuati da Finlombarda nell'ambito dell'iniziativa *Agrifood Basket Bond*. Poiché la banca dati AIDA consente l'impostazione del criterio di ricerca dell'attività economica secondo la classificazione ATECO 2007, i codici ATECO 2025 individuati da Finlombarda sono stati ricondotti alle corrispondenti attività della classificazione ATECO 2007, utilizzata operativamente per l'estrazione delle società oggetto di analisi.

Ai questi filtri geografici, giuridici e settoriali è stato quindi applicato direttamente il criterio dimensionale previsto dal benchmark precedentemente illustrato, relativo al fatturato. Nello specifico sono state selezionate le società che nel 2024 hanno registrato ricavi compresi tra 5 e 500 milioni di euro. Poiché il criterio assunto come riferimento individua un intervallo di fatturato senza richiedere l'utilizzo di uno specifico esercizio, ai fini della presente analisi è stato assunto il 2024 come anno di riferimento. Tale scelta deriva dalla maggiore disponibilità, al momento dell'estrazione dei dati, dei bilanci relativi al 2024 rispetto a quelli riferiti al 2025. L'utilizzo del 2024 ha consentito, da un lato, di disporre di una popolazione di partenza più ampia e, dall'altro, di adottare un esercizio di riferimento uniforme per tutte le società considerate, evitando le disomogeneità che sarebbero derivate dalla diversa disponibilità dei bilanci 2025.

L'applicazione congiunta dei criteri geografici, settoriali, giuridici e dimensionali ha consentito di individuare una popolazione iniziale composta da 1.058 società. Una volta terminata l'individuazione delle società componenti la popolazione di partenza della nostra analisi, per ciascuna di esse sono state estratte, sempre attraverso la banca dati AIDA, i valori economici finanziari necessari per successivo calcolo degli indicatori oggetto di analisi. Tale passaggio si è reso necessario poiché gli indicatori assunti come benchmark non corrispondono, nella generalità dei casi, a singole poste di bilancio, ma richiedono di combinare più grandezze economiche e patrimoniali.

Coerentemente con l'orizzonte temporale previsto dai criteri adottati, i quali richiedono un'analisi retroattiva di 3 periodi, sono stati estratti i dati relativi agli esercizi 2024, 2023 e 2022, mantenendo il 2024 come riferimento dei bilanci di osservazione. La scelta di non utilizzare il 2025 ha consentito di adottare un periodo di osservazione uniforme per tutte le società e di garantire una maggiore omogeneità temporale dell'analisi. L'eventuale utilizzo dei dati 2025 per le sole imprese che avevano già reso disponibile il relativo bilancio e l'utilizzo dei dati a partire dal 2024 per le restanti, avrebbe infatti comportato l'impiego di periodi di osservazione differenti all'interno del medesimo dataset.

In particolare per ognuna di queste società e per ciascuno dei periodi considerati sono stati estratti i valori relativi a ricavi, EBITDA, risultato operativo (EBIT), oneri finanziari, Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto. Variabili necessarie per il successivo calcolo degli indicatori utilizzati per l'analisi.

Una volta completata l'estrazione delle informazioni, prima di procedere con il calcolo degli indicatori, è stata effettuata un'operazione di verifica e pulizia del dataset, finalizzata ad accertare la disponibilità delle variabili necessarie per ciascuna società lungo l'intero periodo considerato. In

particolare sono stati eliminati i casi di società in cui la banca dati AIDA riportava, per una o più variabili estratte la dicitura "n.d." (non disponibile) in modo tale da considerare nell'analisi solamente le società per le quali fosse possibili calcolare tutti gli indicatori individuati e valutare in modo omogeneo. In diversi casi, l'indisponibilità di alcune grandezze è risultata associata alla minore articolazione informativa dovuta alla redazione di bilanci in forma abbreviata, che non consentiva di ricostruire con sufficiente dettaglio tutte le variabili necessarie all'analisi. È opportuno, a questo proposito, distinguere il valore attribuito "n.d." da quella di un valore pari a zero. Nel primo caso, l'informazione necessaria non risulta disponibile e può quindi impedire il calcolo dell'indicatore, mentre nel secondo caso invece, l'informazione è disponibile e la variabile presente assume effettivamente valore zero. Questi determinati valori non sono stati pertanto assimilati ai dati mancanti e non hanno determinato l'esclusione della società dal dataset. Come vedremo successivamente, i casi in cui un valore nullo ha impedito l'applicazione diretta della formula di uno specifico indicatore, l'osservazione è stata mantenuta e trattata in modo specifico.

A seguito di tale processo di verifica e pulizia sono state escluse complessivamente 127 società per le quali l'incompletezza delle informazioni disponibili non consentiva il calcolo omogeneo degli indicatori richiesti. Dalla popolazione iniziale di 1.058 società si è pertanto giunti a un dataset finale composto da 931 società, sulle quali è stata successivamente condotta l'analisi economico-finanziaria. Tale operazione è stata compiuta al fine di ottenere un insieme di osservazioni omogeneo rendendo possibile l'applicazione uniforme dei criteri di selezione e la comparabilità dei risultati ottenuti.[68]

4.1.3 Il calcolo degli indicatori

Terminata la fase di costruzione e pulizia del dataset e ottenuta una popolazione finale composta da 931 società, si è proceduto all'elaborazione dei dati di bilancio relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024 e al calcolo degli indicatori economico-finanziari precedentemente individuati. I valori così ottenuti costituiscono la base per la successiva applicazione dei valori soglia assunti come benchmark e per l'individuazione delle società che presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond.

Il criterio dimensionale relativo al fatturato, come illustrato nel paragrafo precedente, non ha richiesto un'ulteriore elaborazione in questa fase, essendo già stato applicato direttamente in sede di costruzione della popolazione iniziale attraverso la selezione delle società con ricavi 2024 compresi tra 5 e 500 milioni di euro.

Di seguito sono illustrate le modalità di calcolo adottate per ciascun indicatore e, ove necessario, le scelte metodologiche effettuate per il trattamento di specifiche casistiche riscontrate nei dati.

---

[68] Fonti: Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.;
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.
Mediocredito Centrale, 2025, MCC e Finlombarda, fino a 75 milioni per finanziare le PMI della filiera agroalimentare regionale – Agrifood Basket Bond.

1) EBITDA Margin Medio negli ultimi 3 anni

L'ebitda margin è un indicatore che esprime in termini percentuale l'incidenza dell'EBITDA sui ricavi e consente di valutare la marginalità generata dalla gestione operativa corrente dell'impresa. Per ciascuno dei tre esercizi considerati, l'EBITDA margint è stato calcolato rapportando EBITDA di quell'anno con i ricavi dello stesso.

$$EBITDA\ Margin\ t = \frac{EBITDAt}{Ricavi\ t} * 100$$

Dopo aver calcolato L'ebitda margin per ciascuno degli esercizi 2022, 2023 e 2024, è stata calcolata la media aritmetica dei valori ottenuti.

$$EBITDA\ Margin\ Medio\ ultimi\ 3\ anni = \frac{EM2022 + EM2023 + EM2024}{3}$$

2) EBIT Interest Coverage medio degli ultimi 3 anni

Tale indicatore è dato dal rapporto tra ebit e interessi passivi e rappresenta la capacità dell'azienda di far fronte agli interessi sul debito attraverso l'ebit. Ai fini del calcolo sono state utilizzate le corrispondenti grandezze disponibili nella banca dati AIDA: il Risultato operativo, assunto come EBIT, e il Totale oneri finanziari. Il risultato operativo rappresenta il risultato operativo della gestione operativa corrente e non corrente dell'azienda e si ottiene sottraendo dall'ebitda, visto in precedenza, il valore degli ammortamenti, mentre gli oneri finanziari rappresentano gli interessi passivi sui finanziamenti dell'azienda. Per ciascun esercizio l'indicatore è stato pertanto calcolato secondo la seguente formula:

$$EBIT\ Interest\ Coverage\ t\ = \frac{Risultato\ Operativot}{Totale\ oneri\ finanziarit}$$

Tuttavia, durante l'elaborazione dei dati sono stati riscontrati dei casi che presentavano dei valori di totale oneri finanziari pari a zero in uno o più anni dei periodi considerati. Come anticipato nel paragrafo precedente, in questi casi al fine di rendere comparabili i risultati tali valori non sono stati assimilati a dati mancanti e non hanno quindi comportato l'esclusione delle relative società dal dataset. Poiché un denominatore pari a zero rende il rapporto annuale non determinabile, ai fini della presente analisi è stata adottata una specifica regola operativa.

Qualora gli oneri finanziari fossero pari a zero in uno o due dei tre esercizi considerati, l'indicatore è stato valutata attraverso il rapporto tra la somma dell'EBIT del triennio e la somma degli oneri finanziari sostenuti nel medesimo periodo.

$$EBIT\ Interest\ Coverage\ medio\ ultimi\ 3\ anni = \frac{EBIT_{2022} + EBIT_{2023} + EBIT_{2024}}{OF_{2022} + OF_{2023} + OF_{2024}}$$

Mentre nel caso in cui gli oneri finanziari risultassero pari a zero in tutti e tre gli esercizi, rendendo il rapporto matematicamente non determinabile, il criterio è stato considerato soddisfatto esclusivamente qualora il risultato operativo fosse positivo in ciascuno dei tre esercizi considerati.

Invece, in presenza di un risultato operativo nullo o negativo anche in uno solo degli anni, il criterio è stato invece considerato non soddisfatto

Nei casi in cui gli oneri finanziari risultassero diversi da zero in tutti e tre gli esercizi, dopo aver determinato il rapporto per ciascun anno è stata calcolata la media aritmetica dei valori ottenuti:

$$EBIT\ Interest\ Coverage\ medio\ ultimi\ 3\ anni\ = \frac{EIC2022 + EIC2023 + EIC2024}{3}$$

3) Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio Netto medio negli ultimi 3 anni

La posizione finanziaria netta è a sua volta un indicatore dato dal totale dei debiti finanziari della società al netto delle disponibilità liquide. A seconda dei casi può presentare un valore positivo se i debiti finanziari superano il valore della liquidità e allo stesso tempo può assumere valore negativo se le disponibilità liquide superano l'indebitamento finanziario. Il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto con il patrimonio netto consente di mettere in relazione l'indebitamento finanziario netto dell'impresa con i mezzi propri e può essere interpretato come l'ammontare di indebitamento finanziario netto per ogni euro di patrimonio netto.[69]

$$\frac{PFN\ t}{PN\ t}$$

Successivamente è stata determinata la media aritmetica dei rapporti relativi ai tre esercizi considerati:

$$\frac{PFN}{PN}\ medio\ ultimi\ 3\ anni = \frac{\left(\frac{PFN2022}{PN2022} + \frac{PFN\ 2023}{PN2023} + \frac{PFN\ 2024}{PN2024}\right)}{3}$$

4) Posizione Finanziaria Netta / EBITDA medio negli ultimi 3 anni

Il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed EBITDA, a differenza dell'indicatore precedente, mette in relazione una grandezza di stock, rappresentata dalla PFN, con una grandezza di flusso, rappresentata dall'EBITDA. L'indicatore esprime pertanto il livello di indebitamento finanziario netto dell'impresa in rapporto alla sua capacità di generare margini attraverso la gestione operativa. In termini intuitivi, il rapporto può essere interpretato come una misura del numero di anni teoricamente necessari per coprire la Posizione Finanziaria Netta attraverso l'EBITDA, nell'ipotesi che quest'ultimo rimanga costante e sia interamente destinato a tale finalità.

$$\frac{PFN\ t}{EBITDAt}$$

[69] Fonti: Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.;
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

Posizione Finanziaria Netta / EBITDA medio negli ultimi 3 anni 3 deriva dalla media aritmetica dei valori ottenuti per ogni anno.

$$\frac{PFN}{EBITDA}\ medio\ ultimi\ 3\ anni = \frac{\left(\frac{PFN2022}{EBITDA2022} + \frac{PFN\ 2023}{EBITDA2023} + \frac{PFN\ 2024}{EBITDA2024}\right)}{3}$$

5) CAGR del fatturato negli ultimi 3 anni

L'ultimo indicatore calcolato è il CAGR (Compound Annual Growth Rate) del fatturato, il quale misura il tasso di crescita annuo composto di crescita dei ricavi nel periodo considerato. Coerentemente con l'orizzonte temporale triennale adottato per gli altri indicatori, il CAGR è stato determinato utilizzando i ricavi relativi agli esercizi 2022 e 2024, considerando quindi solamente due periodi di crescita ed è stato calcolato con la seguente formula:

$$\text{CAGR } 2022 - 2024 = \left(\frac{Ricavi\ 2024}{Ricavi\ 2022}\right)^{\frac{1}{2}} - 1$$

Il procedimento descritto ha consentito di ottenere, per ciascuna delle 931 società appartenenti al dataset finale, i valori degli indicatori economico-finanziari necessari ai fini della successiva fase di valutazione e selezione.[70]

Dopo aver determinato, per le 931 società appartenenti al dataset finale i valori degli indicatori benchmark descritti nel paragrafo precedente, si è proceduto con la fase di valutazione dei risultati ottenuti, confrontandoli con i relativi valori soglia presentati nella Tabella 4 del paragrafo 3.4.

La tabella 5 sottostante riporta i risultati derivanti dall'applicazione disgiunta dei cinque indicatori, riportando quanto ciascun criterio, considerato singolarmente, sia soddisfatto dalla popolazione analizzata.

benchmark	**Esito positivo**	**Esito negativo**	**% esito positivo**
EBITDA margin medio > 10%	211	720	22,66%
EBIT Interest Coverage medio > 3x	554	377	59,51%
PFN/Patrimonio Netto medio ≤ 2x	775	156	83,24%
PFN/EBITDA medio < 2x	515	416	55,32%
CAGR del fatturato 2022-2024 > 10%	274	657	29,43%

Tabella 5: Esito dell'applicazione dei singoli criteri quantitativi alle società appartenenti al dataset finale.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA*

[70] Fonti: Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.;
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.
Allegrini, M., & Ferramosca, S. (2022). Analisi di bilancio. Giuffrè Francis Lefebvre

Gli esiti riportati nella tabella 5 evidenziano una diversa capacità selettiva dei cinque criteri considerati. Considerando i criteri singolarmente, risulta che l'indicatore di marginalità insieme all'indicatore di crescita dei ricavi rappresentano i due criteri maggiormente selettivi in quanto meno frequentemente rispettati rispettivamente dalla popolazione analizzata. In particolare, la soglia relativa all'EBITDA margin medio è rispettata da 211 società, pari al 22,66% del dataset, mentre il requisito relativo al CAGR del fatturato è soddisfatto da 274 società, corrispondenti al 29,43%. Mentre il criterio rispettato dalla quota più elevata di società è il rapporto PFN/Patrimonio Netto, che presenta un esito positivo per 775 imprese, pari all'83,24% del dataset, seguito dall'EBIT Interest Coverage, soddisfatto dal 59,51% delle società e dal rapporto PFN/EBITDA, rispettato dal 55,32%. Tuttavia, tali dati presentati rappresentano solamente una descrizione della selettività dei singoli benchmark applicati alla popolazione analizzata, senza fornire alcuna indicazione sul numero di società potenzialmente emittenti di minibond, poiché a tal fine è necessario verificare il rispetto congiunto dei cinque criteri quantitativi considerati.

4.1.4 Le società potenzialmente emittenti

L'ultima fase dell'analisi, finalizzata ad arrivare all'obiettivo finale di selezionare le società potenzialmente emittenti di minibond a partire dalla popolazione estratta, ha previsto l'applicazione congiunta dei cinque criteri alle 931 società appartenenti al dataset finale. Sono state pertanto selezionate esclusivamente le imprese che hanno rispettato congiuntamente tutte le soglie le soglia stabilite come benchmark: quella relativa all'EBITDA margin medio, quella relativa all'EBIT Interest Coverage medio, il limite previsto per il rapporto PFN/Patrimonio Netto, quello relativo al rapporto PFN/EBITDA e, infine, la soglia relativa al CAGR del fatturato nel periodo 2022-2024.

Al termine di questo processo di selezione sono state individuate 50 società, corrispondenti a circa il 5,37% delle 931 costituenti il dataset finale analizzato. Tali società individuate rappresentano così il risultato conclusivo della ricerca condotta, in quanto presentano congiuntamente valori degli indicatori economico-finanziari coerenti con tutte le soglie assunte come benchmark. Sulla base della metodologia applicata, esse rappresentano pertanto le imprese del settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna che presentano caratteristiche economico-finanziarie tali da essere considerate potenziali emittenti di minibond, la cui emissione, secondo la logica sottostante ai criteri quantitativi adottati, non compromette il proprio equilibrio economico-patrimoniale.[71]

Le 50 società individuate sono riportate nella Tabella 6 in ordine decrescente di fatturato e rappresentano quindi il risultato finale del processo di selezione. Tuttavia, la loro selezione non implica che tali imprese procederanno effettivamente all'emissione di minibond, né che tutte le altre società escluse debbano essere considerate necessariamente non idonee al ricorso a tale strumento. Il risultato deve essere interpretato come l'individuazione, all'interno della popolazione analizzata, delle imprese che presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un

[71] Fonti: Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.;
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

potenziale emittente**,** sulla base dei criteri quantitativi adottati, e non come una valutazione definitiva circa l'effettiva capacità o volontà delle singole imprese di ricorrere al mercato dei minibond.

Ragione sociale	**ATECO 2007 codice**	**EBITDA/ricavi dalle vendite medio ultimi 3 anni > 10%**	**ebit/tot oneri finanziari**	**PFN /PN**	**PFN/EBITDA**	**CAGR 2022-2024**
STERILTOM ASEPTIC - SYSTEM S.R.L. OPPURE: STERILTOM S.R.L.	103900	12,74%	11,15	0,85	1,43	21,90%
FABBRI 1905 S.P.A.	103900	15,11%	16,14	0,03	0,02	12,88%
SOCIETA' AGRICOLA IL SOLE A R.L.	014700	15,11%	#DIV/0!	-1,48	-0,46	16,93%
LESAFFRE ITALIA S.P.A.	108909	17,35%	93,22	-0,01	-0,03	10,21%
CULLIGAN ITALY S.R.L.	463420	27,40%	1.502,46	-0,02	-0,03	27,67%
ARPOR SOCIETA' COOPERATIVA AGRICOLA IN BREVE ARPOR	016300	13,11%	25,65	0,42	1,59	10,68%
MANUZZI IMPORT-EXPORT - S.R.L.	463310	15,30%	#DIV/0!	-0,84	-1,10	12,10%
BABBI SRL	107200	16,89%	42,21	-0,30	-1,29	12,21%
SALUMIFICIO MEC PALMIERI S.P.A.	101300	10,42%	13,05	0,25	0,75	12,66%
APORA SOCIETA' COOPERATIVA AGRICOLA	016300	14,14%	39,83	0,11	0,44	11,12%
N.F. FOOD S.P.A.	463920	19,52%	6,89	0,74	1,21	13,85%
VALPIZZA S.P.A.	108504	14,93%	10,71	0,03	0,41	11,51%
GASTRONOMIA PICCININI - SAPORI DELLA COLLINA S.R.L.	107300	13,83%	39,05	0,09	0,34	11,97%
FURIA SEED S.R.L.	462122	24,42%	143.607,53	-0,73	-4,50	13,23%
SOCIETA' AGRICOLA FRATELLI VISENTINI DI ATTILIO VISENTINI E C. SRL	015000	14,81%	103,81	-0,06	-0,47	10,01%
PREMIX - S.R.L.	109100	11,71%	14,52	-0,07	-0,20	13,44%
CAPITELLI F.LLI S.R.L.	101300	15,73%	68,68	0,03	0,19	10,05%
MANUZZI SRL	463110	12,12%	3,56	0,11	0,91	11,97%
CORA SEEDS S.R.L.	462122	14,55%	26,87	0,19	0,42	23,30%
MARALDI SEMENTI SRL	462122	32,21%	180,83	-0,20	-0,65	12,53%
LA CERVESE DI MAZZONI E PETRINI S.R.L.	463200	11,78%	91,49	-0,34	-1,48	10,24%
ACETAIA GIUSTI S.R.L.	108400	32,35%	52,74	0,11	0,31	22,50%
A.L.I. S.R.L.	014700	14,78%	3.892,56	-0,21	-0,41	16,23%

PRODOTTI RUBICONE S.R.L.	108909	30,78%	4.211,98	-0,10	-0,19	29,61%
CANUTI TRADIZIONE ITALIANA S.R.L.	107300	19,36%	20,88	0,41	0,86	12,84%
SPALANZANI SALUMI S.R.L.	101300	17,58%	132,78	-0,10	-0,17	57,48%
LANGHIRANESE PROSCIUTTI S.R.L.	101300	10,09%	210,80	-0,53	-2,01	11,71%
IL PANIFICIO DI CAMILLO S.R.L.	107110	23,02%	14,00	0,86	0,75	37,11%
MORGANTI S.R.L.	103900	16,30%	22,09	0,45	0,82	26,06%
E.P.S. S.P.A. EGG POWDER SPECIALISTS OPPURE IN FORMA ABBREVIATA E.P.S. S.P.A.	108909	19,78%	10,61	-0,04	-0,15	19,69%
GASTONE S.R.L.	107110	12,47%	16,92	-0,44	-0,91	18,52%
COOPERATIVA TERRITORIO AMBIENTE MONTANO ACQUACHETA RABBI - (C.T.A.) - SOCIETA' COOPERATIVA AGRICOLA	014000	22,77%	89,14	-0,30	-1,35	20,72%
AGRICOLA DUE VITTORIE SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	108400	16,61%	43,45	-0,23	-1,10	10,80%
PANIFICIO VILLA S.R.L.	107110	19,64%	89,94	-0,41	-0,59	24,63%
BIOMICRON - S.R.L.	462122	24,27%	8.662,88	-1,11	-1,23	22,35%
SOCIETA' AGRICOLA FERRUZZI S.R.L.	014600	38,81%	24,49	-0,01	-0,03	99,19%
CAFFE' POLI S.R.L.	108301	10,11%	29,27	-0,34	-1,53	11,07%
COOPERATIVA ORTOFRUTTICOLA VE.BA. SOCIETA' COOPERATIVA AGRICOLA IN SIGLA VE.BA. COOP.	016300	15,00%	188,25	-0,21	-3,13	11,66%
LABORATORI EMILIANI ALIMENTARI S.R.L.	108909	21,36%	657,55	-0,40	-1,56	13,42%
PROSCIUTTIFICIO S. GIACOMO SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA O IN FORMA ABBREVIATA PROSCIUTTIFICIO S. GIACOMO S.R.L.	101300	11,42%	3,34	-0,20	-0,15	42,16%
SPRINT DISTILLERY S.R.L.	110100	17,34%	12,98	-0,41	-0,79	19,49%
EFFEDUE S.R.L.	110700	14,76%	24,01	0,44	1,14	16,18%
CENTRO SELEZIONE SUINI S.R.L. SOCIETA' AGRICOLA	014600	23,42%	47,57	0,01	0,04	12,13%

IL CANALE S.R.L. SOCIETA' AGRICOLA	014600	28,88%	57,56	0,09	0,43	23,24%
I.G.W. S.R.L.	463320	19,47%	710,04	-0,41	-0,58	20,19%
NUTRIPAN SRL	108909	20,07%	44,77	-0,27	-0,75	21,93%
BELLUCCI SRL	101300	14,69%	139,08	0,70	0,90	26,97%
PARMACHEF - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	108509	10,95%	48,19	-0,12	-0,38	21,94%
UNIPASTA S.R.L.	107300	10,02%	30,16	-0,20	-0,55	11,39%
FORNO PASTICCERIA F.LLI CAMILLETTI S.R.L.	107110	16,08%	3.419,64	-0,82	-1,46	10,98%

Tabella 6: società potenzialmente idonee all'emissione di minibond secondo i criteri di analisi stabiliti.
Fonte: *Elaborazione propria su dati AIDA*

Un ulteriore elemento di analisi emerge dal confronto tra le 50 società individuate attraverso l'analisi appena descritta e le 18 società operanti nel settore agroalimentare dell'Emilia Romagna che, come riportato nel paragrafo 3.3, hanno effettivamente emesso minibond nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025. Dal confronto emerge che nessuna delle società individuate ha effettuato emissioni di minibond nel periodo compreso tra il 2013 e il 2025 e, viceversa, nessuna delle 18 società emittenti rientra, sulla base dei dati economico-finanziari utilizzati nell'analisi, tra le imprese che alla fine del 2024 rispettano congiuntamente tutte le soglie stabilite.

Tale risultato deve tuttavia essere interpretato considerando, in primo luogo, il differente orizzonte temporale delle due analisi. Le emissioni considerate si distribuiscono infatti nel periodo 2013-2025, mentre lo screening quantitativo si basa prevalentemente sui dati economico-finanziari relativi al triennio 2022-2024. Di conseguenza, le società che hanno emesso minibond negli anni precedenti potrebbero aver presentato, al momento dell'emissione, caratteristiche economiche, finanziarie e patrimoniali differenti rispetto a quelle rilevate nel periodo oggetto dell'analisi.

In secondo luogo, gli indicatori e i relativi valori soglia adottati non devono essere interpretati come requisiti necessari o sufficienti per l'effettiva emissione di un minibond, ma come benchmark utilizzati per individuare, all'interno della popolazione analizzata, società caratterizzate da un profilo economico-finanziario compatibile con quello di un potenziale emittente. A questo proposito, risulta interessante osservare che nessuna delle tre società che ha effettivamente emesso minibond in un periodo prossimo a quello di riferimento dell'analisi, ossia CAPA Cologna Soc. Coop. Agricola e Verpro S.r.l., che hanno effettuato un'emissione nel 2024, e Le Due Valli S.r.l., che ha emesso un minibond nel 2025, rientra tra le 50 società individuate attraverso l'applicazione congiunta dei criteri quantitativi. L'assenza di sovrapposizione tra i due gruppi non rappresenta pertanto una contraddizione rispetto ai risultati ottenuti, ma evidenzia la necessità di distinguere tra l'individuazione di potenziali emittenti sulla base dei criteri adottati e l'effettiva emissione dello strumento.[72]

[72] Fonte: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

4.1.5 La clusterizzazione delle società potenziali emittenti di minibond per comparto agroalimentare di appartenenza.

Raggiunto il risultato finale, quindi individuate le 50 società che, sulla base dell'analisi condotta, presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond, è possibile procedere alla classificazione di queste società per comparto agroalimentare, coerentemente con l'impostazione adottata nel paragrafo 3.3.1. Tale classificazione consente di esaminare la distribuzione delle società selezionate all'interno dei diversi comparti del sistema agroalimentare regionale e di verificare se esse sono concentrate in specifiche filiere oppure distribuite in maniera omogenea nei diversi comparti ottenuti.

Sulla base dei codici ATECO associati all'attività economica prevalente, le società individuate sono state suddivise in funzione del comparto o della filiera agroalimentare di appartenenza. Tale classificazione consente di ricondurre al medesimo raggruppamento le imprese operanti nelle diverse fasi della stessa filiera, comprendendo, ove presenti, le attività di produzione agricola, trasformazione industriale, distribuzione e commercializzazione dei prodotti agroalimentari di riferimento.

Comparto agroalimentare	**Società incluse**	**N. società**
Cereali, farine, pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari	Lesaffre Italia S.p.A.; Babbi S.r.l.; Valpizza S.p.A.; Gastronomia Piccinini – Sapori della Collina S.r.l.; Prodotti Rubicone S.r.l.; Canuti Tradizione Italiana S.r.l.; Il Panificio di Camillo S.r.l.; Gastone S.r.l.; Panificio Villa S.r.l.; Nutripan S.r.l.; Parmachef – Società a Responsabilità Limitata; Unipasta S.r.l.; Forno Pasticceria F.lli Camilletti S.r.l.; Laboratori Emiliani Alimentari S.r.l.	14
Carni, salumi e prodotti a base di carne	Salumificio Mec Palmieri S.p.A.; Capitelli F.lli S.r.l.; La Cervese di Mazzoni e Petrini S.r.l.; Spalanzani Salumi S.r.l.; Langhiranese Prosciutti S.r.l.; Società Agricola Ferruzzi S.r.l.; Prosciuttificio S. Giacomo Società a Responsabilità Limitata; Centro Selezione Suini S.r.l. Società Agricola; Il Canale S.r.l. Società Agricola; Bellucci S.r.l.	10
Altre attività agricole e zootecniche	Furia Seed S.r.l.; Società Agricola Fratelli Visentini di Attilio Visentini e C. S.r.l.; Premix – S.r.l.; Cora Seeds S.r.l.; Maraldi Sementi S.r.l.; Biomicron – S.r.l.; Cooperativa Territorio Ambiente Montano Acquacheta Rabbi – (C.T.A.) – Società Cooperativa Agricola; Società Agricola Il Sole a r.l.; A.L.I. S.r.l.	9
Ortofrutta e conserve	Steriltom Aseptic-System S.r.l. oppure Steriltom S.r.l.; Fabbri 1905 S.p.A.; ARPOR Società Cooperativa Agricola in breve ARPOR; APORA Società Cooperativa Agricola; Manuzzi S.r.l.; Morganti S.r.l.; Cooperativa Ortofrutticola VE.BA. Società Cooperativa Agricola in sigla VE.BA. Coop.	7
Oli, aceti e condimenti	Acetaia Giusti S.r.l.; Agricola Due Vittorie Società a Responsabilità Limitata; I.G.W. S.r.l.	3
Bevande	Culligan Italy S.r.l.; Sprint Distillery S.r.l.; Effedue S.r.l.	3
Uova e ovoprodotti	Manuzzi Import-Export – S.r.l.; E.P.S. S.p.A. Egg Powder Specialists oppure in forma abbreviata E.P.S. S.p.A.	2
Caffè e preparati per bevande	Caffè Poli S.r.l.; N.F. Food S.p.A.	2

Totale		**50**

Tabella 7 – Classificazione delle società potenzialmente emittenti per comparto agroalimentare.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA.*

Come emerge dalla Tabella 7, sulla base del criterio di classificazione precedentemente descritto, le 50 società individuate sono state suddivise in otto comparti agroalimentari. Sette di questi raggruppano imprese riconducibili a specifiche filiere di prodotto, mentre è stata introdotta un'ulteriore categoria, denominata "Altre attività agricole e zootecniche", nella quale sono state incluse le società la cui attività prevalente appartiene alla produzione agricola e zootecnica o risulta direttamente funzionale ad essa, ma non consente un'attribuzione univoca a una delle filiere individuate negli altri comparti. Rientrano in tale categoria, ad esempio, imprese operanti nella produzione e commercializzazione di sementi, nella produzione di mangimi e in altre attività agricole e zootecniche non riconducibili a una specifica filiera di prodotto.

Osservando la distribuzione delle 50 società individuate nei diversi comparti agroalimentari emerge una distribuzione non uniforme, presentando una forte concentrazione nel comparto della Pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari nella quale rientrano in totale 14 società, pari al 28% del totale. In aggiunta a questo comparto, rilevante è la presenza di società che rispettano congiuntamente i cinque criteri nel settore delle carni, salumi e prodotti a base di carne che comprende 10 società, corrispondenti al 20%. Considerati congiuntamente, i due comparti raccolgono 24 delle 50 società selezionate e rappresentano pertanto il 48% del campione finale.

Una presenza significativa si osserva anche nel comparto delle altre attività agricole e zootecniche, che comprende 9 società, pari al 18% del totale, e nel comparto ortofrutta e conserve, costituito da 7 società, corrispondenti al 14%. Nel complesso, i quattro comparti maggiormente rappresentati comprendono 40 delle 50 società individuate, pari all'80% del campione finale. La restante quota risulta invece distribuita tra uova e ovoprodotti, con 4 società (8%), oli, aceti e condimenti e bevande, entrambi con 3 società (6%), e caffè e preparati per bevande, con 2 società (4%).

La composizione del campione finale evidenzia quindi come le società che soddisfano congiuntamente i criteri quantitativi adottati siano presenti in una pluralità di comparti del sistema agroalimentare regionale, sebbene con una maggiore concentrazione in alcune filiere. In particolare, quasi la metà delle società selezionate appartiene ai primi due comparti, mentre considerando i primi quattro raggruppamenti la quota raggiunge l'80% del campione finale.

Confrontando la distribuzione settoriale delle 50 società individuate attraverso l'analisi con quella delle 18 società che hanno effettivamente emesso minibond dal 2013 al 2025 emergono alcune differenze nei comparti individuati. In particolare, tra le società risultanti dall'analisi figurano imprese appartenenti al comparto degli oli, aceti e condimenti e del Caffè e preparati per bevande che non risultavano rappresentati nel campione degli emittenti effettivi. Al contrario, tra le 50 società selezionate non figurano imprese appartenenti al comparto lattiero caseario. Tali divergenze devono essere interpretate alla luce della metodologia adottata. I criteri quantitativi e i relativi valori soglia sono stati infatti applicati in maniera uniforme all'intera popolazione analizzata, senza effettuare alcuna differenziazione in funzione del comparto di appartenenza. Tuttavia, le diverse filiere che compongono il perimetro del sistema agroalimentare considerato presentano caratteristiche economiche produttive e finanziarie differenti legate alla tipologia del prodotto offerto, alla struttura del processo produttivo e alle dinamiche dei rispettivi mercati. Di conseguenza, l'applicazione di

soglie uniformi può incidere in maniera differente sulla selezione delle imprese appartenenti ai diversi comparti.

Un caso particolarmente significativo, nell'ambito dell'analisi svolta, è rappresentato dal comparto lattiero-caseario che, come evidenziato nel paragrafo 3.1, assume un ruolo di particolare rilievo all'interno del sistema agroalimentare dell'Emilia-Romagna, sia per quanto riguarda la produzione di latte sia per la rilevanza della filiera del Parmigiano Reggiano. Sebbene nessuna società appartenente a tale comparto sia presente tra le 50 imprese selezionate al termine dello screening, ciò non implica che le imprese lattiero-casearie debbano essere considerate non idonee al ricorso ai minibond ma rende opportuno approfondire il modo in cui i criteri quantitativi adottati hanno inciso sulla selezione delle società appartenenti a questo comparto.[73]

A tal fine, è stato ripercorso il processo di selezione considerando separatamente l'effetto del criterio relativo alla crescita dei ricavi. Escludendo temporaneamente il requisito del CAGR del fatturato nel periodo 2022-2024 superiore al 10% e considerando congiuntamente solamente gli altri quattro criteri quantitativi, emergono infatti quattro società appartenenti al comparto lattiero-caseario che rispettano tutte le relative soglie. Le società individuate sono riportate nella Tabella 8 insieme ai relativi valori degli indicatori economico-finanziari.

Ragione sociale	**Codice fiscale**	**ATECO 2007 codice**	**EBITDA/ricavi dalle vendite medio ultimi 3 anni > 10%**	**ebit/tot oneri finanziari**	**PFN /PN**	**PFN/EBITDA**	**CAGR 2022-2024**
LATTEGRA - INDUSTRIA CASEARIA S.P.A.	00111330338	105120	15,68%	41	-0,17	-1,13	6,37%
INDUSTRIA CASEARIA VILLA S.R.L.	00182300335	105120	14,12%	53	-0,18	-1,13	7,70%
CASEIFICIO CARINI S.R.L.	02055580340	105120	15,41%	16	0,17	1,30	3,63%
CASEIFICIO MAMBELLI S.R.L.	01088260409	105120	11,04%	28	0,40	1,97	9,51%

Tabella 8: Indicatori economico-finanziari delle società del comparto lattiero-caseario che rispettano congiuntamente i primi quattro criteri quantitativi.
Fonte*: elaborazione propria su dati AIDA.*

Come emerge dalla Tabella 8, tutte e quattro le società rispettano le soglie previste per l'EBITDA margin medio, l'EBIT Interest Coverage, il rapporto PFN/Patrimonio netto e il rapporto PFN/EBITDA. L'applicazione del criterio relativo alla crescita dei ricavi ha successivamente

[73] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna, ART-ER, 2025, Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024, Regione Emilia-Romagna.; Iotti M., Ferri G., Manghi E., Calugi A., Bonazzi G., 2024, Sustainability assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range, Sustainability, 16(20), 9093.

determinato l'esclusione di tutte e quattro le società dal risultato finale, poiché i rispettivi tassi di crescita dei ricavi nel periodo 2022-2024, pari al 6,37%, 7,70%, 3,63% e 9,51%**,** risultano inferiori alla soglia del 10%. È quindi possibile osservare che, per questo specifico gruppo di imprese, l'assenza del comparto lattiero-caseario dal campione finale è riconducibile esclusivamente al mancato superamento della soglia relativa alla crescita dei ricavi, che ha pertanto esercitato una capacità selettiva particolarmente elevata.[74]

L'evidenza riscontrata per il comparto lattiero-caseario rende opportuno estendere l'approfondimento alle società appartenenti agli altri comparti, al fine di verificare se l'applicazione della medesima soglia relativa alla crescita dei ricavi abbia prodotto effetti differenti in funzione della filiera di appartenenza. A tale scopo, è stato considerato l'insieme delle 145 società che rispettavano congiuntamente gli altri quattro criteri quantitativi prima dell'applicazione della soglia relativa al CAGR dei ricavi. Tali società sono state classificate in funzione del comparto agroalimentare di appartenenza, adottando il medesimo criterio utilizzato per la classificazione del campione finale, e per ciascun comparto è stata successivamente verificata la quota di imprese che presenta un CAGR del fatturato nel periodo 2022-2024 superiore al 10%. Il confronto consente quindi di osservare in quale misura l'applicazione dell'ultimo criterio abbia inciso sulla numerosità delle società appartenenti ai diversi comparti.

Comparto agroalimentare	**Società dopo i primi 4 criteri**	**Società con CAGR >10%**	**Società escluse**	**Tasso di superamento CAGR**
Cereali, farine, pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari	34	14	20	41,20%
Carni, salumi e prodotti a base di carne	30	10	20	33,30%
Altre attività agricole e zootecniche	29	9	20	31,00%
Ortofrutta e conserve	15	7	8	46,70%
Oli, aceti e condimenti	9	3	6	33,30%
Bevande	7	3	4	42,90%
Altri prodotti e attività agroalimentari	6	0	6	0,00%
Uova e ovoprodotti	4	2	2	50,00%
Lattiero-caseario	4	0	4	0,00%
Vitivinicolo	4	0	4	0,00%
Caffè e preparati per bevande	3	2	1	66,70%

[74] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato

Totale	145	50	95	34,50%

Tabella 9: Effetto dell'applicazione del criterio relativo al CAGR dei ricavi sulla selezione delle società per comparto agroalimentare
Fonte*: elaborazione propria su dati AIDA.*

Complessivamente, delle 145 società che rispettavano congiuntamente gli altri quattro criteri quantitativi, 50 hanno superato anche la soglia relativa al CAGR del fatturato, pari al 34,5% del totale, mentre le restanti 95 società, corrispondenti al 65,5%, sono state escluse a seguito dell'applicazione dell'ultimo criterio. I risultati riportati nella Tabella 9 evidenziano come l'applicazione della medesima soglia relativa alla crescita dei ricavi abbia inciso in misura differente sulle società appartenenti ai diversi comparti considerati. In particolare, la quota più elevata di società che supera la soglia si registra nel comparto Caffè e preparati per bevande, con il 66,7%, seguito da Uova e ovoprodotti, con il 50,0%, Ortofrutta e conserve, con il 46,7%, e Bevande, con il 42,9%. Una quota significativa di società supera inoltre il requisito nel comparto Cereali, farine, pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari, nel quale il tasso di superamento risulta pari al 41,2%. Valori inferiori si osservano nei comparti Carni, salumi e prodotti a base di carne e Oli, aceti e condimenti, entrambi con il 33,3%, e nelle Altre attività agricole e zootecniche, con il 31,0%. Nei comparti lattiero-caseario e vitivinicolo, invece, nessuna delle imprese che aveva soddisfatto congiuntamente gli altri quattro criteri presenta un CAGR superiore al 10%, determinandone la completa esclusione dal campione finale. Tuttavia i differenti tassi di superamento devono essere interpretati anche alla luce della diversa numerosità dei comparti considerati, poiché i valori percentuali registrati più elevati si riferiscono tendenzialmente ai gruppi costituiti da un numero limitato di società.[75]

Nel complesso, l'approfondimento però evidenzia come l'applicazione uniforme dei medesimi valori soglia, pur garantendo omogeneità e comparabilità al processo di selezione, possa esercitare una capacità selettiva differente tra imprese appartenenti a comparti agroalimentari caratterizzati da diverse strutture produttive e dinamiche di sviluppo. In particolare, l'analisi del criterio relativo alla crescita dei ricavi mostra come la soglia del 10% possa risultare particolarmente restrittiva per alcune filiere, come quella lattiero-casearia, rispetto ad altre nelle quali una quota significativamente maggiore di imprese riesce a soddisfare il medesimo requisito. Tale evidenza suggerisce pertanto che, nell'interpretazione degli esiti dello screening, sia opportuno considerare anche le specificità economiche, produttive e finanziarie delle diverse filiere agroalimentari, poiché l'applicazione uniforme dei medesimi parametri può incidere in maniera differente su comparti caratterizzati da strutture e dinamiche di sviluppo eterogenee.

Alla luce dei risultati ottenuti, l'applicazione al settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna dei parametri quantitativi definiti da Cerved, assunti nella presente analisi come benchmark, ha consentito di individuare, con riferimento all'orizzonte temporale 2022-2024, 50 società che presentano congiuntamente caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond. Il risultato evidenzia pertanto la presenza, all'interno del settore

[75] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato.

agroalimentare regionale, di un insieme di imprese che, pur non avendo precedentemente fatto ricorso a tale strumento, soddisfano congiuntamente i criteri quantitativi considerati nell'analisi.

Nell'interpretazione di tale risultato occorre tuttavia considerare le caratteristiche dei parametri utilizzati per condurre lo screening. I valori soglia assunti come riferimento sono infatti quelli definiti da Cerved per l'individuazione delle società potenzialmente emittenti sul territorio nazionale e non risultano specificamente calibrati sulle caratteristiche del settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna o dei singoli comparti che lo compongono. Infatti, anche alla luce delle differenze emerse dall'approfondimento settoriale, l'utilizzo dei medesimi indicatori associati a valori soglia specificamente calibrati sulle caratteristiche del settore agroalimentare regionale o delle singole filiere avrebbe pertanto potuto condurre a risultati differenti, sia in termini di numerosità sia di composizione del bacino delle società potenzialmente emittenti. Le 50 società individuate devono quindi essere interpretate come il risultato dell'applicazione al perimetro settoriale e territoriale considerato dei parametri Cerved assunti come benchmark, e non come una quantificazione assoluta delle imprese che potrebbero accedere al mercato dei minibond.

Nel complesso, i risultati ottenuti consentono quindi di raggiungere l'obiettivo posto alla base della ricerca, individuando, all'interno del settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna, un insieme di società che, sulla base dei parametri quantitativi assunti come benchmark, presentano caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente di minibond. I criteri applicati non consentono di prevedere quali imprese ricorreranno effettivamente allo strumento, né l'individuazione delle 50 società implica che queste realizzeranno in futuro un'emissione. Lo screening consente piuttosto di circoscrivere un bacino di imprese che presentano congiuntamente determinate condizioni di crescita, redditività, capacità di servizio del debito ed equilibrio finanziario coerenti con il profilo considerato. L'effettiva decisione di ricorrere ai minibond rimane infatti subordinata alle esigenze finanziarie della singola impresa, alla convenienza dello strumento rispetto alle fonti alternative disponibili e agli ulteriori elementi che intervengono nella scelta e nella strutturazione dell'operazione.[76]

4.2 Il magazzino come garanzia a supporto del finanziamento mediante minibond.

All'interno del sistema agroalimentare dell'Emilia-Romagna assumono particolare rilievo alcune filiere caratterizzate da cicli produttivi lunghi, nelle quali il passaggio dalla materia prima al prodotto finito richiede tempi di trasformazione e stagionatura particolarmente elevati. Tale caratteristica riguarda soprattutto il settore della produzione di prosciutto crudo e salumi e delle forme di Parmigiano Reggiano con particolare rilevanza nelle produzioni a denominazione di origine tra cui il

[76] Fonti: Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna, ART-ER, 2025, Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024, Regione Emilia-Romagna.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.

Parmigiano Reggiano DOP e il Prosciutto di Parma DOP, che rappresentano due delle principali eccellenze agroalimentari regionali e nazionali.

La specificità di queste produzioni deriva non solo dal loro legame con il territorio, ma anche dalla presenza di disciplinari produttivi che impongono vincoli e specifici requisiti di filiera tecnici, geografici e temporali, i quali sono stabiliti dai consorzi, a tutela del marchio, per ottenere la certificazione del prodotto. Il consorzio del parmigiano reggiano DOP stabilisce infatti una durata della stagionatura minima di dodici mesi mentre quello del prosciutto di parma DOP prevede un periodo minimo di stagionatura pari a quattordici mesi. Tali condizioni costituiscono un elemento essenziale del processo produttivo e rappresentano una componente distintiva della qualità e della reputazione del prodotto finale.

La lunga durata del processo di stagionatura produce rilevanti implicazioni sotto il profilo economico-finanziario, in quanto, durante tutto il periodo di stagionatura, il prodotto rimane immobilizzato in magazzino in attesa del completamento del processo produttivo e della successiva immissione sul mercato. Ciò, genera di conseguenza un elevato livello di rimanenze di magazzino che come evidenziato nel paragrafo 1.1.2, che assume quindi un ruolo centrale nella determinazione del capitale circolante netto operativo, il quale rappresenta una delle principali determinanti del fabbisogno finanziario dell'impresa e come tale richiede di essere finanziato.

Nelle imprese caratterizzate da una lunga stagionatura, tale fabbisogno non ha natura meramente temporanea, poiché data la normale ciclicità del processo produttivo la presenza di magazzino è continua e ricorrente per assicurare la continuità dell'attività e delle vendite future. In questa prospettiva, dunque, il magazzino di queste imprese non costituisce una semplice scorta di breve periodo, bensì una componente strutturale dell'attivo, strettamente collegata alla natura stessa del processo produttivo. Sotto questo profilo, pur essendo contabilmente classificate nell'attivo circolante, esse assumono caratteristiche simili a quelle di un investimento durevole, poiché il loro ciclo di conversione in liquidità può superare i dodici mesi o comunque presentare tempi significativamente più lunghi rispetto ad altri settori.

Di conseguenza, il principio di correlazione tra impieghi e fonti di finanziamento suggerisce che tale fabbisogno non sia finanziato esclusivamente con passività di breve periodo, ma anche con fonti più stabili e coerenti con la durata effettiva del ciclo produttivo. Il ricorso a fonti di medio-lungo termine può quindi risultare maggiormente coerente con la natura dell'impiego finanziato, soprattutto quando il valore del magazzino presenta carattere strutturale e ricorrente.[77]

Al fabbisogno finanziario generato dalla formazione e dal mantenimento delle rimanenze può aggiungersi quello derivante dalla realizzazione di investimenti strategici finalizzati alla crescita dell'impresa, quali l'ampliamento della capacità produttiva, il miglioramento degli impianti,

[77] Fonti: Iotti M., Bonazzi G., 2023, Financial sustainability in agri-food companies: The case of members of the PDO Parma Ham Consortium, Sustainability, 15(5), 3947.; Iotti M., Ferri G., Manghi E., Calugi A., Bonazzi G., 2024, Sustainability assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range, Sustainability, 16(20), 9093.;
Legge 24 luglio 1985, n. 401, Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata.;
Legge 27 marzo 2001, n. 122, art. 7.

l'innovazione tecnologica, l'internazionalizzazione e il rafforzamento della presenza commerciale. In tali circostanze, l'impresa può ricorrere a fonti di finanziamento esterne e, nell'ambito delle relative operazioni, le rimanenze di magazzino possono assumere un ruolo rilevante anche come garanzia a supporto dell'indebitamento. La possibilità di utilizzare il magazzino, o più in generale beni mobili destinati all'esercizio dell'attività d'impresa, come garanzia non è una prerogativa esclusiva del settore agroalimentare. Tuttavia, essa assume particolare rilevanza nei comparti caratterizzati da lunghi processi di maturazione o stagionatura. In tali contesti, infatti, i prodotti presenti in magazzino possiedono spesso caratteristiche che ne favoriscono la valorizzazione a fini di garanzia poiché essi risultano identificabili e tracciabili, sono frequentemente soggetti a sistemi di certificazione e controllo, dispongono di un mercato di riferimento riconosciuto e, in alcuni casi, possono mantenere o addirittura accrescere il proprio valore nel corso del processo produttivo. Proprio in ragione di tali peculiarità, il legislatore ha progressivamente introdotto specifiche discipline volte a favorire la valorizzazione finanziaria di tali beni.

Un primo riferimento normativo specifico è rappresentato dalla Legge 24 luglio 1985, n. 401**,** relativa alla costituzione del pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata. Tale disciplina consente agli operatori qualificati come produttori di costituire pegno sui prosciutti mediante l'apposizione di uno speciale contrassegno indelebile e la contestuale annotazione su appositi registri, permettendo così di utilizzare il prodotto in lavorazione come garanzia del finanziamento, pur rimanendo inserito nel normale ciclo produttivo dell'impresa. Successivamente, una disciplina analoga è stata estesa anche ai prodotti lattiero-caseari a denominazione di origine e a lunga stagionatura. In particolare, l'art. 7 della Legge 27 marzo 2001, n. 122 ha previsto la possibilità di costituire pegno su tali prodotti secondo modalità assimilabili a quelle già previste per i prosciutti a denominazione di origine.

Il quadro normativo generale è stato poi ulteriormente ampliato. L'art. 1 del Decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59, convertito con modificazioni dalla Legge 30 giugno 2016, n. 119**,** ha introdotto nell'ordinamento italiano il pegno mobiliare non possessorio, consentendo agli imprenditori iscritti nel registro delle imprese di costituire garanzie su beni mobili destinati all'esercizio dell'attività senza doversene spossessare. Nel medesimo contesto di rafforzamento degli strumenti di garanzia sui beni mobili, il Decreto ministeriale 26 luglio 2016 ha disciplinato in modo specifico il pegno rotativo sui prodotti lattiero-caseari di lunga stagionatura. Questo meccanismo consente all'impresa di costituire una garanzia sui prodotti presenti in magazzino, come le forme di formaggio in stagionatura, senza doversene privare materialmente. L'elemento caratterizzante del pegno rotativo consiste nella possibilità di sostituire nel tempo i beni oggetto di garanzia con altri beni della stessa natura e di valore equivalente, senza che a seguito della vendita di un prodotto in pegno sia necessario dover costituire ogni volta un nuovo pegno.

Successivamente, con il Decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, convertito nella Legge 24 aprile 2020, n. 27, la disciplina del pegno rotativo è stata estesa anche ad altri prodotti agricoli e alimentari DOP e IGP, includendo prodotti vitivinicoli e altre bevande. La logica sottostante è quella di consentire alle imprese di ottenere risorse finanziarie senza interrompere il ciclo produttivo e senza privarsi materialmente dei beni, i quali possono rimanere nei magazzini aziendali e proseguire il processo di maturazione.

Il tema del magazzino come garanzia non riguarda soltanto il credito bancario, ma assume rilievo anche nell'ambito delle emissioni di mini-bond. Il legislatore attraverso il Decreto Destinazione Italia, è intervenuto sull'art. 46 del Testo Unico Bancario, prevedendo che il privilegio speciale su beni

mobili destinati all'esercizio dell'impresa possa essere costituito non solo a garanzia di finanziamenti bancari, ma anche a garanzia di obbligazioni e titoli similari riservati a investitori qualificati. In questo quadro, la presenza di garanzie reali o privilegi speciali su beni aziendali può contribuire a ridurre il rischio percepito dagli investitori e a rendere l'operazione più sostenibile.

Un caso particolarmente rilevante riguarda il Caseificio 4 Madonne, cooperativa modenese attiva nella produzione di Parmigiano Reggiano, la quale, nel 2016, ha emesso un mini-bond da 6 milioni di euro garantito da forme di Parmigiano Reggiano, risultando essere la prima emittente di minibond garantito da forme di Parmigiano Reggiano. L'operazione risulta significativa non perché l'utilizzo di prodotti agroalimentari come garanzia fosse del tutto nuovo, essendo già utilizzato in precedenza in alcune operazioni bancarie, ma perché trasferisce tale logica nell'ambito del mercato obbligazionario e della finanza alternativa. Il caso 4 Madonne consente quindi di cogliere il legame tra le caratteristiche produttive delle filiere agroalimentari emiliano-romagnole e l'evoluzione degli strumenti finanziari a disposizione delle imprese. In tal modo, il mini-bond garantito da prodotti in magazzino costituisce un esempio di strumento finanziario coerente con la specificità del settore, in quanto consente di diversificare le fonti di finanziamento, ridurre la dipendenza dal credito bancario e valorizzare economicamente beni certificati, tracciabili e destinati alla vendita solo al termine del processo di maturazione.[78]

4.3 L'Indice di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante rimanenze (ICDF)

4.3.1 Introduzione e costruzione dell'ICDF

Attraverso l'applicazione congiunta dei parametri e dei criteri definiti dal Cerved è stato possibile individuare le società del settore agroalimentare dell'Emilia Romagna che presentano caratteristiche economiche e finanziarie tali da essere qualificate come potenziali emittenti di minibond. Come emerso dall'analisi precedentemente condotta, nessuna delle società selezionate ha già fatto ricorso in passato a tale strumento di finanziamento; un'eventuale emissione rappresenterebbe pertanto, per ciascuna di esse, il primo accesso al mercato dei minibond e, conseguentemente, l'instaurazione di un primo rapporto con i potenziali investitori e sottoscrittori dei titoli.

---

[78] Fonti: Legge 24 luglio 1985, n. 401, Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata.; Legge 27 marzo 2001, n. 122, art. 7.;
Decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59, convertito, con modificazioni, dalla Legge 30 giugno 2016, n. 119.;
Decreto del Ministro delle politiche agricole alimentari e forestali, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico, 26 luglio 2016, Costituzione del pegno rotativo su prodotti lattiero-caseari di lunga stagionatura.;
Decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla Legge 24 aprile 2020, n. 27, art. 78, commi 2-duodecies, 2-terdecies e 2-quaterdecies.;
Decreto del Ministro delle politiche agricole alimentari e forestali 23 luglio 2020, Costituzione del pegno rotativo sui prodotti agricoli e alimentari a denominazione d'origine protetta o a indicazione geografica protetta, inclusi i prodotti vitivinicoli e le bevande spiritose.;
Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB), art. 46.;
4 Madonne Caseificio dell'Emilia, 2021, Minibond Short Term 4 Madonne: Documento di ammissione.; BeBeez, 2016, Il parmigiano di 4 Madonne Caseificio quota 6 milioni di euro di minibond, 2 febbraio 2016.;
Il Sole 24 Ore, 2016, Arriva il primo minibond garantito da forme di Parmigiano Reggiano, 3 febbraio 2016.

In assenza di una precedente esperienza dell'impresa sul mercato dei minibond, nell'ambito della strutturazione dell'operazione possono assumere particolare rilevanza gli strumenti finalizzati a mitigare il rischio sostenuto dagli investitori e, conseguentemente, ad accrescere l'attrattività dell'emissione. Tra questi rientra la possibilità di prevedere forme di garanzia a supporto del debito, anche attraverso l'utilizzo di specifici asset aziendali come collaterale. La disponibilità di attività potenzialmente utilizzabili a supporto dell'indebitamento può quindi rappresentare un ulteriore elemento oggetto di valutazione da parte degli investitori nella decisione di sottoscrivere i titoli emessi.

Come approfondito nel paragrafo 4.2, nel settore agroalimentare le rimanenze di magazzino possono assumere particolare rilevanza in considerazione delle caratteristiche dei prodotti e dei relativi processi produttivi e al ricorrere delle necessarie condizioni, possono inoltre essere utilizzate nell'ambito delle garanzie poste a supporto dell'indebitamento, attribuendo così al magazzino una potenziale funzione ulteriore rispetto a quella svolta nell'ambito del ciclo produttivo.

Tale possibilità trova riscontro anche nell'esame delle società che hanno effettivamente fatto ricorso ai minibond. Dall'analisi delle note integrative relative all'anno della prima emissione per ciascuna delle diciotto società individuate emerge infatti che, in sette casi, beni riconducibili al magazzino aziendale sono stati utilizzati nell'ambito delle garanzie poste a supporto dell'emissione. Le società interessate sono Gi.Vi. S.p.A., Italian Top Food S.p.A., Salis04 S.r.l., Verpro S.r.l., OR.V.A. S.r.l., Valprosciutti S.p.A. e 4 Madonne Caseificio dell'Emilia. Particolare interesse assume la circostanza che cinque di queste società appartengano al comparto delle carni e dei prodotti a base di carne, mentre 4 Madonne Caseificio dell'Emilia opera nel comparto lattiero-caseario. Tale evidenza si inserisce coerentemente nel quadro delineato nel paragrafo 4.2, nel quale sono state approfondite le forme di garanzia applicabili a determinate tipologie di prodotti agroalimentari e la particolare rilevanza che queste possono assumere nei comparti caratterizzati da processi di stagionatura o maturazione. L'esame della prima emissione delle società effettivamente emittenti consente quindi di osservare, pur in presenza di imprese e operazioni differenti, il ruolo concretamente assunto dalle rimanenze nell'ambito delle garanzie in occasione del primo accesso ai minibond. I riscontri emersi forniscono pertanto un'evidenza empirica della possibilità, già esaminata sotto il profilo economico e normativo, che determinate rimanenze possano assumere, al ricorrere delle necessarie condizioni, una funzione di supporto all'indebitamento.[79]

Nonostante la rilevanza che le rimanenze possono assumere sotto tale profilo, riscontrata anche in alcune delle prime emissioni effettivamente realizzate dalle società appartenenti al campione, tra i parametri definiti dal Cerved e applicati nella presente analisi per l'individuazione delle società potenzialmente emittenti non rientra alcun indicatore specifico riferito al magazzino. infatti, i criteri

[79] Fonti: Iotti M., Bonazzi G., 2023, Financial sustainability in agri-food companies: The case of members of the PDO Parma Ham Consortium, Sustainability, 15(5), 3947.; Iotti M., Ferri G., Manghi E., Calugi A., Bonazzi G., 2024, Sustainability assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range, Sustainability, 16(20), 9093.;
AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane;
Cerved Rating Agency, 2024, Il potenziale del mercato minibond italiano 2024, aprile 2024, documento riservato;
Mediocredito Centrale, 2025, MCC e Finlombarda, fino a 75 milioni per finanziare le PMI della filiera agroalimentare regionale – Agrifood Basket Bond.

precedentemente applicati nell'analisi considerano differenti dimensioni economiche e finanziarie dell'impresa, tra cui la marginalità, la capacità di sostenere gli oneri finanziari, il livello di indebitamento e la crescita dei ricavi, senza tuttavia introdurre una misura specificamente volta a valutare la consistenza delle rimanenze rispetto all'esposizione finanziaria dell'impresa. Analogamente lo stesso esito è stato ottenuto esaminando la documentazione relativa all'Agrifood Basket Bond promosso da Finlombardia, utilizzata come riferimento per la delimitazione del perimetro settoriale e l'individuazione delle attività economiche riconducibili al comparto agroalimentare, nel quale non sono emersi parametri quantitativi specificamente riferiti al magazzino.

Alla luce delle caratteristiche delle rimanenze nel settore agroalimentare e del ruolo che queste possono assumere, al ricorrere delle necessarie condizioni, nell'ambito delle garanzie a supporto dell'indebitamento, si è pertanto ritenuto opportuno integrare l'analisi condotta, applicando alle società individuate che rispettano congiuntamente i parametri stabiliti da Cerved un ulteriore indicatore specificamente riferito alle rimanenze di magazzino. Tale indicatore pone in relazione il valore delle rimanenze con l'ammontare complessivo dell'indebitamento finanziario dell'impresa, consentendo di valutare il grado di copertura potenziale dei debiti finanziari esistenti mediante il magazzino in una situazione antecedente all'eventuale prima emissione di minibond**.** La sua applicazione permette inoltre di individuare l'eventuale presenza di un'eccedenza del valore delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario, la quale, al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, potrebbe rappresentare un margine patrimoniale potenzialmente utilizzabile a supporto di nuovo debito derivante da un'eventuale emissione di minibond, assumendo, in via prudenziale, che una quota delle rimanenze di valore corrispondente all'ammontare dei debiti finanziari esistenti sia destinata alla loro potenziale copertura.

A tal fine viene introdotto l'Indice di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante rimanenze (ICDF), attraverso il quale viene determinato il grado di copertura potenziale dell'indebitamento finanziario esistente mediante le scorte di magazzino. L'indicatore è definito come il rapporto tra il valore delle rimanenze di magazzino e l'ammontare complessivo dei debiti finanziari dell'impresa, comprensivo dei debiti finanziari esigibili entro l'esercizio successivo e di quelli esigibili oltre l'esercizio successivo.

$$ICDF = \frac{totale\ Rimanenze\ di\ magazzino}{totale\ debiti\ finanziari}$$

L'interpretazione dell'ICDF varia in funzione del valore assunto dall'indicatore rispetto all'unità. Un valore inferiore a uno ($ICDF < 1$) indica che il valore contabile delle rimanenze di magazzino è inferiore all'ammontare dei debiti finanziari dell'impresa e che, pertanto, il magazzino presenta un grado di copertura potenziale solo parziale dell'indebitamento finanziario. Un valore pari a uno ($ICDF = 1$) evidenzia invece una corrispondenza tra il valore delle rimanenze e l'ammontare dei debiti finanziari, indicando una copertura contabile potenziale pari al 100%. Infine, un valore superiore a uno ($ICDF > 1$) indica che il valore delle rimanenze di magazzino eccede l'ammontare dei debiti finanziari. In tale circostanza, le rimanenze, oltre a risultare potenzialmente sufficienti a coprire integralmente l'indebitamento finanziario esistente, presentano un'eccedenza rispetto a quest'ultimo che, al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, può segnalare la presenza di un ulteriore margine patrimoniale potenzialmente utilizzabile a supporto di nuovo indebitamento, che in questo contesto potrebbe derivare da un'eventuale emissione di minibond,

assumendo, in via prudenziale, che una quota delle rimanenze di valore corrispondente all'ammontare dei debiti finanziari esistenti sia già destinata alla loro potenziale copertura.

È tuttavia opportuno precisare che l'ICDF esprime una misura di copertura di natura contabile e potenziale e non implica che l'intero valore delle rimanenze possa essere effettivamente costituito in garanzia, né che le stesse siano integralmente realizzabili al valore iscritto in bilancio. L'effettiva possibilità di utilizzare il magazzino quale collaterale dipende infatti dalle caratteristiche delle rimanenze e dalle condizioni giuridiche e contrattuali dell'eventuale operazione.

A differenza degli indicatori definiti da Cerved, i cui valori soglia sono stati utilizzati come benchmark per l'individuazione delle società potenzialmente emittenti, per l'ICDF, trattandosi di un indicatore specificamente introdotto nell'ambito della presente analisi e per il quale non è disponibile una specifica soglia di riferimento, si è scelto di non definire autonomamente una soglia benchmark empirica sulla base dei valori assunti dall'indicatore nelle società che hanno effettivamente fatto ricorso ai minibond. Tale scelta deriva principalmente dalla ridotta numerosità del campione degli emittenti effettivi, composto da 18 società, che non consente di attribuire alla media o alla mediana dell'indicatore osservate in tale gruppo una rappresentatività sufficiente per assumerle come valori soglia generalizzabili alle società potenzialmente emittenti. L'adozione di uno di tali valori come benchmark avrebbe infatti comportato l'attribuzione di una funzione selettiva a una misura ricavata da un campione circoscritto ed eterogeneo per comparto di appartenenza e caratteristiche delle singole operazioni. Per tale ragione, diversamente da quanto effettuato con gli indicatori individuati da Cerved, l'ICDF non è stato utilizzato come ulteriore criterio di selezione delle società potenzialmente emittenti, ma come indicatore descrittivo e di approfondimento, volto a osservare la consistenza delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario in una situazione antecedente all'eventuale emissione di minibond.

L'indicatore è stato successivamente calcolato anche per le società che hanno effettivamente fatto ricorso ai minibond, non al fine di ricavarne una soglia di riferimento, ma per disporre di un termine di confronto empirico. In particolare, per tali società si è cercato, per quanto consentito dalla disponibilità dei dati, di ricostruire il valore dell'ICDF in una situazione antecedente alla prima emissione, così da osservare il rapporto tra rimanenze e indebitamento finanziario prima dell'effettivo ricorso allo strumento e confrontare le evidenze emerse con quelle derivanti dall'applicazione dell'indicatore alle società potenzialmente emittenti.

4.3.1 Metodologia di applicazione dell'ICDF alle società potenzialmente emittenti

Una volta definito l'indicatore, si è proceduto al suo calcolo e alla sua applicazione alle 50 società individuate come potenziali emittenti di minibond, ossia alle imprese che hanno rispettato congiuntamente i valori soglia relativi agli indicatori stabiliti da Cerved. Coerentemente con la metodologia adottata nella precedente analisi, la valutazione dell'ICDF non è stata limitata al solo esercizio 2024, assunto come anno di riferimento in ragione dell'ampia disponibilità dei relativi bilanci, ma è stata estesa all'intero triennio 2022-2024, determinando per ciascuna società un valore medio dell'indicatore.

Per procedere alla determinazione dell'ICDF medio, mantenendo come riferimento il medesimo orizzonte temporale utilizzato nell'analisi dei potenziali emittenti, sono state estratte dalla banca dati AIDA, per ciascuna società, le voci di bilancio relative agli esercizi 2022, 2023 e 2024 necessarie al calcolo dell'indicatore. In particolare, al numeratore è stato considerato il valore complessivo delle rimanenze di magazzino, mentre il denominatore è stato costruito considerando esclusivamente le passività aventi natura finanziaria. Nello specifico, sono state incluse le voci relative ai debiti per obbligazioni, ai debiti per obbligazioni convertibili, ai debiti verso soci per finanziamenti, ai debiti verso banche e ai debiti verso altri finanziatori, considerando per ciascuna di esse sia la componente esigibile entro l'esercizio successivo sia quella esigibile oltre tale termine. La somma di tali componenti è stata quindi assunta come ammontare complessivo dei debiti finanziari dell'impresa.[80]

Non è stato invece utilizzato il valore complessivo dei debiti risultante dal bilancio, poiché tale aggregato comprende, oltre alle passività di natura finanziaria, anche passività derivanti dalla gestione operativa dell'impresa, quali i debiti verso fornitori, i debiti tributari e quelli verso istituti di previdenza. La classificazione delle passività in funzione della loro esigibilità entro o oltre l'esercizio successivo non coincide, infatti, con la loro natura finanziaria. La costruzione del denominatore attraverso le sole voci sopra individuate consente pertanto di circoscrivere l'aggregato ai debiti aventi natura finanziaria, includendo sia la componente esigibile entro l'esercizio successivo sia quella esigibile oltre tale termine.

Una volta determinate tutte le grandezze necessarie, è stato calcolato l'indicatore per ciascuno dei tre esercizi considerati, ponendo in rapporto, per il medesimo anno, il valore delle rimanenze di magazzino e l'ammontare dei debiti finanziari ricostruito. Coerentemente con la metodologia già adottata nell'analisi dei potenziali emittenti, dai valori annuali così ottenuti è stato determinato per ciascuna società l'ICDF medio relativo al triennio 2022-2024.

$$ICDF\ medio\ degli\ ultimi\ 3\ anni\ = \frac{ICDF2022 + ICDF2023 + ICDF2024}{3}$$

L'indicatore appena rappresentato costituisce la media dei valori degli indicatori calcolati nei tre esercizi considerati e esprime pertanto una misura del grado medio di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante le rimanenze. L'utilizzo di un valore medio consente di non fondare la valutazione esclusivamente su una fotografia della consistenza delle rimanenze e dell'ammontare dei debiti finanziari relativi alla chiusura dell'ultimo esercizio preso in considerazione, i cui valori potrebbero risentire di variazioni temporanee, ma permette invece di rappresentare in maniera più stabile il rapporto tra le due grandezze nel periodo analizzato.

L'interpretazione dell'ICDF medio rimane basata sulla soglia dell'unità precedentemente descritta, con la differenza che il valore ottenuto deve essere riferito all'intero triennio considerato e non a un singolo esercizio. Pertanto, un ICDF medio inferiore a 1 indica che, nel periodo 2022-2024, il rapporto tra rimanenze e debiti finanziari è risultato mediamente inferiore all'unità; un valore pari a 1 indica una copertura potenziale media pari al 100%; mentre un valore superiore a 1 evidenzia che

[80] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane

il rapporto tra le due grandezze è risultato mediamente superiore all'unità. Ciò non implica, tuttavia, che la medesima condizione si sia necessariamente verificata in ciascuno dei tre esercizi considerati.

4.3.2 Risultati dell'applicazione dell'ICDF alle società potenzialmente emittenti

Elaborando i dati raccolti e calcolando l'indicatore per le 50 società individuate come potenziali emittenti, è emerso che per 8 società l'ICDF medio triennale risulta matematicamente non determinabile, in quanto l'ammontare dei debiti finanziari, determinato sulla base delle voci precedentemente individuate, risulta pari a zero in almeno uno dei tre esercizi considerati. Infatti, in presenza di un valore positivo delle rimanenze di magazzino e di un ammontare dei debiti finanziari pari a zero, l'ICDF relativo all'esercizio interessato non risulta matematicamente definito e, conseguentemente, non è possibile determinare per tali società l'ICDF medio triennale secondo la metodologia precedentemente illustrata**.** Per le restanti 42 società, invece, la presenza di un ammontare positivo dei debiti finanziari in ciascuno dei tre esercizi ha consentito di determinare regolarmente l'ICDF medio relativo al triennio 2022-2024.

Gli 8 casi per i quali almeno uno degli ICDF annuali risulta non determinabile sono stati pertanto trattati separatamente rispetto alle società per le quali è stato possibile calcolare l'ICDF medio triennale e pertanto non sono stati inclusi nel calcolo delle relative statistiche descrittive, quali media e mediana, non essendo disponibile per essi un valore numerico dell'indicatore. L'indeterminatezza matematica dell'ICDF non deve infatti essere interpretata come espressione di un basso grado di copertura potenziale dell'indebitamento finanziario mediante le rimanenze, ma deriva dall'assenza, nell'esercizio interessato, di debiti finanziari da porre in rapporto con il valore del magazzino. La tabella 10 riporta le società interessate da tale circostanza, evidenziando per ciascuna i valori delle rimanenze e dei debiti finanziari relativi ai tre esercizi considerati.

	totale rimanenze migl eur 2024	totale rimanenze migl eur 2023	totale rimanenze migl eur 2022	totale debiti finanziari 2024	totale debiti finanziari 2023	totale debiti finanziari 2026
SOCIETA' AGRICOLA IL SOLE A R.L.	965	997	1.546	0	0	0
LESAFFRE ITALIA S.P.A.	9.121	10.031	11.648	0	0	0
MARALDI SEMENTI SRL	6.155	6.396	6.568	0	1.011	0
LANGHIRANESE PROSCIUTTI S.R.L.	1.191	642	431	0	0	0
BIOMICRON - S.R.L.	39	65	105	0	0	0
SOCIETA' AGRICOLA FERRUZZI S.R.L.	60	74	55	0	0	0
FORNO PASTICCERIA F.LLI CAMILLETTI S.R.L.	173	173	349	0	0	0

PRODOTTI RUBICONE S.R.L.	2.920	2.090	1.933	0,00	38	114

Tabella 10: Rimanenze di magazzino e debiti finanziari delle società per le quali l'ICDF medio 2022-2024 non risulta determinabile.
Fonte*: elaborazione propria su dati AIDA.*

In 6 delle 8 società l'ammontare dei debiti finanziari risulta pari a zero in tutti e tre gli esercizi considerati, a fronte della presenza di un valore positivo delle rimanenze di magazzino. Per tali società non è quindi possibile determinare matematicamente né gli ICDF annuali né, conseguentemente, l'ICDF medio triennale. Dal punto di vista economico, tuttavia, tale circostanza assume una connotazione favorevole sotto il profilo considerato dall'indicatore, poiché in ciascuno dei tre esercizi le società presentano rimanenze di valore positivo in assenza di indebitamento finanziario esistente da coprire. Il valore delle rimanenze può pertanto essere interpretato, secondo la logica dell'ICDF, come un potenziale margine rispetto all'indebitamento finanziario esistente che, essendo nullo, non ne assorbe alcuna quota ai fini della sua potenziale copertura**.** Al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, tale circostanza può assumere rilevanza anche in relazione all'eventuale utilizzo delle rimanenze quale forma di supporto o garanzia di nuovo indebitamento, come quello eventualmente derivante da un'emissione di minibond.

Le restanti due società, Maraldi Sementi S.r.l. e Prodotti Rubicone S.r.l., presentano invece una situazione differente, poiché l'ammontare dei debiti finanziari risulta pari a zero, per la prima, in due dei tre esercizi considerati e, per la seconda, nel solo ultimo esercizio. Anche in questi casi non è possibile determinare l'ICDF medio triennale secondo la metodologia adottata, in quanto almeno uno dei tre rapporti annuali risulta matematicamente non definito. Per Maraldi Sementi S.r.l. è pertanto possibile determinare l'ICDF per il solo esercizio 2023, nel quale assume un valore pari a 6,33, evidenziando come il valore contabile delle rimanenze di magazzino risulti pari a circa 6,33 volte l'ammontare dei debiti finanziari. Prodotti Rubicone S.r.l. presenta invece un ammontare dei debiti finanziari pari a zero nel 2024, mentre negli esercizi 2023 e 2022 registra rispettivamente debiti finanziari pari a 38 e 114 migliaia di euro, a fronte di rimanenze pari rispettivamente a 2.090 e 1.933 migliaia di euro. L'ICDF risulta pertanto non determinabile per il 2024, mentre può essere calcolato per i due esercizi precedenti. Per entrambe le società non è stato tuttavia calcolato un valore medio sulla base dei soli esercizi per i quali l'ICDF risulta determinabile, al fine di mantenere omogenea la metodologia di determinazione dell'ICDF medio triennale e garantire la comparabilità dei risultati con quelli delle altre società analizzate.

Alla luce delle considerazioni precedenti, i risultati ottenuti dall'applicazione dell'indicatore alle 42 società per le quali l'indicatore risulta matematicamente determinabile sono riportati nella tabella 11 sottostante. Le società sono state suddivise in base al comparto agroalimentare di appartenenza, al fine di condurre una successiva analisi ed esprimere un commento a livello settoriale del grado di copertura potenziale dell'indebitamento finanziario mediante le rimanenze di magazzino. A tal fine, per ciascuna società vengono riportati sia l'ICDF medio relativo al triennio 2022-2024, volto a fornire una rappresentazione più stabile del fenomeno nel periodo considerato, sia l'ICDF relativo all'ultimo esercizio, il 2024, così da evidenziare la situazione più recente disponibile.

Comparto agroalimentare	**Società**	**ICDF 2024**	**ICDF medio 2022-2024**
Cereali, farine, pasta, pizza,	Babbi S.r.l.	1,43	1,01
	Valpizza S.p.A.	0,08	0,16

prodotti da forno e preparati alimentari	Gastronomia Piccinini – Sapori della Collina S.r.l.	0,13	0,08
	Canuti Tradizione Italiana S.r.l.	0,58	0,37
	Il Panificio di Camillo S.r.l.	0,54	0,34
	Gastone S.r.l.	362,69	124,21
	Panificio Villa S.r.l.	0,76	0,69
	Nutripan S.r.l.	0,26	0,21
	Parmachef S.r.l.	0,99	0,81
	Unipasta S.r.l.	1,56	1,21
	Laboratori Emiliani Alimentari S.r.l.	10,24	7,76
Carni, salumi e prodotti a base di carne	Salumificio Mec Palmieri S.p.A.	0,99	0,62
	Capitelli F.lli S.r.l.	0,38	0,31
	La Cervese di Mazzoni e Petrini S.r.l.	2,98	1,8
	Spalanzani Salumi S.r.l.	1,26	1,17
	Prosciuttificio S. Giacomo S.r.l.	1,08	1,08
	Centro Selezione Suini S.r.l. Società Agricola	7,48	4
	Il Canale S.r.l. Società Agricola	1,22	1,17
	Bellucci S.r.l.	0,31	1
Altre attività agricole e zootecniche	Premix S.r.l.	1,27	0,94
	Cora Seeds S.r.l.	3,44	3,17
	Cooperativa Territorio Ambiente Montano Acquacheta Rabbi	0,83	0,76
	A.L.I. S.r.l.	1.680,87	1.803,86
	Società Agricola Fratelli Visentini di Attilio Visentini e C. S.r.l.	14,05	9,03
	Furia Seed S.r.l.	4.613,72	1.657,07
Ortofrutta e conserve	Steriltom Aseptic-System S.r.l.	0,96	0,73
	Fabbri 1905 S.p.A.	4,78	3,15
	ARPOR Società Cooperativa Agricola	0,25	0,55
	APORA Società Cooperativa Agricola	2,28	1,5
	Manuzzi S.r.l.	0,48	0,38
	Morganti S.r.l.	0,13	0,13
	Cooperativa Ortofrutticola VE.BA.	20,42	17,42
Oli, aceti e condimenti	Acetaia Giusti S.r.l.	0,54	0,38
	Agricola Due Vittorie S.r.l.	1,04	1,23
	I.G.W. S.r.l.	0,46	0,15
Bevande	Culligan Italy S.r.l.	446,74	173,78
	Sprint Distillery S.r.l.	0,56	0,53
	Effedue S.r.l.	1,03	0,81
Uova e ovoprodotti	Manuzzi Import-Export S.r.l.	80,73	96,9
	E.P.S. S.p.A. Egg Powder Specialists	1,44	1,15
Caffè e preparati per bevande	Caffè Poli S.r.l.	1,99	1,88
	N.F. Food S.p.A.	1,01	0,71

Tabella 11: ICDF delle società potenziali emittenti nel triennio 2022-2024.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA.*

A partire dai dati riportati nella tabella 11 sono state calcolate alcune statistiche descrittive sintetiche per comparto agroalimentare, relative all'ICDF medio del triennio 2022-2024, al fine di analizzare l'applicazione di tale indicatore ai diversi comparti. In particolare, per ciascun comparto sono stati determinati la media, la mediana, il valore minimo e il valore massimo dell'indicatore, nonché la quota di società caratterizzate da un ICDF medio superiore all'unità. I risultati sono riportati nella Tabella 12.

Comparto agroalimentare	**N. società**	**Media ICDF medio 2022-2024**	**Mediana**	**Minimo**	**Massimo**	**N. società con ICDF medio > 1**	**% ICDF > 1**
Cereali, farine, pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari	11	12,44	0,69	0,08	124,21	4	36,36%
Carni, salumi e prodotti a base di carne	8	1,39	1,12	0,31	4	5	62,50%
Altre attività agricole e zootecniche	6	579,14	6,1	0,76	1.803,86	4	66,67%
Ortofrutta e conserve	7	3,41	0,73	0,13	17,42	3	42,86%
Oli, aceti e condimenti	3	0,59	0,38	0,15	1,23	1	33,33%
Bevande	3	58,37	0,81	0,53	173,78	1	33,33%
Uova e ovoprodotti	2	49,03	49,03	1,15	96,9	2	100,00 %
Caffè e preparati per bevande	2	1,29	1,29	0,71	1,88	1	50,00%

Tabella 12: Statistiche descrittive dell'ICDF medio 2022-2024 per comparto agroalimentare.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA.*

Ai fini dell'interpretazione dei risultati, particolare attenzione viene attribuita alla mediana, ossia al valore che, una volta ordinate le osservazioni in senso crescente, divide la distribuzione in due parti, collocando il 50% delle osservazioni al di sotto e il restante 50% al di sopra di essa. Rispetto alla media aritmetica, la mediana risulta infatti meno influenzata dalla presenza di valori estremi e consente pertanto di fornire una rappresentazione maggiormente indicativa della posizione centrale della distribuzione quando quest'ultima presenta una forte asimmetria.

Tale aspetto assume particolare rilevanza nell'analisi dell'ICDF, poiché in alcuni comparti sono presenti società caratterizzate da valori dell'indicatore particolarmente elevati, riconducibili alla presenza di rimanenze di ammontare molto superiore rispetto ai debiti finanziari. Come emerge dalla Tabella 12, tali valori estremi determinano in alcuni casi un significativo innalzamento della media aritmetica, rendendola poco rappresentativa della situazione della generalità delle imprese appartenenti al comparto. Per tale ragione, pur riportando entrambe le misure, l'analisi dei risultati viene condotta attribuendo prevalente rilevanza alla mediana, affiancata dalla quota di società con ICDF medio superiore all'unità. In due comparti, uova e ovoprodotti e caffè e preparati per bevande, la media aritmetica coincide invece con la mediana. Tale coincidenza è riconducibile alla ridotta numerosità dei due comparti, entrambi costituiti da sole due società, per i quali la mediana corrisponde alla media aritmetica dei due valori osservati.

Con riferimento al comparto dei cereali, farine, pasta, pizza, prodotti da forno e preparati alimentari, l'ICDF medio del triennio 2022-2024 presenta una media pari a 12,44 e una mediana pari a 0,69. La marcata differenza tra le due misure è riconducibile alla presenza di alcuni valori particolarmente elevati, come evidenziato anche dal valore massimo dell'indicatore, pari a 124,21, che determinano un significativo innalzamento della media aritmetica. In tale circostanza, la mediana appare pertanto maggiormente rappresentativa della posizione centrale della distribuzione.

Il valore mediano pari a 0,69 indica che la società collocata al centro della distribuzione presenta un ICDF medio triennale pari a 0,69, evidenziando un grado medio di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante le rimanenze pari a circa il 69%. Ciò evidenzia una presenza delle rimanenze quantitativamente rilevante rispetto all'indebitamento finanziario, sebbene, in corrispondenza del valore mediano, esse non risultino contabilmente sufficienti a coprirne integralmente l'ammontare. Tale risultato è inoltre coerente con la distribuzione delle singole società del comparto, la quale vede 4 delle 11 imprese considerate, pari al 36,36%, presentare un ICDF medio superiore all'unità, evidenziando pertanto un grado medio di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante le rimanenze superiore al 100% nel triennio considerato.

Tali risultati assumono particolare interesse ai fini della presente analisi in considerazione del ruolo che il magazzino può rivestire nel settore agroalimentare. Qualora la consistenza delle rimanenze si mantenga nel tempo, il magazzino può infatti rappresentare una componente relativamente stabile della struttura aziendale e, al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali e in presenza di beni aventi caratteristiche idonee alla costituzione in garanzia, un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di nuovo indebitamento finanziario, anche nell'ambito di un'eventuale emissione di minibond. Per le quattro società precedentemente individuate, il superamento dell'unità fornisce un'ulteriore indicazione, segnalando, secondo la logica dell'ICDF, la potenziale presenza di un margine di rimanenze eccedente rispetto all'ammontare dei debiti finanziari esistenti.

Con riferimento al comparto delle carni, salumi e prodotti a base di carne, i risultati assumono particolare interesse ai fini della presente analisi anche in considerazione delle caratteristiche delle rimanenze detenute da alcune delle società che vi appartengono e della disciplina delle garanzie precedentemente esaminata nel paragrafo 4.2. Tra le otto società considerate ai fini delle statistiche descrittive sono infatti presenti due imprese operanti nella produzione di prosciutti e di prodotti sottoposti a processi di stagionatura, Prosciuttificio S. Giacomo S.r.l. e Bellucci S.r.l., per le quali le rimanenze possono permanere nel ciclo produttivo per periodi prolungati e assumere una consistenza significativa nel corso del tempo. Tale circostanza assume specifica rilevanza poiché, con riferimento ai prosciutti a denominazione di origine tutelata, la Legge 24 luglio 1985, n. 401 disciplina espressamente la possibilità di costituire tali beni in pegno anche durante le fasi della lavorazione. A tale disciplina specifica si affiancano le ulteriori forme di garanzia mobiliare applicabili ai beni destinati all'attività d'impresa, già approfondite nel paragrafo 4.2[81]

[81] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
Legge 24 luglio 1985, n. 401, Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata.;
Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB), art. 46.

Sotto il profilo quantitativo, il comparto presenta un ICDF medio triennale pari a 1,39 e una mediana pari a 1,12. Quest'ultimo valore evidenzia che la società collocata al centro della distribuzione presenta un grado medio di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante le rimanenze superiore al 100%. Tale risultato trova ulteriore riscontro nella distribuzione delle società considerate, poiché 5 delle 8 imprese del comparto, pari al 62,50%, presentano un ICDF medio superiore all'unità.

I valori assunti dalla mediana, pari a 1,12, e dalla media, pari a 1,39, possono essere letti anche alla luce delle caratteristiche del ciclo produttivo del comparto e del conseguente fabbisogno finanziario. Come evidenziato nei precedenti capitoli, infatti, la presenza di rimanenze di ammontare significativo e, in particolare per i prodotti soggetti a stagionatura, la loro permanenza nel ciclo produttivo per periodi prolungati comportano un immobilizzo di risorse nel capitale circolante e contribuiscono alla formazione del fabbisogno finanziario dell'impresa. La sostanziale corrispondenza che emerge nel comparto tra consistenza delle rimanenze e ammontare dei debiti finanziari può essere letta come indicativa del ruolo che l'indebitamento finanziario può assumere nella copertura del fabbisogno finanziario generato dal magazzino. L'ICDF non consente, tuttavia, di stabilire una diretta destinazione dei singoli finanziamenti al magazzino, ma evidenzia una significativa relazione quantitativa tra le due grandezze.

Inoltre, secondo la logica dell'indicatore, la presenza di una mediana superiore all'unità, unitamente alla circostanza che 5 delle 8 società considerate presentano un ICDF medio superiore a 1, può segnalare la potenziale presenza di un margine di rimanenze suscettibile di supportare ulteriore indebitamento finanziario. Pertanto, al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali e in presenza di rimanenze aventi caratteristiche idonee alla costituzione in garanzia, l'eventuale quota di magazzino eccedente quella prudenzialmente riferibile alla copertura dell'indebitamento finanziario esistente potrebbe essere potenzialmente utilizzata a garanzia di nuovo debito derivante da un'eventuale emissione di minibond.

Passando agli altri comparti analizzati, emergono situazioni differenziate sia sotto il profilo della posizione centrale della distribuzione sia con riferimento alla diffusione di valori dell'ICDF medio superiori all'unità. Particolarmente significativo risulta il comparto delle altre attività agricole e zootecniche, nel quale la media dell'indicatore, pari a 579,14, risulta fortemente influenzata dalla presenza di valori estremi, come evidenziato dal valore massimo pari a 1.803,86. Anche la mediana, tuttavia, si attesta su un valore particolarmente elevato, pari a 6,10, mentre 4 delle 6 società considerate, corrispondenti al 66,67%, presentano un ICDF medio superiore all'unità.

L'analisi dei valori assunti dalle singole società evidenzia come gli elevati livelli dell'indicatore siano riconducibili, in alcuni casi, anche a un ammontare particolarmente contenuto dei debiti finanziari rispetto alla consistenza delle rimanenze. Tale circostanza risulta particolarmente evidente per A.L.I. S.r.l. e Furia Seed S.r.l., che presentano valori dell'ICDF medio triennale rispettivamente pari a 1.803,86 e 1.657,07, nonché, seppure in misura meno accentuata, per la Società Agricola Fratelli Visentini, il cui indicatore medio è pari a 9,03.[82]

[82] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

Il limitato ricorso all'indebitamento finanziario osservato per alcune delle società considerate può essere letto anche alla luce di alcune caratteristiche economiche e finanziarie del settore primario. In particolare, ISMEA evidenzia un peso significativo dell'autofinanziamento nelle imprese agricole; a ciò si affianca la presenza di specifiche forme di sostegno pubblico agli investimenti di cui le imprese del settore possono beneficiare. Tali elementi possono contribuire a spiegare, pur senza stabilire un rapporto causale diretto, il limitato ricorso all'indebitamento finanziario osservato per alcune delle società appartenenti al campione.[83]

Nel campione analizzato, in ogni caso, la presenza di una mediana dell'ICDF pari a 6,10 evidenzia come gli elevati valori dell'indicatore non siano riconducibili esclusivamente alle osservazioni estreme, ma come, per una parte rilevante delle società considerate, le rimanenze assumano una consistenza particolarmente elevata rispetto all'ammontare dei debiti finanziari.

Con riferimento ai restanti comparti analizzati, emergono situazioni differenziate sia in relazione alla consistenza delle rimanenze rispetto all'ammontare dei debiti finanziari sia con riferimento alla diffusione di valori dell'ICDF medio superiori all'unità.

Nel comparto dell'ortofrutta e dei prodotti derivati, l'ICDF medio triennale presenta una media pari a 3,41 e una mediana pari a 0,73, mentre 3 delle 7 società considerate, corrispondenti al 42,86%, registrano un valore dell'indicatore superiore all'unità. La distanza tra media e mediana risulta riconducibile alla presenza di alcuni valori particolarmente elevati, come evidenziato dal valore massimo pari a 17,42. La mediana, pur collocandosi al di sotto dell'unità, evidenzia comunque una consistenza delle rimanenze significativa rispetto all'ammontare dei debiti finanziari, corrispondente, secondo la misura espressa dall'ICDF medio, a circa il 73% di questi ultimi. Tale evidenza assume rilievo ai fini della presente analisi nella misura in cui la consistenza del magazzino si mantiene nel tempo, potendo in tal caso rappresentare una componente relativamente stabile della struttura aziendale. Al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali e in presenza di rimanenze aventi caratteristiche idonee alla costituzione in garanzia, il magazzino potrebbe pertanto assumere rilevanza quale asset potenzialmente utilizzabile a supporto di un'eventuale emissione di minibond. Per le 3 società caratterizzate da un ICDF medio superiore all'unità emerge inoltre, secondo la logica dell'indicatore, un potenziale margine di rimanenze eccedente rispetto all'ammontare dei debiti finanziari esistenti.

Nel comparto degli oli, aceti e condimenti, la media dell'ICDF si attesta a 0,59 e la mediana a 0,38, mentre una sola delle tre società considerate, pari al 33,33%, presenta un ICDF medio superiore all'unità. Rispetto agli altri comparti, emerge pertanto una minore consistenza relativa delle rimanenze rispetto all'ammontare dei debiti finanziari. Infatti, sulla base della misura espressa dall'ICDF, la capacità potenziale delle rimanenze di offrire una copertura quantitativamente significativa dell'indebitamento finanziario appare nel complesso più contenuta rispetto a quanto osservato nei comparti precedentemente analizzati. Soltanto per una delle tre società emerge inoltre un valore medio delle rimanenze superiore all'ammontare dei debiti finanziari.

[83] Fonti ISMEA. (2025). Rapporto sull'agroalimentare italiano 2025. ISMEA Mercati.

Nel comparto delle bevande, la media dell'ICDF, pari a 58,37, risulta fortemente condizionata dalla presenza di un valore estremo, come evidenziato dal massimo pari a 173,78 il quale è associato all'unica società che presenta un valore dell'indicatore in questione maggiore di uno. La mediana, pari a 0,81, appare pertanto maggiormente rappresentativa della posizione centrale della distribuzione, la quale evidenzia comunque una consistenza delle rimanenze significativa rispetto ai debiti finanziari, pari, secondo la misura espressa dall'indicatore medio, a circa l'81% di questi ultimi. Pertanto, pur non emergendo a livello mediano un'eccedenza delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario esistente, la loro consistenza relativa può assumere rilievo ai fini della presente analisi qualora il magazzino rappresenti una componente persistente della struttura aziendale. In presenza delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, le rimanenze aventi caratteristiche idonee potrebbero quindi costituire un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di un'eventuale emissione di minibond. L'elevatissima media del comparto non deve tuttavia essere interpretata come espressione di una situazione generalizzata, essendo principalmente riconducibile alla particolare struttura economico-finanziaria di una delle società considerate.

Risultati differenti emergono nel comparto delle uova e degli ovoprodotti, nel quale entrambe le società considerate presentano un ICDF medio superiore all'unità. La media e la mediana, coincidenti per effetto della presenza di due sole osservazioni, risultano pari a 49,03. Pur dovendo interpretare il risultato con particolare cautela in considerazione della ridotta numerosità del comparto e della notevole distanza tra i valori delle due società, entrambe presentano rimanenze quantitativamente rilevanti rispetto ai rispettivi debiti finanziari secondo la misura espressa dall'indicatore. Il superamento dell'unità da parte di entrambe le società segnala inoltre, secondo la logica dell'ICDF, la potenziale presenza di un margine di rimanenze eccedente rispetto all'indebitamento finanziario esistente. Quindi, limitatamente alle società analizzate, qualora le rimanenze presentino caratteristiche idonee e ricorrano le necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, il magazzino potrebbe rappresentare un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di nuovo debito derivante da un'eventuale emissione di minibond.

Infine, il comparto del caffè e dei preparati per bevande, anch'esso composto da due sole società, presenta una media e una mediana dell'ICDF pari a 1,29, mentre una delle due imprese registra un ICDF medio superiore all'unità. La ridotta numerosità richiede anche in questo caso particolare cautela nell'attribuire al risultato una valenza rappresentativa dell'intero comparto. Le due società presentano infatti situazioni differenti: in una il valore medio dell'indicatore risulta superiore all'unità, mentre nell'altra si attesta a 0,71. Nel complesso, i valori osservati evidenziano comunque una consistenza non trascurabile delle rimanenze rispetto all'ammontare dei debiti finanziari in entrambe le società. Qualora tale consistenza si mantenga nel tempo e le rimanenze presentino caratteristiche idonee alla costituzione in garanzia, il magazzino potrebbe pertanto rappresentare un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di un'eventuale emissione di minibond. Per la società caratterizzata da un ICDF medio superiore all'unità emerge inoltre un potenziale margine di rimanenze eccedente rispetto all'indebitamento finanziario esistente.

Nel complesso, i risultati evidenziano come la rilevanza delle rimanenze ai fini della presente analisi non dipenda esclusivamente dal superamento della soglia unitaria dell'ICDF. Anche in presenza di valori inferiori a 1, infatti, il magazzino può rappresentare una componente quantitativamente significativa rispetto all'ammontare dei debiti finanziari e, qualora la sua consistenza si mantenga nel tempo, assumere un carattere relativamente stabile nell'ambito della struttura aziendale. In tale prospettiva, le rimanenze possono essere considerate, al ricorrere delle necessarie condizioni

giuridiche e contrattuali e in presenza di beni aventi caratteristiche idonee, un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di un'eventuale emissione di minibond, in grado di coprire una buona percentuale del debito finanziario. Il superamento dell'unità fornisce un'informazione ulteriore, segnalando la potenziale presenza di un margine di rimanenze eccedente rispetto all'ammontare dei debiti finanziari esistenti. Tale margine, al ricorrere delle condizioni precedentemente richiamate, potrebbe assumere ulteriore rilevanza quale potenziale supporto a nuovo indebitamento derivante da un'eventuale emissione di minibond, assumendo in via prudenziale che una quota delle rimanenze di valore corrispondente all'ammontare dei debiti finanziari esistenti sia già destinata alla loro copertura.

Dopo aver analizzato l'applicazione dell'ICDF medio 2022-2024 alle società appartenenti ai diversi comparti agroalimentari, risulta utile confrontare le evidenze emerse con i valori assunti dall'indicatore nel solo esercizio 2024, al fine di verificare se i risultati ottenuti attraverso l'analisi triennale trovino riscontro anche nella situazione più recente disponibile. L'ICDF 2024 può pertanto essere considerato come la fotografia più recente del rapporto tra la consistenza delle rimanenze e lo stock di indebitamento finanziario esistente, consentendo di valutare la potenziale capacità delle rimanenze di fungere da collaterale in una prospettiva ex ante rispetto a un'eventuale emissione di minibond da parte delle società potenziali emittenti.

Comparto	**Mediana ICDF medio 2022-2024**	**% ICDF medio >1**	**Mediana ICDF 2024**	**% ICDF 2024 >1**
Cereali	0,69	36,36%	0,76	36,36%
Carni	1,12	62,50%	1,15	62,50%
Altre attività agricole	6,1	66,67%	8,75	83,33%
Ortofrutta	0,73	42,86%	0,96	42,86%
Oli	0,38	33,33%	0,54	33,33%
Bevande	0,81	33,33%	1,03	66,67%
Uova	49,03	100%	41,08	100%
Caffè	1,29	50%	1,5	100%

Tabella 13: Confronto tra ICDF medio 2022-2024 e ICDF 2024 per comparto agroalimentare.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA.*

Considerando i comparti individuati, il confronto tra le mediane e la quota di società caratterizzate da un ICDF superiore all'unità evidenzia una sostanziale coerenza tra le due prospettive di analisi. In particolare, sebbene i valori mediani riferiti al 2024 presentino alcune variazioni in termini assoluti rispetto a quelli dell'ICDF medio 2022-2024, in tutti i comparti la mediana dell'ICDF 2024 mantiene la medesima posizione, superiore o inferiore all'unità, osservata con riferimento all'indicatore medio triennale. Nei comparti dei cereali, delle carni, dell'ortofrutta, degli oli, aceti e condimenti e delle uova e ovoprodotti rimane inoltre invariata la quota di società caratterizzate da un indicatore superiore all'unità, mentre nelle altre attività agricole e zootecniche, nelle bevande e nel caffè e preparati per bevande tale quota risulta superiore nel 2024. Considerando complessivamente le 42 società per le quali l'indicatore risulta determinabile, le imprese caratterizzate da un ICDF medio 2022-2024 superiore all'unità sono 21, pari al 50,00% del campione, mentre, con riferimento al solo esercizio 2024, tale condizione interessa 24 società, corrispondenti al 57,14%. Nel complesso, la fotografia riferita all'esercizio più recente appare pertanto coerente con le principali evidenze emerse dall'analisi triennale, pur mostrando nel 2024 una quota lievemente superiore di società per le quali le rimanenze eccedono l'ammontare dei debiti finanziari.

L'ICDF 2024 assume particolare interesse poiché rappresenta la situazione più recente disponibile del rapporto tra rimanenze di magazzino e debiti finanziari e consente pertanto di disporre di un'informazione aggiornata in una prospettiva ex ante rispetto a un'eventuale emissione di minibond. Tuttavia, trattandosi di un indicatore determinato sulla base delle consistenze rilevate alla chiusura del singolo esercizio, esso fornisce una rappresentazione puntuale della situazione esistente al 31 dicembre 2024, potendo pertanto risentire di circostanze specifiche del periodo considerato.

Per tale ragione, nell'analisi è stata attribuita prevalente rilevanza all'ICDF medio 2022-2024. La considerazione congiunta di tre esercizi consente infatti di attenuare l'incidenza di eventuali variazioni riferibili a un singolo anno e di ottenere una misura maggiormente rappresentativa del grado di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante le rimanenze. Entrambe le grandezze possono infatti registrare variazioni nel tempo e, conseguentemente, il valore dell'indicatore riferito a un solo esercizio potrebbe riflettere circostanze contingenti non necessariamente rappresentative della situazione della società su un orizzonte temporale più ampio. Il dato relativo al 2024 conserva, tuttavia, una funzione informativa complementare, poiché consente di verificare se le principali evidenze emerse dall'analisi triennale trovino riscontro anche nella fotografia più recente. La sostanziale coerenza riscontrata tra le due prospettive contribuisce pertanto a rafforzare l'interpretazione dei risultati ottenuti attraverso l'ICDF medio 2022-2024.

Nel complesso, il confronto evidenzia come, nei diversi comparti analizzati, le rimanenze possano rappresentare una componente quantitativamente significativa rispetto all'ammontare dei debiti finanziari anche nei casi in cui l'indicatore si collochi al di sotto dell'unità, sebbene nel comparto degli oli, aceti e condimenti emerga, in entrambe le prospettive considerate, un grado di copertura potenziale relativamente più contenuto. Tale evidenza assume rilievo ai fini della presente analisi poiché, al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali e in presenza di rimanenze aventi caratteristiche idonee alla costituzione in garanzia, queste potrebbero rappresentare un asset potenzialmente utilizzabile a supporto di nuovo indebitamento finanziario, anche nell'ambito di un'eventuale emissione di minibond, contribuendo alla copertura del fabbisogno finanziario connesso anche alla presenza e al mantenimento del magazzino.

4.3.3 Applicazione dell'ICDF alle società effettivamente emittenti

Dopo aver analizzato l'Indice di copertura potenziale dei debiti finanziari mediante rimanenze (ICDF) con riferimento alle società potenzialmente emittenti, risulta utile estendere l'applicazione dell'indicatore anche alle società che hanno effettivamente emesso minibond nel periodo considerato. Tale estensione consente di osservare il comportamento dell'indicatore con riferimento a imprese che hanno concretamente fatto ricorso a tale strumento di finanziamento e di affiancare all'analisi delle società potenzialmente emittenti un ulteriore riscontro empirico, volto ad approfondire la rilevanza delle rimanenze rispetto all'indebitamento finanziario nelle imprese che hanno effettivamente realizzato un'emissione.

Al fine di mantenere un'impostazione quanto più possibile coerente con quella adottata nell'analisi delle società potenzialmente emittenti, l'applicazione dell'ICDF alle società effettivamente emittenti è stata condotta assumendo, per quanto possibile, la medesima prospettiva ex ante. In quest'ultimo caso, infatti, l'indicatore è stato utilizzato per osservare la situazione dell'impresa antecedente a

un'eventuale emissione di minibond; analogamente, per le società che hanno effettivamente fatto ricorso allo strumento si è scelto di ricostruire, per quanto possibile, la situazione esistente prima dell'emissione. Per ciascuna società è stato pertanto assunto come periodo di riferimento l'esercizio immediatamente precedente all'anno della prima emissione di minibond, così da osservare la consistenza delle rimanenze e dei debiti finanziari prima dell'effettivo ricorso allo strumento. La scelta di considerare la prima emissione risponde inoltre all'esigenza di mantenere una prospettiva di analisi coerente con quella adottata per le società potenzialmente emittenti, nessuna delle quali ha precedentemente fatto ricorso al mercato dei minibond. In entrambi i campioni l'analisi viene quindi riferita, per quanto possibile, alla situazione dell'impresa antecedente al primo accesso allo strumento. Non è stato pertanto utilizzato un unico esercizio di riferimento per tutte le società effettivamente emittenti, poiché le rispettive prime emissioni sono state realizzate in anni differenti.

Nella determinazione dell'ICDF è stato inizialmente adottato il medesimo procedimento metodologico utilizzato nell'analisi delle società potenzialmente emittenti. Per ciascuna delle 18 società effettivamente emittenti sono stati pertanto estratti dalla banca dati AIDA i valori delle rimanenze e dei debiti finanziari relativi ai tre esercizi antecedenti all'anno della prima emissione. Coerentemente con la metodologia precedentemente illustrata, l'ammontare complessivo dei debiti finanziari è stato determinato considerando le medesime voci di indebitamento finanziario a breve e a medio-lungo termine già individuate per il calcolo dell'indicatore relativo alle società potenzialmente emittenti. L'obiettivo iniziale era quindi quello di disporre, anche per le società effettivamente emittenti, dei valori dell'ICDF relativi ai tre esercizi precedenti alla prima emissione, così da poter applicare una metodologia quanto più possibile omogenea rispetto a quella adottata nell'analisi precedente.[84]

L'estrazione dei dati ha tuttavia evidenziato una specificità del campione che non consente di applicare uniformemente tale impostazione a tutte le società considerate. Tra le 18 società effettivamente emittenti, infatti, cinque hanno realizzato la prima emissione nello stesso anno della propria costituzione: Cibus 1 S.p.A., Gi.Vi. S.p.A., Italian Top Food S.p.A., Salis04 S.r.l. e Verpro S.r.l.. Per tali società non risulta pertanto disponibile un bilancio antecedente alla prima emissione e, conseguentemente, non è possibile ricostruire né i valori delle rimanenze e dei debiti finanziari relativi ai tre esercizi precedenti all'operazione, né quelli relativi al solo esercizio immediatamente antecedente. Tale circostanza impedisce quindi di determinare, secondo criteri omogenei per l'intero campione, un ICDF medio triennale costruito secondo la medesima metodologia utilizzata per le società potenzialmente emittenti.

Al fine di adottare un criterio di analisi quanto più possibile omogeneo tra le 18 società e di preservare, al contempo, ove possibile, la prospettiva antecedente alla prima emissione, si è pertanto scelto di assumere come indicatore principale l'ICDF relativo all'esercizio immediatamente precedente all'anno della prima emissione. Per le cinque società precedentemente individuate, non essendo disponibile un bilancio antecedente all'operazione, è stato invece utilizzato il primo bilancio disponibile comprendente o successivo all'emissione. Per tali società, diversamente da quanto avviene per le restanti imprese del campione, il valore dell'ICDF ottenuto non rappresenta pertanto

[84] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.

una situazione strettamente antecedente all'emissione e l'ammontare dei debiti finanziari rilevato nel bilancio può già comprendere il debito derivante dall'emissione del minibond. Tale circostanza deve essere tenuta in considerazione nell'interpretazione e nella comparazione dei relativi valori dell'indicatore.

Sulla base della metodologia descritta, la Tabella 14 riporta i valori dell'ICDF determinati per le diciotto società effettivamente emittenti, raggruppate per comparto agroalimentare.

Comparto agroalimentare	**Società**	**Anno 1° emissione**	**ICDF**	**Media comparto**	**Mediana comparto**
Carni e prodotti a base di carne	Suincom S.p.A.	2018	0,88	**1,12**	**1,17**
	Ferrarini S.p.A.	2015	0,42		
	Cibus 1 S.p.A.*	2016	1,19		
	Salis04 S.r.l.*	2022	1,14		
	Gi.Vi. S.p.A.*	2017	1,24		
	Verpro S.r.l.*	2024	1,67		
	Italian Top Food S.p.A.*	2017	1,14		
	Valprosciutti S.r.l.	2023	1,26		
Lattiero-caseario	Granarolo S.p.A.	2017	0,29	**0,66**	**0,67**
	4 Madonne Caseificio dell'Emilia	2016	1,04		
Prodotti da forno, pizza e piadina	Italpizza S.p.A.	2021	0,75	**0,29**	**0,09**
	OR.V.A. S.p.A.	2018	0,03		
	Alimenta Produzioni S.r.l.	2022	0,09		
Conserve e trasformazione ortofrutticola	Emiliana Conserve Soc. Agricola S.p.A.	2021	0,69	**0,72**	**0,72**
	Le Due Valli S.r.l.	2025	0,74		
Uova e ovoprodotti	Eurovo S.r.l.	2020	0,17	**0,17**	**0,17**
Attività agricole, allevamenti e servizi connessi	CAPA Cologna Soc. Coop. Agricola	2024	1,27	**1,27**	**1,27**
Vitivinicolo	MGM Mondo del Vino S.r.l.	2019	0,6	**0,6**	**0,6**

Tabella 14: ICDF delle società effettivamente emittenti in relazione alla prima emissione di minibond.
Fonte: *elaborazione propria su dati AIDA.*

I risultati riportati nella Tabella 14 evidenziano una significativa eterogeneità nei valori assunti dall'ICDF tra le società effettivamente emittenti. Considerando complessivamente le diciotto imprese analizzate, l'indicatore presenta un valore medio pari a circa 0,81 e una mediana anch'essa pari a circa 0,81. A livello di singola società, otto delle diciotto imprese considerate presentano un ICDF superiore a 1, evidenziando quindi, nell'esercizio assunto come riferimento, un valore contabile delle rimanenze superiore all'ammontare complessivo dei debiti finanziari. Nelle restanti dieci società l'indicatore risulta invece inferiore a 1, indicando una copertura contabile soltanto parziale dell'indebitamento finanziario mediante le rimanenze.

I risultati quantitativi possono essere ulteriormente approfonditi affiancando ai valori dell'ICDF l'esame delle garanzie effettivamente utilizzate nelle operazioni considerate**.** Come anticipato nella

parte introduttiva dell'analisi, per sette delle diciotto società effettivamente emittenti è stato riscontrato l'utilizzo di beni riconducibili al magazzino nell'ambito delle garanzie poste a supporto della prima emissione. Tale riscontro consente di affiancare ai valori assunti dall'indicatore l'osservazione dell'effettivo utilizzo delle rimanenze nell'ambito delle garanzie relative alle operazioni considerate.

Particolare interesse assume, sotto questo profilo, il comparto delle carni e dei prodotti a base di carne, che oltre a vedere un valore medio pari a 1,12 e una mediana pari a 1,17, cinque delle sette società per le quali è stato documentato l'utilizzo di beni riconducibili alle rimanenze nell'ambito delle garanzie poste a supporto della prima emissione appartengono infatti a tale comparto: Gi.Vi. S.p.A., Italian Top Food S.p.A., Salis04 S.r.l., Verpro S.r.l. e Valprosciutti S.p.A. Osservando i valori dell'ICDF riportati nella Tabella 13, emerge che tutte e cinque le società presentano un valore dell'indicatore superiore a 1, rispettivamente pari a 1,24, 1,14, 1,14, 1,67 e 1,26. Per questo gruppo di società l'indicatore assume pertanto un valore medio pari a circa 1,29 e una mediana pari a 1,24. In tutti i casi considerati, dunque, il valore contabile delle rimanenze risulta superiore all'ammontare complessivo dei debiti finanziari rilevato nell'esercizio assunto come riferimento. Il risultato appare inoltre coerente con quanto approfondito nel paragrafo 4.2 in merito alla particolare rilevanza che il magazzino e le relative forme di garanzia possono assumere in alcune produzioni del comparto delle carni, soprattutto in presenza di processi di stagionatura o maturazione. Nell'interpretazione di tale risultato occorre tuttavia considerare la specificità metodologica adottata per determinare l'indicatore di Gi.Vi. S.p.A., Italian Top Food S.p.A., Salis04 S.r.l. e Verpro S.r.l., costituite nello stesso anno della prima emissione. Per queste società l'ICDF è stato utilizzato il primo bilancio disponibile, comprendente o successivo all'emissione. Per tali società, pertanto, il valore dell'indicatore non rappresenta una situazione strettamente antecedente all'operazione e l'ammontare dei debiti finanziari può già comprendere il debito derivante dal minibond. La contemporanea presenza di un ICDF superiore a 1 e di garanzie aventi a oggetto beni riconducibili alle rimanenze costituisce quindi un'evidenza descrittiva, ma non consente di stabilire una relazione temporale o causale tra il valore assunto dall'indicatore e la costituzione della garanzia.[85]

Per le restanti due società nelle quali è stato documentato l'utilizzo delle rimanenze nell'ambito delle garanzie emergono situazioni differenti. 4 Madonne Caseificio dell'Emilia presenta, nell'esercizio precedente alla prima emissione, un ICDF pari a 1,04, evidenziando quindi un valore contabile delle rimanenze leggermente superiore all'ammontare complessivo dei debiti finanziari. OR.V.A. S.r.l. presenta invece un ICDF pari a 0,03, nonostante risulti documentata la costituzione di un pegno rotativo solamente su una parte delle rimanenze di magazzino a garanzia del debito verso i sottoscrittori. Quest'ultimo caso evidenzia come un valore dell'ICDF inferiore a 1 non escluda la possibilità che le rimanenze o come in questo caso, una parte delle rimanenze, possa essere concretamente utilizzata nell'ambito delle garanzie a supporto dell'emissione.

---

[85] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
BeBeez, 2016, Il parmigiano di 4 Madonne Caseificio quota 6 milioni di euro di minibond, 2 febbraio 2016.;
Il Sole 24 Ore, 2016, Arriva il primo minibond garantito da forme di Parmigiano Reggiano, 3 febbraio 2016.;
UniCredit, 2019, UniCredit sottoscrive minibond da 4 milioni di euro con il 4 Madonne Caseificio dell'Emilia, 3 aprile 2019.

I riscontri emersi assumono particolare rilevanza rispetto alle finalità dell'ICDF, poiché mostrano come, in alcune delle operazioni effettivamente realizzate nel settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna, beni riconducibili alle rimanenze abbiano concretamente assunto una funzione di supporto all'indebitamento derivante dall'emissione. Tale evidenza fornisce un ulteriore elemento a sostegno dell'interesse di considerare la consistenza delle rimanenze rispetto all'ammontare dei debiti finanziari nell'analisi delle società potenzialmente emittenti, nell'ottica di una eventuale emissione.

Nel complesso, il confronto tra i valori dell'ICDF e le garanzie effettivamente riscontrate consente al contempo di precisare l'interpretazione dell'indicatore e di mantenere distinte le due dimensioni dell'analisi. L'ICDF esprime la consistenza contabile delle rimanenze rispetto all'ammontare complessivo dei debiti finanziari e non misura la quota di magazzino effettivamente costituita o costituibile in garanzia. Un valore superiore a 1 indica che, nell'esercizio considerato, il valore contabile delle rimanenze eccede l'ammontare dei debiti finanziari, ma non implica che tali rimanenze siano state o saranno necessariamente utilizzate nell'ambito delle garanzie, poiché il loro effettivo utilizzo dipende anche dalle caratteristiche dei beni che le compongono. Allo stesso modo, un valore inferiore a 1 indica una copertura contabile soltanto parziale dell'indebitamento finanziario, senza tuttavia escludere la possibilità di utilizzare una parte delle rimanenze a supporto dell'emissione, come evidenziato dal caso di OR.V.A. S.r.l. L'effettiva possibilità di costituire garanzie sulle rimanenze dipende inoltre dalle condizioni giuridiche e contrattuali applicabili alla specifica operazione.

Alla luce di tali evidenze, l'applicazione dell'ICDF alle società potenzialmente emittenti e alle imprese che hanno effettivamente fatto ricorso ai minibond consente di ricondurre i risultati dell'indicatore alle caratteristiche economico-finanziarie del ciclo produttivo agroalimentare precedentemente analizzate. Come evidenziato nel paragrafo 4.2, la formazione e il mantenimento di consistenti livelli di rimanenze, soprattutto nelle produzioni caratterizzate da lunghi processi di stagionatura o maturazione, comportano un immobilizzo di risorse nel capitale circolante e possono generare un fabbisogno finanziario significativo e persistente. In tale contesto, il ricorso ai minibond può rappresentare un'opzione alternativa al credito bancario per il finanziamento di tale fabbisogno.

Le rimanenze possono assumere, sotto questo profilo, una duplice funzione. Da un lato, la loro formazione contribuisce al fabbisogno finanziario dell'impresa mentre dall'altro, in presenza di beni aventi caratteristiche idonee e al ricorrere delle necessarie condizioni giuridiche e contrattuali, esse possono essere valorizzate anche nell'ambito delle garanzie poste a supporto dell'indebitamento. Tale seconda funzione può assumere particolare interesse nell'ipotesi di una prima emissione di minibond, soprattutto per imprese che, non avendo precedentemente fatto ricorso a tale strumento, si trovano ad accedere per la prima volta al mercato. I casi riscontrati tra le società effettivamente emittenti forniscono, sotto questo profilo, un riscontro concreto, evidenziando come, in alcune delle prime emissioni analizzate, beni riconducibili alle rimanenze siano stati effettivamente utilizzati nell'ambito delle garanzie poste a supporto dell'operazione.[86]

[86] Fonti: AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.;
Iotti M., Bonazzi G., 2023, Financial sustainability in agri-food companies: The case of members of the PDO Parma Ham Consortium, Sustainability, 15(5), 3947.; Iotti M., Ferri G., Manghi E., Calugi A., Bonazzi G., 2024, Sustainability

In questa prospettiva, l'ICDF consente di affiancare ai criteri economico-finanziari utilizzati per l'individuazione delle società potenzialmente emittenti una misura specificamente riferita alla consistenza delle rimanenze rispetto all'ammontare dei debiti finanziari. L'indicatore permette quindi di cogliere una dimensione particolarmente rilevante nel settore agroalimentare, evidenziando il peso assunto dal magazzino rispetto all'indebitamento finanziario e, al ricorrere delle condizioni precedentemente richiamate, la potenziale disponibilità di beni suscettibili di essere valorizzati nell'ambito delle garanzie a supporto di un'eventuale emissione. L'osservazione dell'ICDF su più esercizi consente inoltre di verificare se tale relazione si mantenga nel tempo, riducendo la dipendenza dell'analisi dal valore assunto in un singolo esercizio.

In conclusione, l'ICDF assume pertanto una funzione complementare rispetto ai parametri economico-finanziari precedentemente utilizzati per l'individuazione dei potenziali emittenti. Esso non consente di stabilire se un'impresa ricorrerà effettivamente ai minibond, né di determinare la quota di rimanenze concretamente utilizzabile in garanzia, ma arricchisce l'analisi introducendo una dimensione specificamente legata alle caratteristiche del settore agroalimentare. L'indicatore deve quindi essere interpretato come uno strumento descrittivo e di approfondimento, e non come un criterio autonomo di idoneità all'emissione o di effettiva utilizzabilità del magazzino a garanzia del finanziamento.

4.4 Conclusioni

Osservando l'evoluzione e la crescita del mercato dei minibond risulta evidente una progressiva diffusione dello strumento nel corso del tempo, favorita anche dagli interventi normativi che, a partire dal 2012, ne hanno ampliato le possibilità di utilizzo e l'accessibilità per le imprese. Nonostante la crescita registrata rispetto alle prime fasi di sviluppo del mercato, il numero di società che hanno fatto ricorso ai minibond rimane tuttavia contenuto se rapportato alla dimensione complessiva del tessuto imprenditoriale italiano. Secondo il 12° Report italiano sui Minibond dell'Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano, tra il 2013 e il 2025 sono state censite 1.468 imprese emittenti, di cui 951 PMI, pari al 65% del totale**.** Se rapportati alle stime della Commissione Europea, secondo la quale nel 2024 nel settore delle imprese non finanziarie operavano 196.671 piccole imprese, 23.983 medie imprese e 4.182 grandi imprese per un totale di 224.836 imprese[87], tali valori mostrano come, nonostante il progressivo consolidamento dello strumento, il numero di imprese che hanno fatto ricorso ai minibond rimanga ancora relativamente circoscritto e il mercato dei minibond presenti ancora significativi margini potenziali di sviluppo.

Il risultato ottenuto attraverso l'analisi empirica applicata al settore agroalimentare dell'Emilia-Romagna evidenzia, analogamente, la presenza di un numero di società potenzialmente emittenti superiore rispetto a quello delle imprese che hanno effettivamente fatto ricorso allo strumento nel

assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range, Sustainability, 16(20), 9093.

[87] European Commission, *2025 SME Country Fact Sheet – Italy*, SME Performance Review, 2025. I dati, riferiti al 2024 e al *non-financial business sector*, indicano 196.671 piccole imprese (10-49 occupati), 23.983 medie imprese (50-249 occupati) e 4.182 grandi imprese (250 o più occupati), per un totale di 224.836 imprese, al netto delle microimprese. I dati relativi al 2024 costituiscono stime elaborate dal Joint Research Centre (JRC).

periodo 2013-2025. A fronte delle 50 società individuate attraverso lo screening, le imprese effettivamente emittenti nel periodo considerato sono infatti 18, con un bacino potenziale pari a circa 2,8 volte il numero delle emittenti storicamente osservate. Pur considerando la diversa natura e il differente riferimento temporale dei due dati, tale distanza evidenzia come la presenza delle caratteristiche economico-finanziarie considerate nello screening non si traduca necessariamente nell'effettivo ricorso allo strumento. A tale riguardo, diversi fattori possono contribuire a spiegare la diffusione relativamente circoscritta dei minibond nel settore considerato in Emilia Romagna e, più generalmente nel territorio nazionale. Un primo elemento è rappresentato dalla recente formazione del mercato, sviluppatosi a seguito delle innovazioni normative introdotte a partire dal 2012 viste in precedenza e, pertanto, ancora non pienamente conosciuto e diffuso all'interno del tessuto imprenditoriale italiano rispetto alle forme tradizionali di finanziamento

A ciò si aggiunge l'elevata onerosità complessiva dell'operazione che può incidere sulla sua convenienza economica, riconducibile da una parte ai costi di transazione direttamente connessi al processo di emissione e dall'altra al costo relativo alla remunerazione richiesta dagli investitori. I costi di transazione legati al processo di emissione riguardano in primo luogo i compensi riconosciuti ai diversi soggetti specializzati per le diverse attività necessarie alla strutturazione e al collocamento del minibond. Tra questi rientrano i costi relativi alla certificazione del bilancio, alla consulenza dell'advisor finanziario, all'eventuale intervento dell'arranger per l'individuazione degli investitori, all'assistenza legale e, ove prevista, alla quotazione del titolo. A tali voci può inoltre aggiungersi, qualora l'impresa decida di richiederlo, il costo relativo all'attribuzione di un rating da parte di un'agenzia specializzata. Ulteriori oneri possono derivare dagli eventuali costi notarili necessari ai fini dell'emissione, dalle registrazioni contrattuali, dall'accentramento del titolo presso un soggetto autorizzato e da tutti quei costi che devono essere sostenuti una volta emesso il titolo per rispettare gli adempimenti informativi richiesti sia in fase di emissione che durante la vita dello strumento per mantenere la trasparenza informativa all'investitore e al mercato.

Alla componente relativa ai costi di transazione si aggiunge la remunerazione richiesta dagli investitori, che dipende da una pluralità di fattori e tende ad aumentare al crescere del rischio associato all'investimento. In particolare, la determinazione del tasso cedolare risente delle caratteristiche dell'operazione, quali la durata e la modalità di rimborso, del livello dei tassi di mercato, del profilo di rischio dell'emittente e del premio per l'illiquidità richiesto dall'investitore per compensare la bassa liquidità che generalmente caratterizza i minibond. Tra tali elementi assume particolare rilevanza il rischio di credito dell'emittente, ossia il rischio che l'impresa non sia in grado di adempiere regolarmente alle obbligazioni derivanti dal prestito. A parità di altre condizioni, quanto maggiore è tale rischio, tanto maggiore tenderà a essere il rendimento richiesto dall'investitore. La valutazione del merito creditizio può essere supportata, ove previsto, dall'attribuzione di un rating da parte di un'agenzia specializzata, contribuendo a ridurre le asimmetrie informative e a rendere più trasparente il rapporto tra emittente e investitore. Nella determinazione del rendimento richiesto assume rilievo anche la presenza di garanzie a tutela del rimborso del prestito, che possono essere costituite direttamente dall'emittente oppure fornite da soggetti terzi, compresi soggetti pubblici, e che contribuiscono a mitigare le conseguenze per l'investitore in caso di insolvenza dell'impresa.

In considerazione dei costi complessivamente associati all'emissione, per un'impresa che dispone della possibilità di accedere al credito bancario quest'ultimo può risultare economicamente più conveniente, soprattutto quando il costo complessivo dell'operazione di minibond risulta superiore a quello associato al finanziamento bancario. Tale differenziale di costo, unitamente alla consolidata

rilevanza del canale bancario nelle scelte di finanziamento delle imprese agroalimentari e, più in generale, nel tessuto imprenditoriale italiano, può quindi contribuire a spiegare perché l'esistenza di un bacino di società aventi caratteristiche economico-finanziarie compatibili con il profilo di un potenziale emittente non si sia tradotta, nel periodo considerato, in un numero altrettanto elevato di imprese effettivamente emittenti.

Nonostante i costi connessi al processo di emissione e la remunerazione richiesta dagli investitori possano rendere il ricorso ai minibond tendenzialmente più oneroso rispetto al tradizionale finanziamento bancario, le imprese possono comunque scegliere di utilizzare tale strumento in considerazione dei vantaggi specifici che esso è in grado di offrire. La convenienza dell'operazione non deve essere valutata, infatti, esclusivamente sulla base del relativo costo finanziario, ma anche alla luce dei benefici che possono derivare dall'accesso diretto al mercato dei capitali e che non sempre risultano conseguibili, nelle medesime forme, attraverso il ricorso al credito bancario.

Tra i principali vantaggi, rientrano la possibilità per l'impresa di diversificare le proprie fonti di finanziamento e di consolidare l'indebitamento su scadenze di medio-lungo periodo, riducendo così la dipendenza dal credito bancario e contribuendo a riequilibrare la struttura finanziaria. Un ulteriore beneficio è rappresentato dall'elevata flessibilità dello strumento, che consente alla società emittente di definire le principali caratteristiche dell'operazione in funzione delle proprie esigenze finanziarie e delle condizioni richieste dagli investitori, beneficiando di margini di personalizzazione che possono risultare più ampi rispetto a quelli generalmente offerti dalle forme tradizionali di finanziamento bancario.

A questi benefici di natura strettamente finanziaria si aggiungono vantaggi di carattere reputazionale e relazionale, che possono contribuire a giustificare per l'impresa il sostenimento dei maggiori costi associati all'operazione. Il collocamento di un minibond può infatti rappresentare anche uno strumento di marketing e comunicazione, in quanto consente di accrescere la visibilità dell'impresa attraverso l'attenzione dedicata all'operazione da siti web, riviste e altri canali specializzati. Allo stesso tempo, l'accesso al mercato del capitale di debito consente alla società di entrare in contatto con investitori professionali e sviluppare nuove relazioni con gli operatori del mercato finanziario, che possono risultare utili anche in occasione di future operazioni di finanziamento. Infine, considerata la complessità del processo di emissione e le verifiche condotte dagli investitori prima della sottoscrizione, il ricorso ai minibond può produrre un effetto di certificazione della qualità dell'impresa nei confronti del mercato**,** contribuendo a rafforzarne la reputazione e la credibilità. In questa prospettiva, i maggiori costi associati all'emissione possono essere valutati non soltanto in relazione al capitale raccolto, ma anche alla luce dei benefici strategici che l'accesso al mercato del debito può generare nel medio-lungo periodo.[88]

---

[88] Fonti: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2026, 12° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;
Banca d'Italia, 2020, Informational Asymmetries in SME Financing: The Case of Minibonds, Temi di Discussione, n. 1292, Banca d'Italia, Roma.; Banca d'Italia, 2021, Bank Credit and Market Financing of Firms:
The Effects of Minibond Issuance, Temi di Discussione, n. 1315, Banca d'Italia, Roma.;
Cassa Depositi e Prestiti, 2021, Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane, Position Paper, CDP; Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano, 2025, 11° Report italiano sui Minibond, School of Management, Politecnico di Milano.;

BIBLIOGRAFIA

- 4 Madonne Caseificio dell'Emilia (2021), Minibond Short Term 4 Madonne: Documento di ammissione.
- AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau van Dijk / Moody's, banca dati economico-finanziaria delle società italiane.
- Allegrini, M., & Ferramosca, S. (2022). Analisi di bilancio. Giuffrè Francis Lefebvre.
- Associazione Bancaria Italiana. (2023). I basket bond: nuova opportunità di finanziamento per le imprese. Senato della Repubblica.
- Banca d'Italia. (2015). Bollettino Economico, n. 4, ottobre 2015. Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia. (2020). Informational Asymmetries in SME Financing: The Case of Minibonds. Temi di Discussione (Working Papers), n. 1292. Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia. (2021). Bank Credit and Market Financing of Firms: The Effects of Minibond Issuance. Temi di Discussione (Working Papers), n. 1315. Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia. (2026). L'economia dell'Emilia-Romagna. Economie regionali, n. 8, giugno 2026. Banca d'Italia.
- BeBeez (2016, 2 febbraio), Il parmigiano di 4 Madonne Caseificio quota 6 milioni di euro di minibond.
- Borsa Italiana – Euronext, Euronext Access Milan – Requirements and listing process. La fonte è richiamata direttamente nella tesi per informal pre-filing e formal filing.
- Borsa Italiana – Euronext, Regolamento del mercato Euronext Access Milan.
- Bottoni, C., Cascarano, M., Garrì, I., Mirenda, L., Mistrulli, P. E., Pizzillo, D. M., Revelli, D., & Ropele, T. (2022). I divari territoriali nell'accesso delle imprese italiane al credito. Questioni di Economia e Finanza, n. 710. Banca d'Italia.
- Calugi, R., Morelli, V., & Paglietti, G. (a cura di) (2014), Mini-bond. Istruzioni per l'uso, nuova edizione, Camera di Commercio di Milano – Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza.
- Camera di commercio di Torino, Minibond: strumento alternativo per il finanziamento delle imprese.
- Canovi, L. (s.d.). Modelli di equilibrio finanziario: crescita in autonomia finanziaria e crescita sostenibile. Dipartimento di Economia "Marco Biagi", Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia.
- Cassa Depositi e Prestiti. (2021). Minibond e Basket Bond per la ripresa economica delle imprese italiane. Position Paper. CDP.
- Cerved Rating Agency. (2024). Il potenziale del mercato minibond italiano 2024. Aprile 2024. Documento riservato.
- Cirianni, A., Fanfani, R., & Gismondi, R. (2021). Struttura produttiva e performance economica della filiera agroalimentare italiana. Istat Working Papers, n. 4/2021, Istituto Nazionale di Statistica.
- Codice civile, artt. 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2417, 2420-bis, 2420-ter e 2483.
- Confcooperative Emilia-Romagna (2021, 31 maggio), Terzo minibond per 4 Madonne Caseificio dell'Emilia.

- Commissione europea, 2003, Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, GUUE L 124 del 20 maggio 2003, pp. 36-41.
- CREA – Consiglio per la ricerca in agricoltura e l'analisi dell'economia agraria. (2023). L'industria alimentare e delle bevande in Italia: una lettura nazionale e regionale attraverso i principali indicatori (T. Castellotti & F. Licciardo, a cura di). Rete Rurale Nazionale – MASAF.
- CREA – Consiglio per la ricerca in agricoltura e l'analisi dell'economia agraria. (2025). Annuario dell'agricoltura italiana 2024, Vol. LXXVIII. CREA – Centro di ricerca Politiche e Bioeconomia.
- Cucca, M. G. (2017). Strumenti alternativi di finanziamento alle PMI e disintermediazione bancaria: evidenze empiriche alla luce dei recenti interventi normativi in materia di titoli di debito [Tesi di dottorato]. LUISS Guido Carli.
- D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, Approvazione del testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), in particolare art. 96.
- Decreto del Ministro delle politiche agricole alimentari e forestali, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico, 26 luglio 2016, Costituzione del pegno rotativo su prodotti lattiero-caseari di lunga stagionatura.
- Decreto del Ministro delle politiche agricole alimentari e forestali 23 luglio 2020, Costituzione del pegno rotativo sui prodotti agricoli e alimentari a denominazione d'origine protetta o a indicazione geografica protetta, inclusi i prodotti vitivinicoli e le bevande spiritose.
- Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB), in particolare art. 46.
- Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative.
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).
- Decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla Legge 24 aprile 2020, n. 27, in particolare art. 78, commi 2-duodecies, 2-terdecies e 2-quaterdecies.
- Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221 (Decreto Sviluppo-bis).
- Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, Misure urgenti per la crescita del Paese, convertito, con modificazioni, dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134 (Decreto Sviluppo).
- Decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia", convertito, con modificazioni, dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9.
- Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116 (Decreto Competitività).
- Decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59, convertito, con modificazioni, dalla Legge 30 giugno 2016, n. 119.
- European Central Bank – ECB Data Portal, serie storiche dei tassi Euribor.
- European Commission. (2025). 2025 SME Country Fact Sheet – Italy. SME Performance Review.
- Federalimentare (2025, 15 gennaio), Food, Centro Studi Federalimentare: "Industria alimentare sempre più performante".

- Federalimentare & Censis. (2023). Il valore economico e sociale dell'industria alimentare italiana. Federalimentare-Censis.
- Fondazione ITS Agroalimentare Puglia. (2018). Il sistema agroalimentare. Fondazione ITS Agroalimentare Puglia.
- Gervasoni, A. (2021). Finanza alternativa per l'economia reale. Guerini Next.
- Il Sole 24 Ore (2016, 3 febbraio), Arriva il primo minibond garantito da forme di Parmigiano Reggiano.
- Iotti, M., & Bonazzi, G. (2023). Financial sustainability in agri-food companies: The case of members of the PDO Parma Ham Consortium. Sustainability, 15(5), 3947. DOI dell'articolo
- Iotti, M., Ferri, G., Manghi, E., Calugi, A., & Bonazzi, G. (2024). Sustainability assessment of the performance of Parmigiano Reggiano PDO firms: A comparative analysis of firms' legal form and altitude range. Sustainability, 16(20), 9093. DOI dell'articolo
- ISMEA. (2025). Rapporto sull'agroalimentare italiano 2025. ISMEA Mercati.
- Legge 13 gennaio 1994, n. 43, Disciplina delle cambiali finanziarie.
- Legge 24 luglio 1985, n. 401, Norme sulla costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata.
- Legge 27 marzo 2001, n. 122, Disposizioni modificative e integrative alla normativa che disciplina il settore agricolo e forestale, in particolare art. 7.
- Legge 30 aprile 1999, n. 130, Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.
- Legge 5 marzo 2024, n. 21, Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali (Legge Capitali).
- Mediocredito Centrale, 2025, MCC e Finlombarda, fino a 75 milioni per finanziare le PMI della filiera agroalimentare regionale – Agrifood Basket Bond.
- Ministero dell'Agricoltura, della Sovranità Alimentare e delle Foreste. (2025). Piano operativo dei controlli nel settore agroalimentare 2025. MASAF.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano. (2023). 9° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano. (2024). 10° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano. (2025). 11° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation – Politecnico di Milano. (2026). 12° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation. (2025). La finanza alternativa per le PMI in Italia. 8° Quaderno di ricerca. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2015). 1° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2016). 2° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2017). 3° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.

- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2018). 4° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2019). 5° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Mini-Bond – Politecnico di Milano. (2020). 6° Report italiano sui Mini-Bond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Minibond – Politecnico di Milano. (2021). 7° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Osservatorio Minibond – Politecnico di Milano. (2022). 8° Report italiano sui Minibond. School of Management, Politecnico di Milano.
- Paoloni, M., Tutino, M., Paoloni, N., & Santolamazza, V. (2023). Financing innovation in agri-food industries: An analysis of the Italian micro, small and medium enterprises. British Food Journal, 125(13), 183–204.
- Parolini, C. (2020). Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale (3ª ed.). Pearson.
- Questa sezione è particolarmente importante perché nella tesi fai direttamente riferimento, ad esempio, all'art. 2412 c.c., al TUIR e ai decreti della riforma minibond. La Legge Capitali è anch'essa espressamente utilizzata nell'analisi dell'attuale disciplina dell'art. 2412 c.c.
- Regione Emilia-Romagna (2025, 23 giugno), Agroalimentare, 2024 da record per l'Emilia-Romagna: oltre 6 miliardi di euro (+13%) per la produzione agricola.
- Regione Emilia-Romagna, Unioncamere Emilia-Romagna, & ART-ER. (2025). Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2024. Regione Emilia-Romagna.
- Rossi, M., Lombardi, R., Nappo, F., & Trequattrini, R. (2015). The capital structure choices of agro-food firms: Evidence from Italian SMEs. International Journal of Management Practice, 8(3), 172–186.
- Savoia, A. (2022). I minibond nel bilancio dell'emittente. Bilancio e Revisione, 2, 5–11.
- UniCredit (2019, 3 aprile), UniCredit sottoscrive minibond da 4 milioni di euro con il 4 Madonne Caseificio dell'Emilia.