



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA: IL CASO DEI BASKET BOND"

RELATORE:

CH.MO PROF. BUCHETTI BRUNO

LAUREANDO: PERANI PIETRO

MATRICOLA N. 2001083

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) 

Indice

Introduzione	4
1. Il finanziamento delle PMI.....	5
1.1 Lo scenario generale.....	6
1.2 Fonti di finanziamento a confronto	8
1.2.1 Aumento del capitale sociale	9
1.2.2 Prestito bancario	10
1.2.3 Emissione di Bond.....	11
1.2.4 La struttura finanziaria: la composizione	11
1.3 Il mercato italiano dei Bond	12
1.3.1 Le imprese emittenti	14
1.3.2 Basket Bond	15
2. Il Mini-Bond come strumento di finanziamento	17
2.1 Le parti coinvolte	17
2.1.1 La verifica dei requisiti: l'Advisor.....	17
2.1.2 Gli aspetti legali: l'Arranger	18
2.1.3 Gli altri soggetti	18
2.1.4 Il mercato ExtraMOT PRO.....	19
2.2 Il processo di emissione.....	20
2.2.1 Origination: valutazione quali-quantitativa e assegnazione del rating.....	20
2.2.2 Strutturazione: volume, scadenza, ammortamento e collocamento del prestito	22
2.2.3 Emissione e quotazione.....	23
2.3 Il quadro normativo e fiscale.....	23
2.3.1 Decreto Sviluppo	23
2.3.2 Decreto Competitività	24
2.3.3 Il regime fiscale.....	24
3. Trentino Basket Bond	24
3.1 Il contesto territoriale.....	26
3.2 Struttura dell'operazione	27
3.3 Il caso di Sartori Legno S.r.l.....	29
3.3.1 Prima e dopo l'emissione: struttura patrimoniale ed economica.....	30
3.3.2 Analisi della dinamica strutturale: gli indici.....	33
Bibliografia.....	37

Introduzione

I protagonisti di questa tesi, i *Basket-Bond*, nascono da un processo legislativo che ha avuto corso negli ultimi anni e che deriva dall'esigenza di rivedere i tradizionali strumenti di finanziamento. Questa pratica risulta oggi uno degli accessi al credito più innovativi ormai applicati in contesti aziendali di medie piccole dimensioni, garantendo opportunità di crescita importanti e accessi a nuovi capitali finanziari. La necessità per queste imprese, di un canale di finanziamento alternativo a quello bancario, deriva dalla forte restrizione della concessione del credito negli anni 2010. Questo inasprimento delle politiche di credito è stato causato dallo scoppio delle due crisi che hanno colpito il sistema economico-finanziario globale nel 2008 ed è indubbio che le PMI sono state le entità economiche che hanno risentito più di tutti del fenomeno del *credit crunch*. L'idea del legislatore nasce proprio successivamente alle due crisi, con l'intenzione di fornire a tutti quei soggetti, esclusi fino a quel momento, un contesto di agevolazione all'accesso al mercato del debito. Per far fronte a tale situazione le autorità italiane ed europee hanno ipotizzato soluzioni mirate volte a rimettere in moto l'economia europea ed italiana. Tra gli anni 2012 e 2014 la Banca Centrale Europea ha adottato una forte politica monetaria espansionistica, abbassando i tassi di interesse monetari a livelli registrati prima delle due crisi finanziarie. Questo provvedimento economico ha consentito al circuito bancario di dotare al settore privato, finanziamenti a costi minimi per contrastare il *credit crunch*. Al centro di questa visione di ripresa economica ci sono sicuramente le PMI, vero motore di una potenziale rinascita dalla crisi ed è proprio in questo quadro generale che si possono aprire opportunità di accesso a fonti di finanziamento alternative.

Nel primo capitolo si vuole introdurre il lettore al contesto dei *Mini-Bond*, che poi vedremo essere parte integrante di uno strumento più complesso quale il *Basket Bond*. Per semplicità però partiamo dal concetto base di obbligazioni, individuando le principali caratteristiche e le motivazioni che inducono un'impresa all'utilizzo di questa forma di finanziamento. Proseguendo, verrà analizzato il contesto in cui riversano le PMI italiane, inquadrando lo scenario generale del mercato italiano e il ruolo che queste realtà hanno in Italia. Per comprendere l'intero processo di valutazione ed emissione, verranno descritti quali sono i diversi tipi di finanziamento adottati dalle PMI, indicandone caratteristiche ed eventuali vantaggi e svantaggi. Risulta di fondamentale importanza cogliere quali sono le principali categorie che compongono la struttura finanziaria di un'azienda e quali sono gli equilibri che si formano tra le attività sulle quali si decide di investire, e quali sono le forme di finanziamento con cui si vogliono supportare.

Nel secondo capitolo l'attenzione viene rivolta al processo di emissione delle obbligazioni, indicando i soggetti giuridici e fisici coinvolti che creano questi strumenti e che poi assistono gli

investitori, dal processo di emissione alla sottoscrizione dell'obbligazione. Come detto, questi strumenti possono poi rientrare in un contesto di sistema che danno origine a panieri obbligazionari più complessi come i *Basket Bond*. Attraverso la presentazione dei concetti fondamentali di base, risulta possibile individuare le figure professionali che stanno dietro alla loro realizzazione, scoprendone i ruoli, le responsabilità e le capacità richieste. In questa parte centrale della tesi, per fornire al lettore una visione più ampia e cogliere le dinamiche attinenti ai *Basket Bond*, sarà definito il procedimento di emissione e il ciclo che tale strumento deve affrontare, inquadrando le normative fiscali e legislative che lo riguardano e contestualizzando i vantaggi che esso può fornire. In conclusione, vengono spiegati quali sono i destinatari individuati dal legislatore e i possibili utilizzi ed obiettivi che l'emissione può perseguire.

Il ruolo da protagonista, nel terzo e ultimo capitolo, lo assume il *Basket Bond* per le imprese residenti in Trentino, emesso dal Fondo Strategico Trentino - Alto Adige di Finint SGR, che ha strutturato e interamente sottoscritto questa operazione finanziaria di sistema. Prima di presentare i risultati descrittivi dei dati raccolti, viene fornita una breve descrizione del contesto regionale, ovvero il Trentino, soffermandosi sulla composizione culturale, economica e imprenditoriale.

Il lettore viene quindi sottoposto a un'analisi di tre aspetti aziendali che potrebbero essere influenzati da questa emissione obbligazionaria: la struttura patrimoniale, l'equilibrio finanziario e gli aspetti legati alla redditività. L'obiettivo di queste analisi e del presente documento è quello di identificare i cambiamenti strutturali che si sono verificati nell'azienda Sartori Legno S.r.l. nel periodo che riguarda l'emissione del *Basket Bond* e gli anni successivi. Attraverso l'analisi comparativa dei bilanci e l'andamento di alcuni indici (reddituari, patrimoniali e finanziari) si dimostra l'effetto dell'emissione del prestito obbligazionario sulla struttura finanziaria dell'azienda e sullo sviluppo della gestione aziendale.

In conclusione, si dimostrerà come i *Basket Bond* siano uno strumento efficace per le PMI che decidono di reperire finanziamenti sul mercato obbligazionario e come queste nuove risorse permettano una crescita aziendale che sia sostenibile.

1. Il finanziamento delle PMI

“Ancora oggi, a più di trenta anni di distanza, il *capital structure puzzle*, così come definito da Myers¹ nel 1984, non è stato ancora risolto e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria non può prescindere dall'analisi delle caratteristiche della stessa impresa”.²

Per mantenere un accettabile livello di competitività e svolgere le proprie attività, le aziende, necessitano di una raccolta di risorse di vario tipo. Il capitale è una risorsa di fondamentale

¹ S.C. Myers, “*The capital structure puzzle*”. Journal of Finance n.39, 1984.

² D. Venanzi, “*Il puzzle della struttura finanziaria*”. Pearson Italia, 2010.

importanza per l'esercizio d'impresa, risorsa che negli ultimi anni sta affrontando un costante problema di reperibilità nel sistema economico e finanziario.

Per reperire capitale, le imprese, possono affidarsi a diversi metodi di approvvigionamento, caratterizzati da soggetti, tempistiche e modalità di rimborso differenti. Queste diverse classificazioni rappresentano le varie fonti di finanziamento alle quali l'impresa si affida per poter soddisfare il proprio fabbisogno finanziario, che deve rispettare il piano strategico, seguendo l'evoluzione degli investimenti pianificati e coerenti con la loro durata. La necessità di dover finanziare un progetto di investimento che prevede una vita pluriennale, dovrebbe portare l'impresa a fare ricorso a finanziamenti che permettono di rimborsare l'importo in altrettanto tempo. Nel caso in cui, invece, si tratti di un'operazione di breve termine allora sarà più adatto attingere a fonti che si esauriscano in un periodo che corrisponda alla scadenza. La mancanza di questa correlazione di durata porterebbe a squilibri finanziari: mancanza di liquidità nel caso di fonti correnti a copertura di impieghi durevoli e ad un forte dissesto patrimoniale per impieghi correnti.

“La relazione che si instaura tra investimenti e finanziamento necessita dunque della definizione di alcuni concetti quali: l'elasticità degli impieghi, l'analisi sistemica delle fonti e l'analisi di composizione di entrambe le fattispecie”.³ “L'elasticità degli impieghi esprime il grado di adattabilità degli impieghi in relazione alle fonti e dunque indica quanto difficile sia per l'impresa smobilizzare tale attività e quali effetti provochi nell'economicità dell'azienda stessa”.⁴ “La valutazione sistemica delle fonti consente di prendere in considerazione le opportunità di finanziamento potenziali in modo che non si limiti ad una specifica prospettiva dell'operazione. Invece, viene esaminata in un'ottica ampia che considera gli effetti che si verrebbero a generare con il sistema di finanziamento già esistente dell'impresa. Infine, la composizione degli impieghi e delle fonti riguarda il criterio con cui vengono distinti e classificati al loro interno. Gli impieghi si distinguono in ragione della destinazione degli investimenti e del fabbisogno finanziario che generano nel tempo”.⁵

1.1 Lo scenario generale

La situazione finanziaria in cui riversano le PMI italiane presenta delle specifiche criticità, le debolezze strutturali come: l'eccessivo indebitamento, la conseguente sottocapitalizzazione, e a causa della crisi, il subire politiche di restrizione creditizia da parte delle banche, frenano notevolmente la loro crescita, la capacità di rinnovare e rinnovarsi.

³ P. De Luca e S. Ferri, “*Le scelte di finanziamento in ottica strategica*”. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, 2009.

⁴ P. Capaldo, “*Capitale proprio e capitale di credito ne finanziamento d'impresa*”. Giuffrè, 1967.

⁵ P. De Luca e S. Ferri, “*Le scelte di finanziamento in ottica strategica*”. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, 2009.

“Le PMI rappresentano il tessuto principale del sistema produttivo italiano, sia in funzione del tasso occupazione che dal punto di vista della presenza delle imprese presenti nel territorio, rappresentano infatti il 92% delle imprese italiane e l’85% dei lavoratori occupati. Per questa ragione tale tipologia di accesso al credito risulta di particolare attenzione per queste realtà produttive”.⁶



Figura 1.4 Andamento dei debiti finanziari per dimensione d’impresa (base 2007=100). Fonte: Rapporto Cerved PMI 2022

“La Figura 1.4 ci mostra che nel 2021 il livello dei debiti finanziari delle PMI è cresciuto ulteriormente (+6,7%) dopo il forte incremento del 2020 (+12,5%); per le grandi imprese è aumentato di più (+12,6%) amplificando il divario già esistente. Ciononostante, se guardiamo al valore relativo della leva finanziaria, il rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto si rivela in calo per le PMI nel 2021 (da 61,1% a 59,9%) mentre cresce per le grandi imprese (da 91,5% a 97,9%)”.⁷

⁶ OSSERVITALIA - *Rapporto Cerved (2021)*

⁷ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

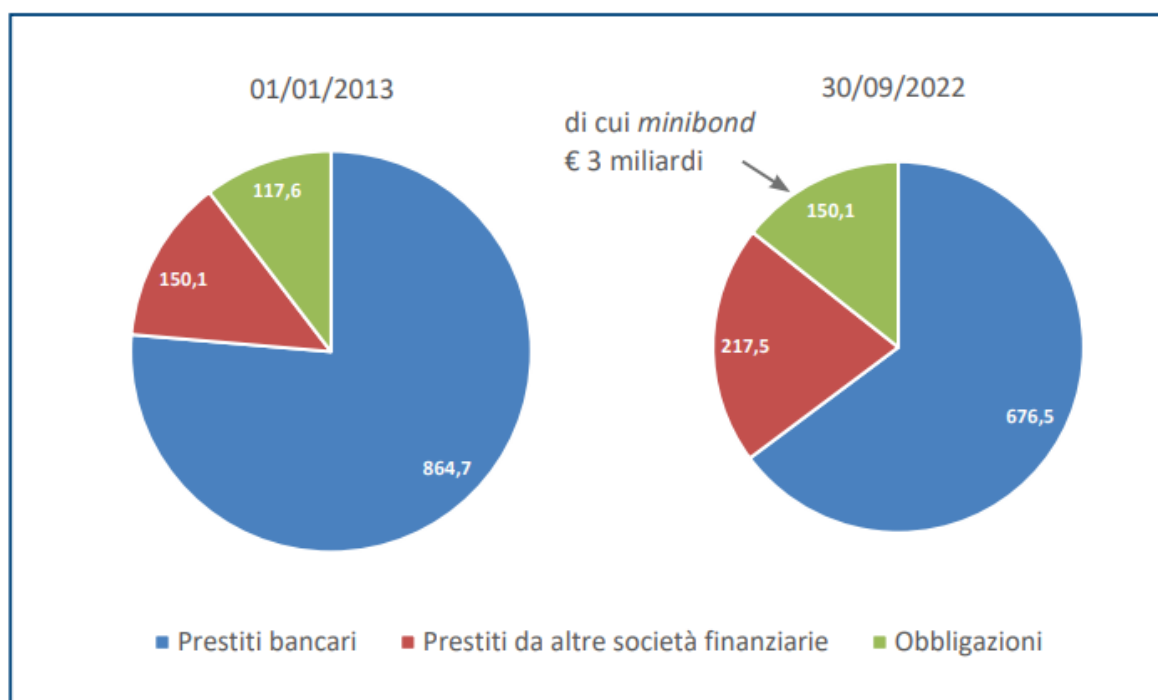


Figura 1.7 Passività delle società non finanziarie italiane dal 2013 al 2022: confronto fra prestiti bancari, prestiti da altre società finanziarie e obbligazioni. Valori in € miliardi (l'area è proporzionale ai valori). Fonte: Conti finanziari, Banca d'Italia

“La Figura 1.7 confronta la ‘fotografia’ delle passività finanziarie di terzi delle società non finanziarie italiane al 31/12/2022 con quella di 10 anni fa (1/1/2013). È interessante notare come lo *stock* di debito bancario sia sceso notevolmente, mentre è cresciuta la componente obbligazionaria, così come quella legata ai prestiti da altri soggetti finanziari non bancari. La somma delle tre componenti è comunque diminuita, a testimoniare il miglioramento della capitalizzazione delle imprese attraverso l'*equity*”.⁸

Tra i dati a nostra disposizione si evidenzia come il grande divario tra l'Italia e gli altri Paesi Europei risiede in una inferiore produttività delle nostre piccole medie imprese e in una parziale incapacità di perseguire in maniera ottimale gli obiettivi aziendali. Queste difficoltà strutturali delle nostre aziende si definiscono in una scarsa presenza di grandi imprese, mature e più strutturate in grado di garantire performance di maggior valore.

1.2 Fonti di finanziamento a confronto

Quando parliamo di “fonti di finanziamento” ci riferiamo a quelle fonti a cui un'impresa può attingere per reperire le risorse economiche necessarie per finanziarsi. La necessità di risorse varia in base al tipo di azienda, alla sua dimensione e struttura ma anche in relazione alla fase (avvio, consolidamento, sviluppo, crisi ecc.) in cui si trova l'impresa. Le aziende sono libere

⁸ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

di utilizzare molteplici metodi per raccogliere capitali, con obiettivi, tempi, finalità e modalità di rimborso diversi.

Il fabbisogno di capitale è dinamico, segue l'andamento degli investimenti programmati dall'impresa nel suo piano strategico. Per via di questa dinamicità risulta difficile per le imprese mantenere l'equilibrio tra impieghi e fonti, per questo è necessario un continuo controllo e analisi. “Questa difficoltà intrinseca alla quantificazione oggettiva delle necessità correnti e future di capitale può essere superata affrontando la questione in modo diverso, anziché pretendere di stimare un livello puntuale di fabbisogno finanziario può risultare più semplice e corretto per l'impresa stabilire un range nel quale è più probabile che il fabbisogno si posizioni una volta che si siano chiarite in miglior modo le esigenze finanziarie dei progetti intrapresi”.⁹

La variabilità temporale degli investimenti è correlata principalmente con le loro caratteristiche e con le politiche individuate dal soggetto economico. In particolare, tali politiche, possono essere influenzate da fattori endogeni, quali le caratteristiche dell'attività aziendale, ed esogeni, come la specificità del contesto ambientale in cui l'azienda opera. Esse “derivano da una problematica complessa, quale è il mantenimento di un'unità economico produttiva a fronte dell'ambiente esterno”.¹⁰

1.2.1 Aumento del capitale sociale

Viene definito capitale sociale l'importo conferito dagli azionisti nel momento della sottoscrizione delle quote della società. In aggiunta al capitale sociale c'è il fondo di riserva, costituito dal capitale aggiuntivo versato dagli azionisti o dagli utili non distribuiti. Il capitale sociale e le riserve costituiscono il capitale proprio della società, che è la differenza tra il totale delle attività della società e i prestiti da parte di terzi. “Il capitale, definito molte volte come *equity*, viene considerato una fonte a rischio pieno in quanto non prevede un rimborso al finanziatore”.¹¹

Il finanziamento azionario comporta un rischio di reddito, poiché la sua remunerazione dipende dalla performance dell'intero sistema aziendale, anziché da un tasso di interesse o da una cedola predeterminati. Se nei vari esercizi si verificano delle perdite, il capitale di rischio è l'importo stanziato per coprirle. Il rimborso del capitale versato agli imprenditori non è quindi garantito e viene

⁹ M. Massari, “*Le politiche finanziarie aziendali*”. Egea, 1988.

¹⁰ A. Bandettini, “*Finanza Aziendale. Le fonti*”, 1987. Cit.

¹¹ F. Di Lazzaro, “*La situazione finanziaria aziendale*”. Giuffrè 1994, p. 105.

utilizzato il principio della ricchezza residua. L'importo che rimane all'investitore è quindi determinato solo in tre casi: quando si realizzano plusvalenze attraverso la vendita delle azioni, quando il capitale viene restituito agli azionisti attraverso una riduzione del capitale oppure quando la società viene liquidata e il capitale rimane dopo la distribuzione agli altri creditori.

1.2.2 Prestito bancario

Oltre a raccogliere fondi attraverso il capitale azionario, per raccogliere finanziamenti, le imprese si affidano al capitale di debito. Una prima sostanziale differenza dal capitale sociale è che i finanziatori, in questo caso, sono tendenzialmente soggetti esterni all'azienda, ai quali non è riconosciuto alcun diritto di gestione o di controllo aziendale. Un secondo vantaggio è che il prestito bancario presenta un livello di rischio limitato: il debitore che riceve il finanziamento è obbligato alla restituzione dell'importo ottenuto alla data di scadenza specificata e alla remunerazione in base al tasso di interesse prestabilito dal contratto.

“Questo modello di finanziamento “banco-centrico” presenta due aspetti che frenano la crescita delle imprese e dell'intero sistema economico”.¹²

“Il primo aspetto riguarda la scarsa capacità del sistema bancario di fornire i fondi necessari per sostenere lo sviluppo e per finanziare l'innovazione. Le imprese innovative sono caratterizzate da progetti di più difficile valutazione, perché con rendimenti aleatori e tempi di rientro più lunghi”.¹³ “Il secondo limite di tale modello è legato alla eccessiva vulnerabilità finanziaria delle imprese che, per la scarsa capitalizzazione e l'elevata dipendenza dal canale bancario, lo rendono fortemente pro-ciclico, cioè la banca aumenta l'offerta nelle fasi positive e la raziona nelle fasi negative, aumentandone anche il costo e/o richiedendo maggiori garanzie”.¹⁴

Tra gli altri effetti collaterali del modello “banca-centrico” si sono generate aziende con bassa cultura finanziaria e un numero limitato di mezzi finanziari per far espandere il proprio business. Oggi, questo modello viene messo in forte discussione da nuove forme di finanziamento come il prestito obbligazionario. Molto spesso la riluttanza degli imprenditori a cercare fondi sul mercato dei

¹² L.F. Signorini, “*Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*”, 2015. Cit.

¹³ L.F. Signorini, “*Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*”, 2015. Cit.

¹⁴ G. Forestieri, “*I nuovi canali di finanziamento delle imprese*”, 2014. Cit.

capitali ha portato alla crisi di molte imprese ancora efficienti a livello produttivo ma deboli a livello finanziario.

1.2.3 Emissione di Bond

I *Mini-Bond*, introdotti in Italia nel 2013, sono titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società non quotate, tipicamente PMI, destinati a piani di sviluppo o operazioni di investimento. Questi strumenti finanziari sono stati pensati per le PMI che intendono avvalersi del mercato obbligazionario per finanziarsi in modo alternativo o complementare al più diffuso credito bancario. Come tutte le obbligazioni hanno un tasso d'interesse riconosciuto sotto forma di cedola periodica, e una data di scadenza.

Questo tipo di strumento è riservato a sottoscrittori qualificati professionali o istituzionali, in quanto devono essere affrontate due particolari problematiche: la difficoltà di valutazione del rischio della società emittente, che non assicura un livello di trasparenza del mercato e di disclosure, e infine la bassa liquidità che lo strumento offre anche nel caso sia quotato.

Tra le diverse motivazioni che spingono le aziende ad affacciarsi a questa nuova forma di finanziamento c'è sicuramente l'interesse di modificare la propria struttura finanziaria, riducendo la quota di debito contratto con le banche per potersi rendere meno dipendenti dal circuito del finanziamento bancario. In secondo luogo, la raccolta di capitale può essere fondamentale per sostenere investimenti in ricerca e sviluppo, nell'ingresso in nuovi mercati o per eventuali acquisizioni. Per di più, il prestito obbligazionario rispetto al prestito bancario, grazie alla partecipazione di sottoscrittori istituzionali, garantisce una maggiore stabilità e garanzia a favore degli investitori che possono dunque ottenere tassi medi di interesse minori. Infine, questo strumento permette di vedere l'intero processo di emissione come banco di prova per eventuali prossime operazioni finanziarie in mercati più strutturati.

1.2.4 La struttura finanziaria: la composizione

Come abbiamo visto, il management di un'azienda può utilizzare una combinazione di due macrocategorie di fonti di finanziamento per formare la sua struttura finanziaria: il capitale di rischio e il capitale di debito. Nella scelta di una struttura finanziaria appropriata si deve valutare quale fonte possa fornire un costo del capitale complessivamente inferiore. Nel primo caso è più difficile definire un

effettivo "costo" ma ci si riferisce al cosiddetto costo opportunità del capitale ovvero l'aspettativa del finanziatore di ricevere una remunerazione. Nel secondo caso ci si riferisce ad oneri e interessi che gravano sull'impresa per aver stipulato quel finanziamento. Definite queste due grandezze si può calcolare il cosiddetto costo medio ponderato del capitale (RWACC) che considera i due tassi di costo delle componenti della struttura finanziaria dell'impresa e li pondera per il rispettivo peso. Il tasso RWACC rappresenta effettivamente il costo sostenuto dall'impresa per finanziarsi data la sua struttura attuale del passivo.

Da un punto di vista della composizione finanziaria, la scelta dei *Mini-Bond* rispetto altre fonti di finanziamento, può garantire delle opportunità come la rimodulazione del mix di finanziamento da terzi e quindi di ristrutturare il passivo dell'impresa, iniettando la liquidità raccolta per rimborsare debiti in scadenza, ad esempio di natura bancaria. Inoltre, il prestito obbligazionario soddisfa l'esigenza di breve termine di assicurare l'equilibrio fra incassi dei crediti e pagamento dei debiti attraverso il finanziamento del ciclo di cassa operativo.

1.3 Il mercato italiano dei Bond

“Le emissioni di *Mini-Bond* censite dall'Osservatorio durante l'anno 2022 di importo inferiore a € 50 milioni, risultano essere 268. Nel corso del 2021 si erano registrate invece 221 emissioni; l'incremento è quindi pari a +21,3% ed è molto buono se si considera il peggioramento del quadro complessivo, con la guerra in Ucraina, l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse. Le emissioni si sono distribuite abbastanza equamente fra i due semestri; al solito a fine anno si è registrato un 'picco' (42 emissioni a dicembre). A partire dal 2013 disponiamo di un campione complessivo di 1.461 collocamenti”.¹⁵

¹⁵ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

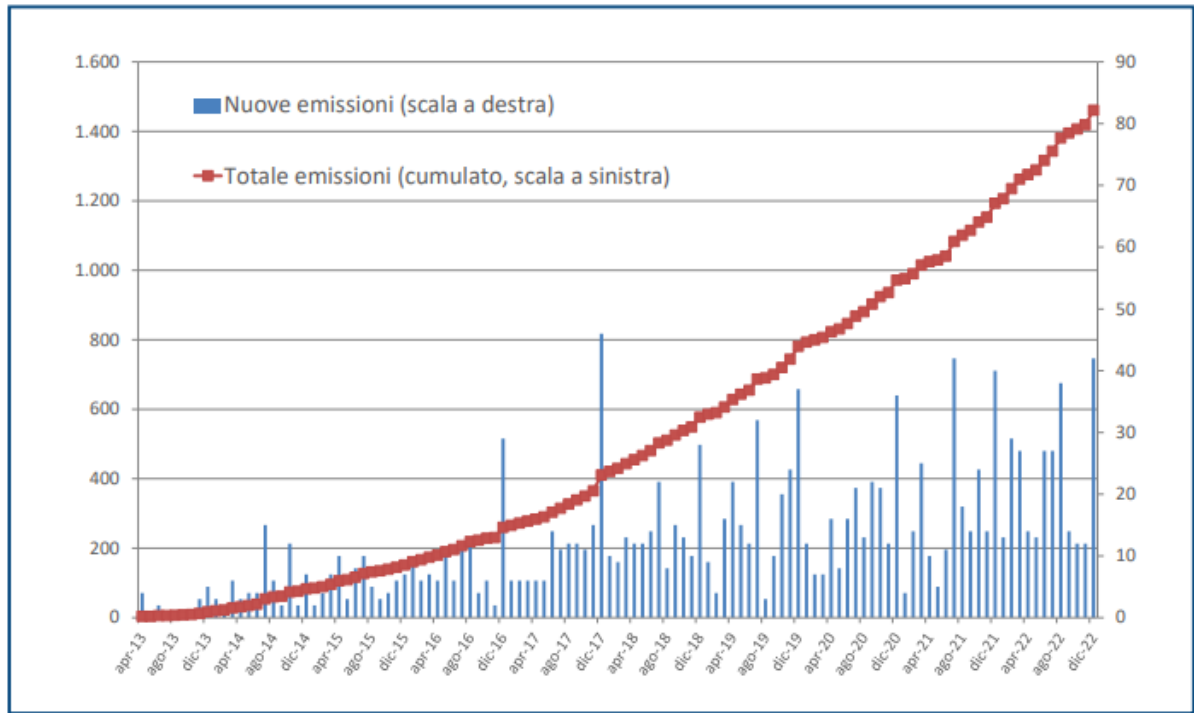


Figura 3.1 Flusso temporale delle emissioni di minibond dal 2013 al 2022 (emissioni sotto € 50 milioni)

“La Figura 3.1 aggiorna a fine anno l’andamento temporale cumulato delle emissioni di *minibond*, a partire dall’entrata in vigore delle riforme iniziate con il Decreto ‘Sviluppo’ del 2012. Si conferma che i *minibond* detengono un proprio mercato ‘stabile’”.¹⁶

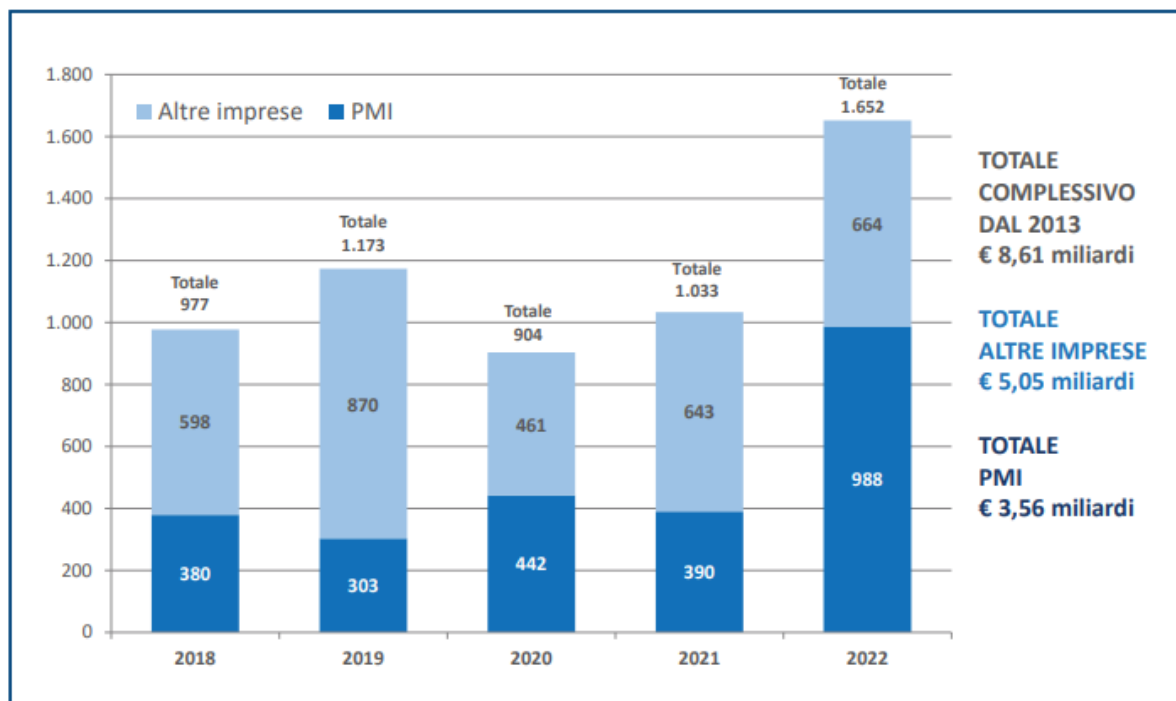


Figura 3.2 Flusso temporale del controvalore di emissioni di minibond negli ultimi 5 anni. Dati in € milioni.

¹⁶ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

“La Figura 3.2 descrive il flusso annuale rispetto al controvalore delle emissioni negli ultimi 5 anni. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2022 è pari a € 8,61 miliardi; il contributo di flusso relativo al solo 2022 è stato pari a € 1,652 miliardi, con un aumento del 60% rispetto al 2021. Se teniamo conto solo delle emissioni effettuate da PMI, il totale scende a € 3,56 miliardi, con un contributo nel 2022 di € 988 milioni, nuovo massimo storico registrato dall’Osservatorio”.¹⁷

1.3.1 Le imprese emittenti

“Le emittenti del 2022 sono in maggioranza PMI. In particolare, 178 su 254 rispettano i requisiti dimensionali; la percentuale è pari al 70,1%, più alta rispetto al 2021 (era 66,5%)”.¹⁸

“Il campione del 2022, come si vede dalla Figura 2.1, è composto da:

- 137 società per azioni SpA (pari al 53,9% del totale, percentuale leggermente superiore a quella del 2021);
- 108 società a responsabilità limitata Srl (42,5% del totale) in aumento in valore assoluto ma in lieve calo in termini relativi;
- 6 società cooperative (pari al 2,4%), una in più rispetto al 2021;
- 3 società consortili (pari all’1,2%), due in più rispetto al 2021”.¹⁹

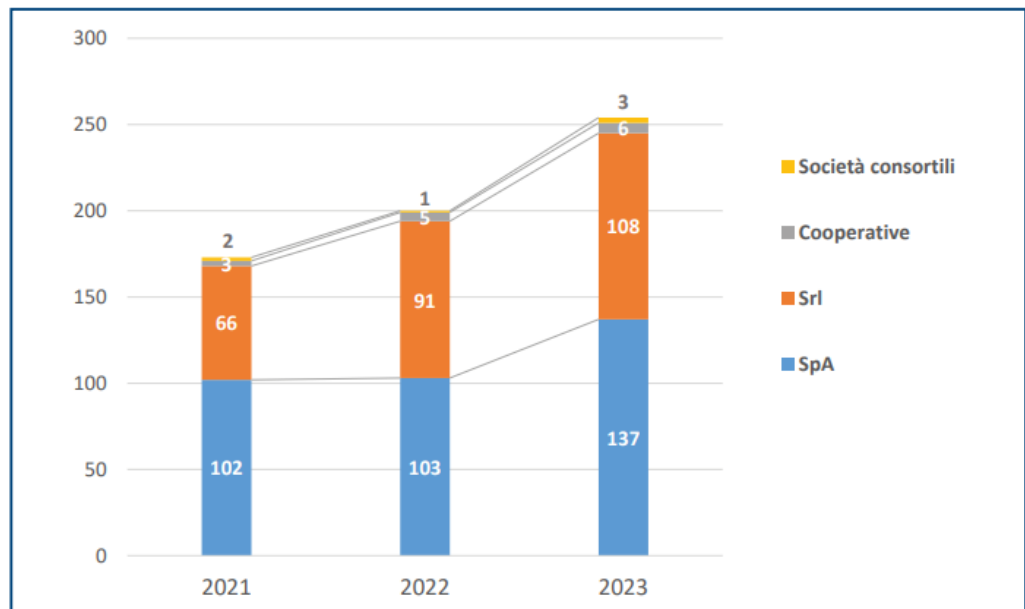


Figura 2.1 Segmentazione delle emittenti di minibond sotto € 50 milioni per tipologia di impresa: evoluzione dal 2020 al 2022

¹⁷ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

¹⁸ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

¹⁹ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

“Per quanto riguarda il settore di attività, il comparto manifatturiero è sempre in testa (34,6% del campione 2022) mentre si osserva un balzo per le costruzioni (16,5%). La Lombardia è sempre prima per numero di emittenti (63) seguita da Veneto (50) e Piemonte (28)”.²⁰

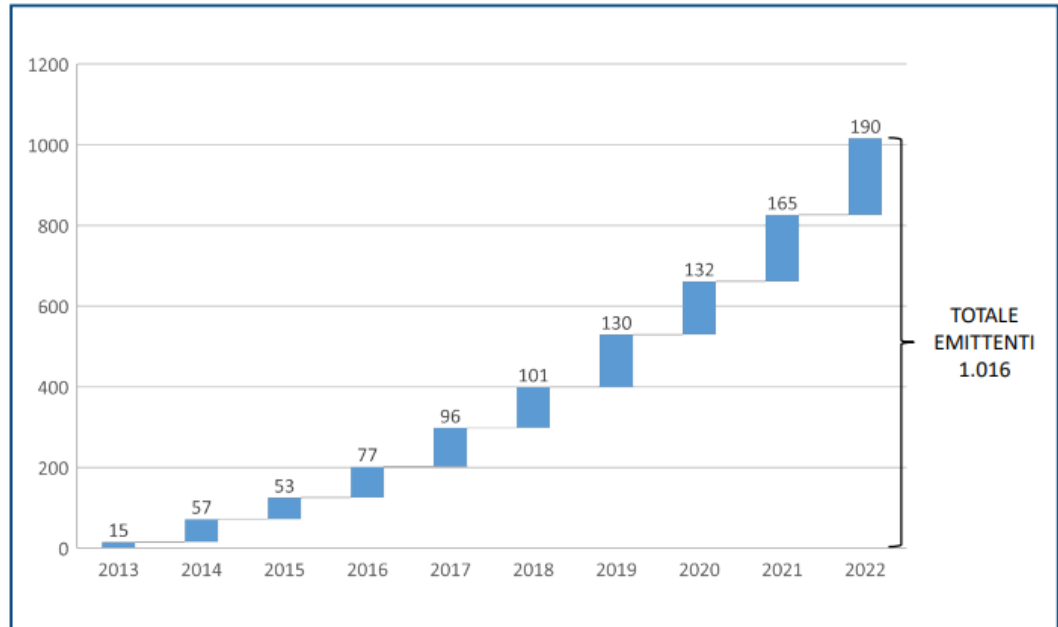


Figura 2.2 Il flusso delle nuove emittenti che si sono affacciate sul mercato italiano dei minibond, anno per anno

1.3.2 Basket Bond

“Ammonta a circa 100 milioni la raccolta complessiva di *minibond* nel 2022 per favorire i progetti di crescita delle 22 imprese italiane che hanno aderito al programma *Basket Bond* Italia. E’ questo il bilancio 2022 del progetto presentato lo scorso settembre, nella sede di Borsa Italiana, da Banca Europea per gli Investimenti (BEI), Cassa Depositi e Prestiti (CDP), Mediocredito Centrale (MCC), Banca Finint, Confindustria Veneto Est ed ELITE-Gruppo Euronext, con l’obiettivo di sostenere attraverso strumenti di finanza alternativa l’accesso al mercato dei capitali e i piani di investimento e di sviluppo delle aziende di minori dimensioni, rafforzandone la competitività in Italia e all’estero”.²¹

“Nel 2022 hanno trainato la crescita del mercato i *basket bond*, ovvero progetti di sistema volti ad aggregare le emittenti per area geografica o per filiera produttiva, anche attraverso operazioni di cartolarizzazione. Si tratta di progetti che fino ad

²⁰ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

²¹ Cassa Depositi Prestiti - comunicato stampa: Basket Bond Italia

oggi hanno catalizzato quasi € 2 miliardi di risorse. Protagonisti assoluti di questo mercato sono la Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale”.²²

La necessità di reperire fondi aggiuntivi per realizzare i piani di sviluppo aziendale ha spinto il settore a sviluppare strumenti di sostegno finanziario innovativi gestiti da operatori non bancari. I cosiddetti "panieri obbligazionari sono un aggregato di obbligazioni societarie emesse da società con caratteristiche simili. Nella maggior parte dei casi, infatti, tali obbligazioni sono organizzate secondo criteri regionali o tematici da aziende che condividono un segmento di mercato e che per ragioni di convenienza tecnica o strategica decidono di aderire alla creazione di questo strumento di finanziamento.

“Nella Figura 3.3 abbiamo disaggregato il flusso della raccolta fra le diverse tipologie di *minibond* individuate dalla tassonomia della Tabella 3.1. Si nota subito un incremento consistente nei volumi dei *basket bond*, praticamente triplicati rispetto al 2021. Le emissioni captive nel 2022 sono state ‘cannibalizzate’ dai *basket bond* e registrano un calo, poiché i grandi gruppi bancari impegnati come *arranger* di *minibond* hanno avviato nuovi programmi proprio nei *basket bond*. Anche le altre tipologie di *minibond* (*listed* e *private*) comunque hanno dato un buon contributo alla crescita del mercato nell’ultimo triennio”.²³

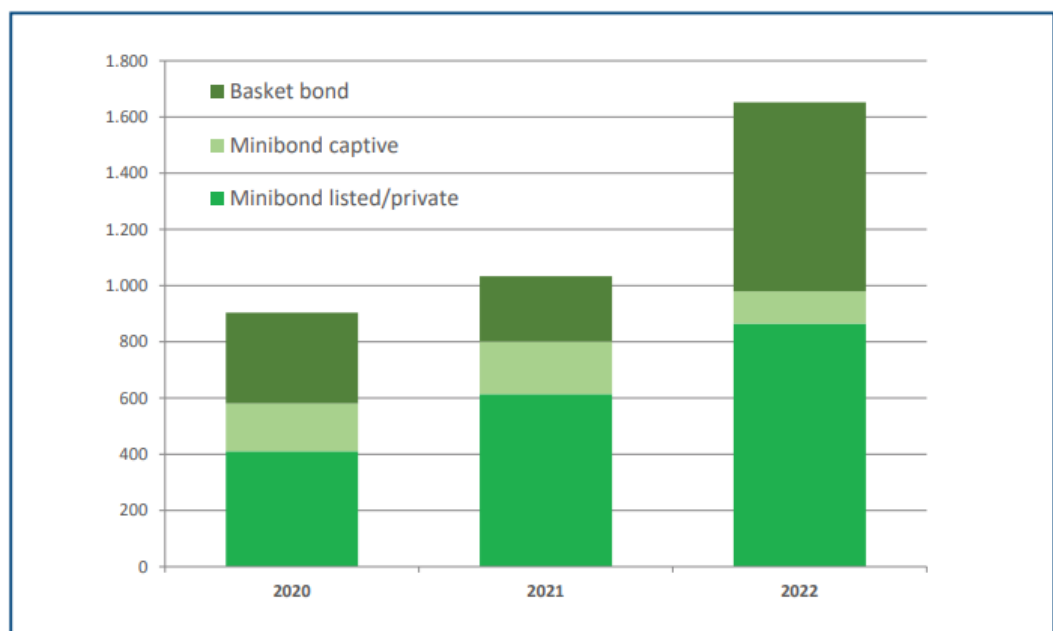


Figura 3.3 Flusso temporale del controvalore di emissioni di minibond per tipologia di operazione.

²² 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

²³ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

2. Il Mini-Bond come strumento di finanziamento

La necessità di reperire risorse aggiuntive, da destinare a piani di sviluppo aziendale, ha spinto le piccole e medie imprese a creare innovativi strumenti finanziari. Come detto in precedenza, il *Mini-Bond* può essere declinato e definito in merito alla funzione per cui è stato pensato. Da questo strumento, infatti, si possono creare i *Green Bond* la cui emissione è legata a progetti per l'ambiente, come l'efficientamento energetico e la produzione di energia da fonti pulite; oppure *Basket Bond* che derivano dalla cartolarizzazione di obbligazioni (*Mini-Bond*) emesse da una pluralità di imprese, spesso accomunate da caratteristiche simili, come ad esempio l'appartenenza alla stessa filiera produttiva o area geografica. Sfruttare quindi i *Mini-Bond* come canale di raccolta di capitali offre numerosi benefici per le aziende, promuovendo la loro crescita e riducendo le limitazioni finanziarie.

2.1 Le parti coinvolte

Nel processo di emissione dei *Mini-Bond* l'azienda entra in contatto con innumerevoli attori con ruoli diversi, con il compito di accompagnare le imprese nelle diverse scelte e fasi operative. In questo paragrafo vengono discusse e contestualizzate le figure professionali che conducono le aziende dalla fase iniziale di verifica dei requisiti fino alla fase di emissione dei titoli di debito.

2.1.1 La verifica dei requisiti: l'Advisor

“L'*Advisor* è un consulente destinato ad affiancare l'impresa nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del business plan, dell'information memorandum e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione”.²⁴ Il ruolo dell'*Advisor* è molto importante e necessario affinché il processo di emissione dei *Mini-Bond* si svolga senza intoppi perché è colui che più di chiunque altro vigila sulla società emittente e aiuta l'azienda a valutare le decisioni in campo finanziario e legale.

La prima analisi da svolgere per l'*Advisor* è quella di determinare costi-benefici dell'operazione, confrontando l'eventuale emissione di *Bond* con altri fonti di finanziamento, tenendo conto della struttura aziendale e degli obiettivi prefissati. Successivamente è fondamentale predisporre una documentazione tecnica di analisi di fattibilità, tramite un business plan, al fine di coordinare tutti i soggetti coinvolti.

La valutazione dell'impresa emittente si fonda prevalentemente sulla sua solidità patrimoniale, confrontando i flussi di cassa futuri specificati nel business plan con

²⁴ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

i flussi di cassa da pagare, si verifica la capacità della società di adempiere ai propri impegni contrattuali. I dati su cui si basano le ipotesi finanziarie ed economiche devono essere attendibili e dimostrabili, in particolare per quanto riguarda le proiezioni sulla capacità dell'azienda di generare reddito e flussi di cassa futuri. Nella fase successiva all'emissione, il consulente può assistere l'azienda nel verificare che le condizioni iniziali vengano rispettate. Riassumendo dunque, il ruolo dell'*Advisor* può quindi essere triplice:

- Valutazione preliminare dell'emittente e dei requisiti minimi dell'azienda;
- Pianificazione dell'operazione e identificazione dei potenziali investitori;
- Preparazione e gestione dei documenti necessari per l'emissione.

2.1.2 Gli aspetti legali: l'Arranger

Il ruolo dell'*Arranger* è quello di coordinare il collocamento dei titoli sul mercato ed individuare i potenziali investitori a cui far sottoscrivere le obbligazioni. L'*Arranger*, dopo aver valutato la documentazione sull'azienda e sul mercato di riferimento, contribuisce a costruire e collocare lo strumento obbligazionario tra gli investitori qualificati. Egli intrattiene rapporti con gli investitori e con Borsa Italiana per il collocamento del prestito obbligazionario. Mediante le informazioni contenute nel business plan, il regolatore effettua ricerche approfondite sul mercato di riferimento dell'azienda, al fine di valutare con cognizione di causa il futuro flusso di cassa dell'azienda e la salute finanziaria delle sue attività imprenditoriali e commerciali. In seguito, si mette in contatto con gli investitori e invia loro un prospetto aziendale, illustrando i punti di forza e le caratteristiche dell'attività imprenditoriale, nonché la necessità e l'opportunità di emettere obbligazioni. Per quanto riguarda la strutturazione dell'obbligazione, il regolatore stabilisce le caratteristiche dell'obbligazione, quali la scadenza, l'importo, il tasso di interesse, le opzioni, i covenant e le garanzie.

2.1.3 Gli altri soggetti

“I consulenti legali si occupano di verificare gli aspetti formali e di compliance rispetto ai contratti e ai regolamenti o prospetti del prestito”,²⁵ viene infatti verificata la correttezza procedurale e normativa degli accordi tra le parti. Il loro ruolo è quindi quello di assistere l'azienda nella stesura del regolamento di finanziamento, verificare le disposizioni stipulate e preparare i documenti necessari per la quotazione in borsa. Nella maggior parte dei casi, l'intervento di

²⁵ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

un consulente non è necessario, poiché la banca che funge da consulente, dispone già di personale e risorse.

“Con l'introduzione dei *Mini-Bond* e di altri strumenti di finanza alternativa il settore bancario non si relaziona più alle PMI esclusivamente come soggetto finanziatore bensì assume anche un ruolo di consulente e di partner nella ricerca di risorse finanziarie nel mercato. La banca, dunque, evolve la sua posizione nei confronti del tessuto economico nazionale apportando adeguate capacità e conoscenze che permettono alle imprese di potersi affacciare al mercato dei capitali, il quale non si è ancora espresso al massimo delle sue capacità nel territorio italiano, inoltre sfrutta le informazioni e le relazioni createsi con le imprese locali per potenziare ed affinare le proprie abilità di *scouting* e *advisory*”.²⁶

Le agenzie di *rating* possono essere interpellate facoltativamente dall'impresa, essendo il *rating* un adempimento non obbligatorio. Questo tipo di valutazione può essere emesse solo da società autorizzate dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), l'autorità di vigilanza europea responsabile della stabilità finanziaria e garante del funzionamento trasparente dei mercati. Ogni agenzia assegna un valore in base alla scala di *rating*, dopo aver valutato la solidità finanziaria dell'emittente, analizzando il rapporto di liquidità, il rapporto di indebitamento e la capacità di generare flussi di cassa.

Il revisore legale è incaricato della certificazione dei bilanci dell'impresa emittente. Tale requisito non è obbligatorio per l'emissione del *Mini-Bond* ma diventa imprescindibile nel caso in cui l'impresa decida di quotare il titolo nel mercato azionario.

2.1.4 Il mercato ExtraMOT PRO

Il mercato ExtraMOT è una piattaforma di negoziazione obbligazionaria gestita da Borsa Italiana, all'interno del quale operano solamente investitori istituzionali. Gli strumenti finanziari quotati su ExtraMOT includono obbligazioni, *Mini-Bond* e altri titoli di credito emessi da società.

“I requisiti di ammissione sono meno stringenti rispetto a quelli del mercato regolamentato: alle società emittenti è richiesta la pubblicazione degli ultimi due bilanci, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile e la pubblicazione

²⁶ Meiani, Rizzi e Sabatini, “*Guida ai Mini-Bond, Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*”. Banca Editrice, 2015.

di un atto informativo. I requisiti informativi, invece, fanno riferimento a informazioni di carattere tecnico (cedole, modalità di rimborso, date di pagamento) e comunicazione, qualora fosse possibile, del giudizio di *rating*".²⁷

“Il costo di ammissione per ogni strumento è particolarmente contenuto: in caso di collocamento tradizionale la *fee* è pari a € 2.500 una tantum per strumento finanziario indipendentemente dalla durata”.²⁸ “I costi del collocamento di un *minibond* sono un elemento cruciale ma non determinante nella valutazione di fattibilità, in un contesto in cui il credito bancario è tuttora accessibile a costo contenuto per le imprese ‘sane’, ma non per tutte le tipologie di aziende. I costi di emissione sono fiscalmente deducibili; il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell’impresa, sia dalla complessità dell’emissione, sia dagli sforzi necessari per il collocamento”.²⁹

2.2 Il processo di emissione

Una volta scelto di finanziarsi attraverso l’emissione di *Bond*, la società affronta un processo caratterizzato da più fasi che vede come protagonisti i soggetti precedentemente descritti.

L’attività funzionale all’emissione obbligazionaria si distingue in alcune fasi tra loro differenti, risultando però interconnesse:

- analisi preliminare dei requisiti minimi;
- studio di fattibilità, piano economico-finanziario che identifica i profili reddituali attuali e prospettici dell’azienda;
- costruzione finanziaria dello strumento obbligazionario;
- attività di funding con gli investitori qualificati;
- emissione del titolo.

2.2.1 Origination: valutazione quali-quantitativa e assegnazione del rating

Questa prima fase identifica i possibili vantaggi per l’azienda nella scelta dei *Mini-Bond* come modalità di finanziamento rispetto ai prestiti bancari e ad altri metodi di finanziamento. “I vantaggi che vengono più spesso citati in relazione all’esperienza dell’emissione sono:

- l’acquisizione di competenze complementari sul mondo della finanza mobiliare e su come rapportarsi con il mercato del capitale, prima non disponibili nel know-how aziendale;

²⁷ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

²⁸ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

²⁹ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

- un maggiore potere contrattuale verso le banche e la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, assicurandosi una ‘scorta’ di capitale per il medio-lungo termine;
- un non trascurabile effetto di marketing, legato alla diffusione della conoscenza dell’azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi, con un effetto di ‘certificazione’ verso fornitori e clienti e di incremento del prestigio dell’azienda e degli imprenditori;
- un utile ‘allenamento’ in preparazione a possibili operazioni più complesse sul mercato mobiliare, come *private equity* e quotazione in Borsa, reso possibile anche grazie all’ingresso in una community costituita da investitori professionali ed altre imprese emittenti”;³⁰

Successivamente, l’*Advisor* valuterà i requisiti minimi ed effettuerà una valutazione quali-quantitativa per verificare la sostenibilità finanziaria dell’impresa. Gli elementi su cui si basa tale analisi sono:

- La capacità di generare risorse finanziarie e remunerare gli investitori;
- La capacità del management di gestire la complessità che un’emissione obbligazionaria può comportare;
- Il grado di efficienza da parte dell’azienda di fornire adeguati controlli.

I flussi di cassa futuri devono quindi essere tali da consentire all’azienda di condurre in sicurezza le proprie attività economiche, garantire un certo margine di liquidità e remunerare il prestatore. Da questo tipo di analisi si ricava il grado di rischio della transazione, che a sua volta determina l’importo adeguato degli interessi da attribuire alla garanzia. Se la valutazione finanziaria è positiva, in relazione all’operazione di finanziamento viene redatto un business plan che presenta le caratteristiche del progetto di investimento concordato dall’azienda, il grado di rischio dell’azienda e la struttura organizzativa; infine, si sceglie lo strumento più adatto al fabbisogno finanziario dell’impresa.

“Il *rating* è certamente l’informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell’emittente. Si tratta infatti di un giudizio di merito emesso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza rispetto alla capacità dell’emittente di ottemperare agli impegni previsti circa la remunerazione e il rimborso del capitale”.³¹ Questo valore viene espresso in funzione di parametri

³⁰ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

³¹ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

che riguardano la solidità patrimoniale, il grado di indebitamento, la situazione di liquidità e la capacità prospettica di generare cassa.

2.2.2 **Strutturazione: volume, scadenza, ammortamento e collocamento del prestito**

Individuato lo strumento idoneo che rispetta le esigenze finanziarie dell'emittente, si procede ad analizzare e valutare tutte le variabili del titolo con l'ausilio dell'*Arranger*, in particolare: volume, scadenza, modalità di ammortamento, presenza di eventuali opzioni e garanzie.

La valutazione del **valore di emissione** rispecchia la classica procedura di analisi dei bilanci aziendali, che analizza la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda in questione attraverso la riclassificazione di documenti contabili, indici e flussi di cassa.

La **data di scadenza** di un *Mini-Bond* è scelta in base ai piani di investimento della società e ai tempi di ritorno delle risorse finanziarie. La scadenza può essere influenzata dalla situazione aziendale e dalla posizione debitoria. Un *Mini-Bond callable* può essere rimborsato prima della scadenza se l'impresa si rifinanzia a condizioni migliori o ha la liquidità necessaria. Al contrario, un *Mini-Bond puttable* offre al possessore l'opportunità di richiedere il rimborso anticipato, consentendo di smobilizzare l'investimento prima della scadenza.

“Le società possono scegliere tra due diverse modalità di **ammortamento**: il "*bullet*", che prevede il rimborso completo del capitale alla scadenza, e l'"*amortizing*", che comporta un rimborso graduale del capitale in più fasi nel corso del tempo. La scelta tra queste due opzioni dipende anche dal tipo di investimento che la società intende effettuare. La maggioranza dei titoli prevede il rimborso del titolo a rate successive (*amortizing*). Nelle emissioni a breve scadenza è relativamente più frequente la modalità *bullet*, con un rimborso integrale alla scadenza”.³²

“Per quanto riguarda la **cedola**, nella maggioranza dei casi è fissa ma in 105 emissioni del 2022 è indicizzata. Nel 2021 i casi erano molto meno (22). Cresce decisamente la remunerazione offerta, in linea con la dinamica dei tassi sul mercato (la media è 5,18% rispetto a 3,94% dell'anno prima)”.³³

³² 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

³³ 9° Report sui Mini-Bond del Politecnico di Milano (2023)

2.2.3 Emissione e quotazione

Preliminarmente l'emittente, sotto la guida e il supporto di un consulente, adempie ad alcuni requisiti formali e definisce il regolamento del prestito stabilendo le condizioni definite nella fase di creazione e strutturazione. Non appena completata la fase di definizione della struttura obbligazionaria, il *Bond* viene emesso e rilasciato ad investitori accreditati. Contemporaneamente alla fase di strutturazione del prestito, l'*Arranger* contatta potenziali investitori che si offrono di sottoscrivere l'emissione.

2.3 Il quadro normativo e fiscale

Le normative di riferimento sono contenute nel “Decreto Sviluppo” (22 giugno 2012), nelle successive integrazioni e modifiche apportate nel “Decreto Sviluppo Bis” (8 ottobre 2012) e nel “Decreto Competitività” (24 giugno 2014).

2.3.1 Decreto Sviluppo

Il Decreto Sviluppo è il primo dei decreti che ha introdotto la materia dei *Mini-Bond*. Con questo provvedimento si è voluto rimuovere parte delle disparità che derivavano dalla diversa imposizione fiscale alla quale erano sottoposti i titoli di debito emessi dalle PMI quotate e no.

Il Decreto stabilisce che gli interessi passivi sono deducibili ai fini dell'Ires entro il 30% del margine operativo lordo, a condizione che i titoli siano emessi da società con azioni non quotate, escludendo banche e microimprese. Tra le disposizioni fiscali introdotte dal legislatore si sancisce l'esenzione della ritenuta sugli interessi pagati.

L'ultima agevolazione introdotta dal legislatore afferma che “*Le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio*”.³⁴ Si considerano spese di emissione quelle sostenute per le commissioni che competono all'*Arranger*, all'*Advisor*, alla società che emette il *rating*, ai compensi riguardanti le commissioni relative al collocamento, ai compensi professionali e tutto ciò che riguarda l'emissione del prestito obbligazionario.

³⁴ Decreto Sviluppo 22 giugno 2012 - art. 32, comma 13

2.3.2 Decreto Competitività

L'obiettivo di questa disposizione è quello di ottenere una maggiore competitività nei mercati internazionali, aumentando la domanda di *Mini-Bond* da parte di investitori esteri.

Condizione essenziale per l'eliminazione della ritenuta di acconto del 26% è la collocazione di tali titoli presso gli investitori istituzionali e che siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

2.3.3 Il regime fiscale

Gli interessi relativi ai *Mini-Bond* e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 26% ma sono anch'essi assoggettati al regime dei titoli dei grandi emittenti così disciplinati:

- a) verrà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale;
- b) ovvero l'erogazione senza alcun prelievo alla fonte sia quando il percipiente è una impresa – società o ente commerciale – residente in Italia, sia quando il percettore è un soggetto residente all'estero ma in un paese *white list*.

Questa vantaggiosa disposizione riduce il carico di compiti amministrativi sia per l'emittente che per il sottoscrittore, e potenzialmente facilita un maggiore flusso di capitali dall'estero.

3. Trentino Basket Bond

“Il Fondo Strategico Trentino - Alto Adige, gestito da Finint SGR, ha strutturato e interamente sottoscritto l'operazione di sistema Trentino *Mini-Bond*, che coinvolge 9 PMI trentine aderenti a Confindustria Trento per un importo complessivo pari a Euro 10,2 milioni”.³⁵ Il Fondo Strategico Trentino - Alto Adige è un fondo comune di investimento multi comparto per investitori professionali che ha investito 215,55 milioni di euro in 50 società della regione.

“Nella maggior parte dei casi si tratta di medie imprese che hanno fatto per la prima volta ricorso al mercato dei capitali, affiancando al tradizionale canale bancario una nuova forma di debito. Da tale contesto erano rimaste in parte escluse le piccole imprese (fascia di fatturato interessata € 5-15 mln) ancora in grado per dimensione, struttura e costi di accedere al mercato dei capitali”.³⁶ Da tali

³⁵ Nordest Economia: “*Trentino Minibond, il nuovo basket bond di Finint SGR*”.

³⁶ Crescita e Finanza Alternativa: “*Un Matrimonio Inevitabile - Trentino Minibond*”.

riflessioni Finint SGR ha sviluppato un'operazione di sistema che consente anche alle PMI di accedere al mercato dei capitali a costi competitivi.

“L'operazione è stata sviluppata in *partnership* con Confindustria Trento, che ha avuto un ruolo attivo nella segnalazione di una lista di aziende in linea con gli obiettivi del fondo. Tra le potenziali imprese partecipanti, Finint SGR ha selezionato le seguenti 9 società: *Algorab* (servizi e sistemi di telecontrollo), *Cardioline* (dispositivi diagnostici cardiologici), *CMV* (impiantistica per processi siderurgici), *ELPPA* (estrazione e lavorazione porfido), *Erika Eis* (gelati e krapfen), *Eurotexfilati* (commercio e produzione filati), *Gaierhof* (vitivinicolo), *leMur* (filati elastici) e *Sartori Legno* (pallets e imballaggi in legno)”.³⁷









Impresa	Attività	Ammontare Minibond	Ricavi 2018 (€/000)
	Commercio e Produzione Filati	€ 1,2 mln	12.449
	Produzione Filati Elastici	€ 1,3 mln	10.149
	Dispositivi Diagnostici Cardiologici	€ 1,0 mln	8.755
	Estrazione e Lavorazione Porfido	€ 0,6 mln	3.239
	Produzione Gelati e Krapfen	€ 1,3 mln	5.894
	Pallets e Imballaggi in legno	€ 1,6 mln	19.310
	Impianti per processi siderurgici	€ 1,5 mln	12.949
	Servizi e Sistemi di Telecontrollo	€ 1,2 mln	5.084
	Vitivinicolo	€ 0,5 mln	2.756

Figura 1 - Coperti tutti i settori e le fasi di vita di un'impresa.

Il Fondo Strategico Trentino – Alto Adige è un modello di efficace collaborazione, punto di incontro tra il risparmio previdenziale, le risorse pubbliche e il risparmio privato. Il *focus* del Fondo è l'economia reale, garantendo l'avvicinamento delle PMI a canali alternativi di finanziamento e migliorando la gestione finanziaria delle imprese. L'attenzione al territorio è un elemento caratterizzante di questo strumento perché permette di accompagnare la crescita e la maturità della cultura economico-finanziaria dell'area.

³⁷ Nordest Economia: “Trentino Minibond, il nuovo basket bond di Finint SGR”.

Trentino Minibond Schema dell'operazione

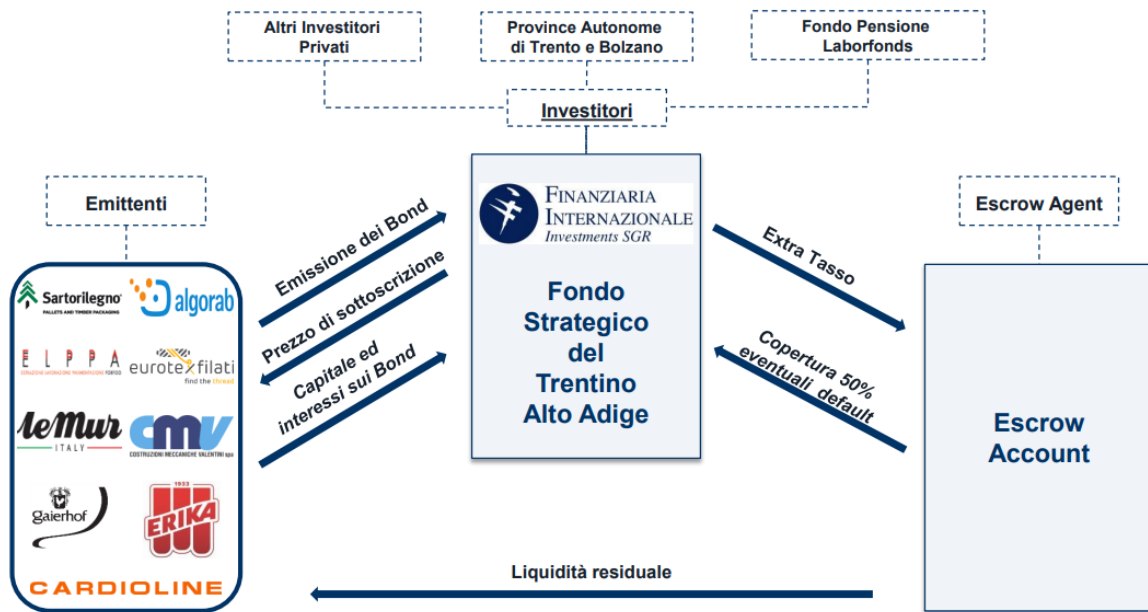


Figura 2 – Dettaglio dei flussi e della struttura.

L'analisi del presente lavoro mira a individuare come le emissioni di questo *Basket Bond* incidano sull'equilibrio aziendale di Sartori Legno S.r.l. e si concentra principalmente su tre diverse dimensioni: la struttura patrimoniale dell'impresa e l'equilibrio tra le diverse fonti di finanziamento; l'equilibrio finanziario e il grado di solvibilità dell'impresa in merito ai costi di finanziamento; il grado di redditività dei diversi fattori che compongono le dinamiche aziendali.

3.1 Il contesto territoriale

“In Trentino più della metà del valore aggiunto prodotto dal secondario afferisce alle attività di trasformazione del manifatturiero, un dato significativamente minore rispetto alla composizione per quote dell'Italia dove i settori del manifatturiero rappresentano il 69,1% del valore aggiunto totale dell'industria. Il differenziale deriva soprattutto dal consistente peso del valore aggiunto prodotto dal comparto energetico, un comparto che a livello locale costituisce un'eccellenza produttiva grazie all'ampia disponibilità di risorse idriche e che genera ben il 24,7% del valore aggiunto complessivo dell'industria a fronte dell'11,8% in Italia”.³⁸

“Il potenziale produttivo dell'industria risulta in costante flessione come effetto della tendenza regressiva del numero delle imprese. Tra il 2000 e il 2019 si è osservata in Trentino una variazione negativa dello *stock* di unità produttive del 19,6% per il manifatturiero e dell'1,8% per le costruzioni che si accompagna ad una flessione dell'occupazione

³⁸ Competitività del sistema produttivo Struttura economica del Trentino e mappatura settoriale - ISPAT

rispettivamente del 3,2% e del 10,7%. Il problema assume una connotazione rilevante sul piano territoriale perché le uscite delle imprese dal mercato possono presentare un carattere di asimmetria anche marcata, determinando in certi ambiti locali una rarefazione delle attività di trasformazione. Al problema del restringimento della manifattura si aggiunge la contestuale accentuazione dei divari di performance tra le imprese che costituiscono il tessuto produttivo, divari che sono legati ad una molteplicità di fattori connessi a questioni tipicamente strutturali, come il grado di specializzazione produttiva dei territori o la dimensione media dell'impresa, fattori che condizionano la propensione ad innovare, ad esportare, ad investire, a riorganizzare i processi e l'assetto del capitale umano".³⁹

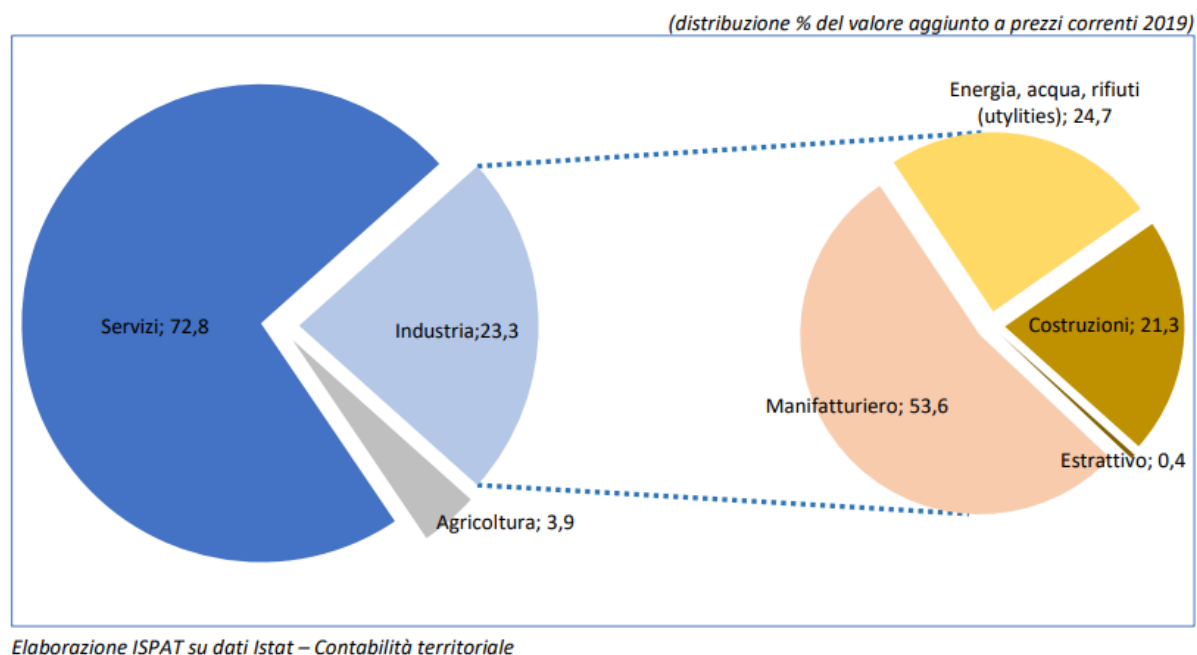


Fig. 2.2 - Composizione settoriale del sistema economico e struttura del secondario in Trentino

La produzione industriale si caratterizza per la trasformazione di materie prime e semilavorati in beni finali destinati sia a costituire altri beni intermedi per altre produzioni, sia a soddisfare direttamente bisogni finali. Le attività manifatturiere comprendono una pluralità di ambiti: dalla meccanica, all'alimentare, al tessile, all'elettronica, settori che risultano in continua evoluzione per meglio rispondere alle esigenze di consumo che si evolvono nonché alle innovazioni tecnologiche.

3.2 Struttura dell'operazione

Questa operazione di sistema è stata pensata per facilitare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali. La struttura dell'operazione ha previsto una prima fase che si basa su predeterminati criteri generali come avere la sede legale e/o operativa nella Provincia

³⁹ Competitività del sistema produttivo Struttura economica del Trentino e mappatura settoriale - ISPAT

Autonoma di Trento e successivamente la selezione da parte di Finint SGR delle potenziali aziende emittenti.

La seconda fase prevede che ciascun emittente selezionato emetta delle obbligazioni secondo delle caratteristiche definite in comune accordo tra le imprese emittenti.

Bond	9 emissioni di importo compreso tra € 500 mila ed € 1,6 milioni
Rimborso	Amortising con 1 anno di pre-ammortamento e una WAL di 3,2 anni
Scadenza	31 dicembre 2024, 5,5 anni
Emissione e taglio	Alla pari in tagli da € 100.000
Tasso d'interesse iniziale	4,80%
Tasso d'interesse minimo	2,70% - Nel caso in cui non si siano verificati inadempimenti il tasso finale effettivo sarà pari al 2,70% e il delta interessi - precedentemente corrisposto dalle imprese al Fondo - sarà conguagliato dal Fondo ad ogni singolo emittente partecipante
Extra tasso	In caso di default di uno o più emittenti la cascata dei pagamenti prevede che intervengano (a) al 50,0% il Fondo e (b) per il rimanente 50,0% le altre imprese emittenti attraverso una mancata riduzione del Tasso Iniziale
Covenant finanziari	Personalizzati per ogni emittente
Rimborso opzionale	Da parte dell'emittente a partire dal 31 dicembre 2022 a fronte di una penale in funzione del debito residuo

Figura 3 - Caratteristiche delle emissioni.

Gli elementi fondamentali che sono stati valutati per l'emissione di un prestito obbligazionario sono il valore complessivo dell'emissione, la data di scadenza del titolo, il suo ammortamento, la cedola ed eventuali covenant e garanzie.

Questa operazione di sistema ha previsto 9 emissioni totali, caratterizzate da importi diversi, tra i € 500 mila ed € 1,6 milioni. Il valore delle singole emissioni è stato valutato in funzione delle esigenze e possibilità finanziarie delle imprese emittenti. La data di scadenza prevista è al 31 dicembre 2024, con un rimborso graduale in più fasi nel corso del tempo ed un preammortamento di 1 anno.

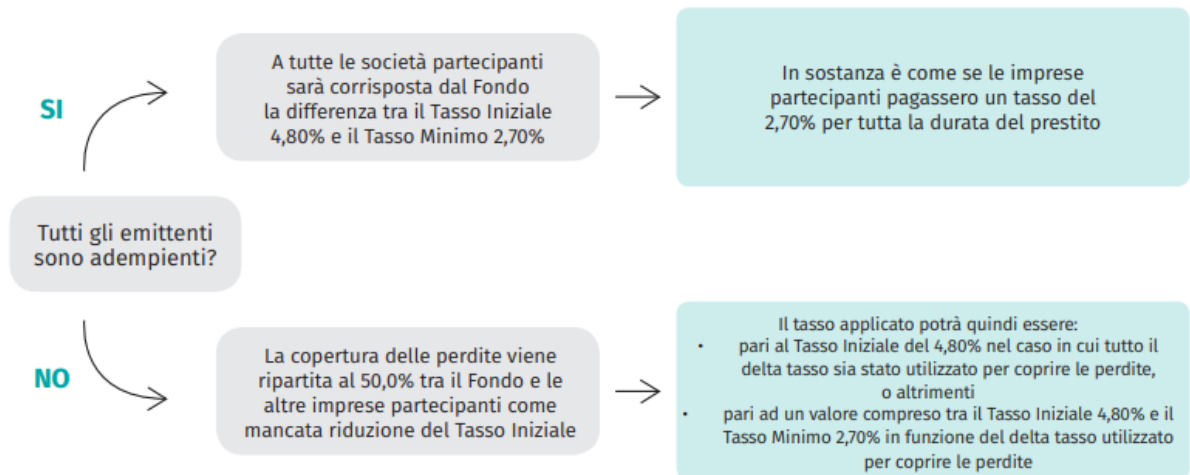


Figura 4 - Tassi di interesse.

“Al fine di garantire un corretto profilo di rischio-rendimento e conseguentemente di tassi di interesse più competitivi per le imprese, l’operazione prevede:

- Un tasso fisso massimo pari al 4,80% (il «Tasso Iniziale») uguale per tutti gli emittenti partecipanti;
- Nel caso in cui non si verifichi alcun inadempimento da parte delle imprese partecipanti, il tasso fisso applicato a ciascun emittente sarà pari al 2,70% (il «Tasso Minimo») e il «delta» interessi - precedentemente corrisposto dalle imprese al Fondo - sarà rimborsato e conguagliato dal Fondo alle imprese. In caso di default di uno o più emittenti la cascata dei pagamenti prevedere che intervengano (a) al 50,0% il Fondo e (b) per il rimanente 50,0% le altre imprese emittenti attraverso una mancata riduzione del Tasso Iniziale. È in ogni caso inteso che il tasso di interesse applicato alle imprese non potrà mai essere superiore al Tasso Iniziale”.⁴⁰

“A differenza delle precedenti operazioni di sistema realizzate da Finint, tenuto conto della dimensione complessiva, l’operazione Trentino *Mini-Bond* non prevede la presenza di una SPV con cartolarizzazione dei *minibond* sottostanti e pertanto risulta essere una struttura più flessibile, commisurata alle esigenze del Fondo e alla natura delle imprese del territorio”.⁴¹

3.3 Il caso di Sartori Legno S.r.l.

“Sartori Legno S.r.l. è stata fondata nel 1981 dall’attuale Socio Luigi Sartori, la sua sede è situata a Fondo in Val di Non (TN). La lavorazione dell’azienda inizia dal taglio dei tronchi acquistati nei boschi del nord Italia, principalmente in Trentino e sull’altipiano di Asiago, ma anche dalla Lombardia e Toscana; in questo periodo l’azienda è impegnata nel recupero e

⁴⁰ Crescita e Finanza Alternativa: “*Un Matrimonio Inevitabile - Trentino Minibond*”.

⁴¹ Nordest Economia : “*Trentino Minibond, il nuovo basket bond di Finint SGR*”.

valorizzazione dei tronchi sradicati dall'uragano Vaia. Segue poi la trasformazione in tavole tramite due moderni impianti di segheria e le stesse tavole vengono infine assemblate e inchiodate da sei linee di chiodatura automatiche che realizzano il principale prodotto "Il Palltes". Una parte di questi viene successivamente sterilizzato o essiccato tramite quattro impianti termici. Dalla lavorazione l'azienda ricava anche una ingente quantità di biomassa divisa tra: segatura destinata alla produzione di pellet combustibile, cippato di legno destinato alle centrali di teleriscaldamento e la corteccia che viene conferita nella centrale termica consociata Bioenergy Anaunia Spa con la quale si scalda gran parte del paese di Fondo e si alimentano gli impianti di sterilizzazione ed essiccazione. L'azienda dispone di 2 stabilimenti, situati a Fondo (TN) e a Mezzolombardo (TN), per un'area complessiva di 55.000 mq, di cui 12.000 mq coperti e impiega ad oggi 55 persone. Il mercato di destinazione dei prodotti di Sartori Legno abbraccia svariati ambiti industriali (medicale, alimentare, edilizia, ecc...) con una forte diversificazione industriale che può garantire profili di crescita costanti grazie ad un incremento globale del trasporto delle merci con particolare riferimento per l'Italia che ha da sempre una forte vocazione all'export".⁴²

3.3.1 Prima e dopo l'emissione: struttura patrimoniale ed economica

La Sartori Legno S.r.l. con l'emissione del prestito obbligazionario sottoscritto dal Fondo Strategico Trentino - Alto Adige, a partire dal 2019 dà il via ad una fase di miglioramento della propria struttura finanziaria. Riequilibrando la durata di finanziamenti in linea con la durata degli investimenti, trasformando debiti a breve in debiti a lungo termine, riesce a cogliere opportunità di mercato tali da raggiungere risultati economici molto importanti nel 2022. La crescita e l'efficientamento della produzione avvenuto tra gli anni 2020 e 2022 con l'inserimento di impianti ad alte prestazioni tecnologiche, ha portato la società ad ampliare il sito produttivo e lanciare un nuovo prodotto, il pellet. In questo paragrafo si vuole porre l'attenzione su alcune grandezze di stato patrimoniale e conto economico come le immobilizzazioni materiali, l'andamento dei debiti verso banca e dei mezzi propri e l'*EBITDA*.

Negli esercizi 2019 e 2020 la società ha inizialmente rafforzato la propria struttura patrimoniale attraverso la rivalutazione monetaria dei macchinari aziendali. Si evidenzia una crescita del valore delle immobilizzazioni materiali che passano da 4,7 milioni di euro del 2018, ai 6,6 milioni di euro del 2019, ai 11,7 milioni di euro del 2020 e nel passivo, e della voce della riserva di patrimonio netto di 3,9

⁴² Nordest Economia: "Trentino Minibond, il nuovo basket bond di Finint SGR".

milioni di euro nel 2020. Questo primo assetto patrimoniale consentirà alla società di dare concretezza al vero piano di investimenti negli anni 2021 e 2022. Le immobilizzazioni materiali nel 2021 infatti, crescono di 5,4 milioni di euro per merito di un processo di innovazione dei macchinari aziendali. Il programma di investimenti nel 2022 ha portato all'acquisto di un nuovo sito produttivo per 4 milioni di euro e macchinari destinati alla produzione del nuovo prodotto per 4,6 milioni di euro.

Nel passivo dello stato patrimoniale del 2019 e 2020 si evidenzia il debito verso gli obbligazionisti per 1,6 milioni di euro a seguito dell'emissione del prestito obbligazionario. Come già detto precedentemente, la struttura dell'operazione prevedeva un periodo di preammortamento di due anni tale per cui il rimborso della quota capitale è partito dal 2021, anno in cui si inizia a notare il calo del debito. La struttura del debito evidenzia un incremento importante del debito verso il sistema bancario che passa da 11,3 milioni di euro del 2020 ai 18,4 milioni di euro del 2021, anno in cui la società ha iniziato il suo piano di investimenti. Nel 2022 il debito verso il sistema bancario scende a 9,3 milioni di euro, alleggerendo fortemente la dipendenza finanziaria dalle banche. Grazie ad un rimborso di 9 milioni di euro ottenuti dalle variazioni del capitale circolante netto. La minor dipendenza dal sistema bancario è dovuta principalmente ad un rafforzamento dei mezzi propri: il patrimonio netto passa dagli 8,6 milioni di euro ai 14,8 milioni di euro del 2021 ai 27,7 milioni di euro del 2022. Questa importante crescita del patrimonio netto è riconducibile all'apporto del risultato di esercizio del triennio, frutto di una crescente marginalità raggiunta dalla gestione aziendale.

L'emissione del *Bond* ha contribuito a riequilibrare la situazione finanziaria e migliorare il proprio *rating* creditizio. Ha rappresentato un'occasione importante, in principio, per avere una minore dipendenza dalle banche consentendo di diversificare le fonti di capitale, per poi rivolgersi al sistema bancario con una struttura finanziaria più adeguata e ottenere i finanziamenti ulteriori necessari alla crescita aziendale. Il caso Sartori Legno S.r.l. è il caso virtuoso di come una fonte di finanziamento non bancaria possa innescare un percorso di crescita e opportunità.

Stato patrimoniale					
Bilancio	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Attivo					
A. CREDITI VERSO SOCI	0	0	0	0	0
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.	24.053.108	18.684.237	13.231.512	8.070.564	6.167.276
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	59.970	87.404	24.500	15.710	824
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	21.555.809	17.138.465	11.761.293	6.624.862	4.762.846
B.II.1. Terreni e fabbricati	12.923.445	9.181.000	6.746.003	2.847.000	2.958.845
B.II.2. Impianti	8.296.341	5.067.883	3.228.159	3.312.219	1.334.204
B.II.3. Attrez. industriali	66.288	22.839	15.926	11.373	7.980
B.II.4. Altri beni	269.735	168.765	127.702	91.100	98.647
B.II.5. Imm. in corso/acconti	0	2.697.978	1.643.503	363.170	363.170
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	2.437.329	1.458.368	1.445.719	1.429.992	1.403.606
di cui: esigibili entro l'esercizio successivo	114.475	172.764	160.116	144.389	118.003
B.III.1. TOT Partecipazioni	2.085.583	1.285.604	1.285.603	1.285.603	1.285.603
C. ATTIVO CIRCOLANTE	29.983.516	30.458.988	19.126.828	16.019.187	11.512.910
C.I. TOTALE RIMANENZE	6.120.939	7.715.599	5.936.547	5.390.688	4.113.984
C.II. TOTALE CREDITI	18.828.840	18.518.081	12.343.388	10.245.428	7.398.856
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	5.033.737	4.225.308	846.893	383.071	70
C.IV.1. Depositi bancari	5.032.289	4.225.026	846.162	382.964	0
D. RATEI E RISCONTI	1.409.414	891.340	1.292.546	128.270	105.026
TOTALE ATTIVO	55.446.038	50.034.565	33.650.886	24.218.021	17.785.212

Figura 5 - Attivo Stato patrimoniale Sartori Legno S.r.l.

Passivo					
PATRIMONIO NETTO					
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	27.749.250	14.822.791	8.618.574	4.616.494	1.702.801
A.I. Capitale sociale	64.440	64.440	64.440	64.440	64.440
di cui: Versamenti in c/capitale	1.302.452	1.302.452	1.302.452	1.302.452	1.302.452
A.III. Riserva di rivalutazione	3.914.216	3.914.216	3.914.216	1.731.716	0
A.IV. Riserva legale	14.674	14.674	14.674	14.674	14.674
A.VI. Altre riserve	10.121.939	4.625.248	2.805.663	1.623.688	1.400.892
A.VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	237.271	-38.081	0	0	0
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	0	0	0	0	-131.744
A.IX. Utile/perdita di esercizio	13.396.710	6.242.294	1.819.581	1.181.976	354.539
B. TOTALE FONDI RISCHI	0	38.081	0	0	0
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	463.240	439.711	419.064	358.198	406.029
Debiti					
D. TOTALE DEBITI	23.556.025	32.856.715	24.242.479	18.846.563	15.272.262
D.1. Obblig.ni entro	320.000	320.000	0	0	0
D.1. Obblig.ni oltre	800.000	960.000	1.600.000	1.600.000	0
D.4. Banche entro l'esercizio	2.091.620	11.167.897	7.540.180	5.009.936	4.655.358
D.4. Banche oltre l'esercizio	7.381.760	7.173.254	3.844.426	1.753.276	2.344.135
D.7. Fornitori entro	7.115.170	6.626.985	6.643.229	4.719.122	6.469.248
D.7. Fornitori oltre	2.779.451	3.235.967	2.832.773	3.382.681	0
D.12. Debiti Tributari entro	2.596.951	2.761.435	612.087	792.512	882.123
D.12. Debiti Tributari oltre	0	0	340.992	344.478	190.462
D.13. Istituti previdenza entro	146.851	146.153	88.350	98.237	80.531
D.13. Istituti previdenza oltre	0	0	38.022	176.974	438.213
D.14. Altri Debiti entro	324.222	465.024	702.420	969.347	212.192
D. DEBITI A BREVE	12.594.814	21.487.494	15.586.266	11.589.154	12.299.452
D. DEBITI A OLTRE	10.961.211	11.369.221	8.656.213	7.257.409	2.972.810
Total debiti entro l'esercizio	12.594.814	21.487.494	15.586.266	11.589.154	12.299.452
Total debiti oltre l'esercizio	10.961.211	11.369.221	8.656.213	7.257.409	2.972.810
E. RATEI E RISCONTI	3.677.523	1.877.267	370.769	396.766	404.120
Aggio sui prestiti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
TOTALE PASSIVO	55.446.038	50.034.565	33.650.886	24.218.021	17.785.212

Figura 6 - Passivo Stato patrimoniale Sartori Legno S.r.l.

Il piano di investimenti 2020-2022 ha avuto come obiettivo l'aumento dell'efficienza produttiva e la crescita del valore della produzione. La crescita del valore della produzione, il miglioramento della marginalità e i risultati ottenuti

negli anni hanno consentito di raggiungere un livello di sostenibilità e una struttura finanziaria equilibrata. Il valore prodotto dai 19,3 milioni di euro del 2018 ai 62,3 milioni di euro del 2022. La progressiva crescita è il risultato di una favorevole combinazione tra la situazione di mercato e una struttura finanziaria equilibrata. L'*EBITDA* che rappresenta il valore della produzione al netto dei costi della produzione prima degli ammortamenti e delle svalutazioni cresce in percentuale sulle vendite dal 6% del 2018 fino al 31,6% del 2022.

Conto economico					
Bilancio	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato
	ICS	ICS	ICS	ICS	ICS
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	62.300.143	39.978.421	23.700.045	22.668.474	19.310.076
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	60.819.814	39.310.257	23.337.117	22.364.774	19.046.733
A.5. Altri ricavi	1.480.329	668.164	362.928	303.700	263.343
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	44.651.525	31.624.082	21.203.641	20.984.225	18.584.094
B.6. Materie prime e consumo	23.243.944	19.686.289	11.712.727	14.410.695	12.456.058
B.7. Servizi	11.645.360	7.879.074	5.557.629	4.464.460	4.081.448
B.8. Godimento beni di terzi	1.580.441	1.233.598	997.046	491.078	406.666
B.9. Totale costi del personale	4.092.593	3.335.578	2.441.879	2.197.753	2.053.653
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	2.106.352	1.102.113	890.754	408.105	488.734
B.11. Variazione materie	1.594.660	-1.779.052	-545.859	-1.276.704	-1.264.474
B.14. Oneri diversi di gestione	388.175	166.482	149.465	288.838	362.009
RISULTATO OPERATIVO	17.648.618	8.354.339	2.496.404	1.684.249	725.982
Valore Aggiunto	23.847.563	12.792.030	5.829.037	4.290.107	3.268.369
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-219.395	-249.028	-158.775	-136.780	-203.021
C.15. Tot. proventi da partecip.	30.174	30.174	30.174	50.290	0
C.16. TOT Altri Proventi	25.001	319	74	11.211	10.245
C.17. Totale Oneri finanziari	274.570	279.521	189.023	198.281	213.266
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	17.429.223	8.105.311	2.337.629	1.547.469	522.961
20. Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	4.032.513	1.863.017	518.048	365.493	168.422
Imposte correnti	4.032.513	1.863.017	518.048	365.493	168.422
21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	13.396.710	6.242.294	1.819.581	1.181.976	354.539

Figura 7 - Conto economico Sartori Legno S.r.l.

3.3.2 Analisi della dinamica strutturale: gli indici

Gli indici di bilancio sono strumenti utilizzati per analizzare la salute di un'impresa e valutare le sue prestazioni. Questi valori sono calcolati utilizzando i dati dei bilanci riclassificati e forniscono informazioni sulla liquidità, la redditività, l'efficienza operativa e la solvibilità. Si propone quindi di analizzare i principali indici di Sartori Legno S.r.l considerando le tre dimensioni aziendali come di seguito riportate in tabella.

Patrimoniali	Finanziari	Redditali
Debito/Equity	Debito/EBITDA	Return on Asset (ROA)
Leva finanziaria (totale debiti/mezzi propri)	PFN	Return on Equity (ROE)
Indipendenza Finanziaria (mezzi propri/attivo in %)	PFN/EBITDA	Return on Sales (ROS)

Tra gli indicatori patrimoniali analizziamo la variazione del rapporto Debito/*Equity*, della leva finanziaria e dell'indice di indipendenza finanziaria. I primi due indicatori patrimoniali sono misuratori del grado di indebitamento dell'impresa. In particolare, il primo rapporto vede al numeratore tutti i debiti finanziari contratti dall'impresa che definiscono la struttura patrimoniale e al denominatore le voci riguardanti il capitale conferito dai soci a titolo di rischio. Il secondo indicatore, la leva finanziaria, si distingue dal primo esprimendo il rapporto tra la totalità delle fonti raccolte dall'impresa e il valore del patrimonio netto. Infine, l'indice di indipendenza finanziaria esprime il grado di solidità patrimoniale dell'azienda in termini di rapporto tra il capitale proprio ed il totale dell'attivo dello stato patrimoniale. I valori di riferimento differiscono notevolmente a seconda della tipologia dell'analisi. Nell'ambito del rimborso del credito i valori di riferimento sono: buona capacità di soddisfare i propri obblighi finanziari per i valori sopra il 15%-20%, ottimi valori se si assestano sopra il 25-30% e valori critici sotto il 7%.

Indici Patrimoniali	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Debito/ <i>Equity</i>	0,38	1,32	1,51	1,81	4,11
Leva finanziaria (totale debiti/mezzi propri)	0,85	2,22	2,81	4,08	8,97
Indipendenza Finanziaria (mezzi propri/attivo) in %	50%	30%	26%	19%	10%

Il Rapporto di indebitamento (*Debt Equity Ratio*), serve a determinare il livello di sostenibilità di un'impresa. Più il rapporto debiti finanziari/capitale proprio è alto, più indica un indebitamento alto ed una struttura finanziaria poco equilibrata. La Sartori Legno nel 2018 evidenzia un indice D/E alto, pari al 4,11 sintomo di una struttura finanziaria non equilibrata che negli anni con l'intervento del *Bond* e la patrimonializzazione dell'impresa è arrivato allo 0,34 del 2022. Il rapporto *debt/equity* se risulta basso (sotto lo 0,30 circa) in genere è sintomo di una struttura finanziaria equilibrata.

La Leva finanziaria, a differenza, nel rapporto considera al numeratore tutte le fonti di finanziamento ed ha un andamento peggiore del *debt/equity ratio* per effetto del debito fornitori il cui livello negli anni è sempre stato elevato: 6,5 milioni nel 2018 per poi assestarsi su un livello dagli 8 ai 9,8 milioni nel quadriennio successivo.

Da ultimo, il livello di indipendenza finanziaria, espressa in percentuale mostra come la Sartori Legno dal 2018 al 2022 abbia sempre più finanziato progressivamente i propri investimenti con i mezzi propri. Il significativo incremento negli esercizi del patrimonio netto è principalmente riconducibile agli utili d'esercizio portati a nuovo.

Gli indicatori finanziari presi in esame sono la variazione del rapporto Debito/*EBITDA*, la Posizione Finanziaria Netto (PFN) e il rapporto tra la PFN/*EBITDA*. L'analisi delle dinamiche di solvibilità finanziaria considera il debito finanziario e il margine operativo lordo o *EBITDA*, risultato che riescono a produrre tramite lo svolgimento della loro attività caratteristica e che identifica la capacità da parte dell'impresa di poter ripagare le proprie obbligazioni tramite la generazione di ricchezza. La Posizione Finanziaria Netta è rappresentata dalla differenza tra passività finanziarie e attività finanziarie. Quando ha segno positivo significa che l'azienda è finanziariamente debitrice, ma non significa che sia necessariamente in prossimità di una crisi finanziaria; infatti, una certa percentuale di indebitamento verso le banche è da considerarsi fisiologica. Se invece il segno che la precede è negativo, significa che le attività finanziarie sono maggiori delle passività finanziarie. L'indicatore finanziario più interessante per misurare la capacità dell'impresa a far fronte ai suoi debiti tramite la creazione di valore generato dalla gestione caratteristica è rappresentato dal rapporto tra PFN/*EBITDA*.

Indici Finanziari	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Debito/ <i>EBITDA</i>	0,54	2,07	3,83	4,00	5,76
PFN	4.439.643	14.115.843	10.537.713	6.380.141	6.999.423
PFN/ <i>EBITDA</i>	0,22	1,49	3,11	3,05	5,76

Gli indici finanziari sopra riportati ben rappresentano l'evoluzione della situazione finanziaria della Sartori Legno che, dal 2018 al 2022, è riuscita a mettere la propria struttura debitoria al servizio di uno sviluppo aziendale di forte crescita sia in termini di investimento ma soprattutto in termini di marginalità e di flussi generati dal capitale circolante.

L'analisi della dimensione reddituale prevede l'utilizzo di 3 indicatori espressi in termini percentuali come il *ROA*, *ROE*, *ROS*, che indicano il flusso di reddito

prodotto da specifiche grandezze contabili come le attività, le vendite e il capitale di rischio investito. Il *ROA* è un indice di bilancio che misura la redditività degli *asset aziendali*, come: le immobilizzazioni, la liquidità disponibile, le attività finanziarie di varia natura, i crediti verso clienti e le materie prime e rimanenze. Misura la capacità di produrre reddito propria di questi elementi e si tratta di un indice che genera interesse soprattutto nei possibili investitori. Il *ROE* indica la redditività del patrimonio netto, ovvero il ritorno economico dell'investimento effettuato. Viene considerato un buon indice se supera almeno di 3 - 5 punti il tasso di inflazione. Individuando il 2% come tasso di inflazione ottimale, un buon valore del *ROE* può essere compreso tra il 5-7%. La redditività delle vendite (in inglese *ROS*, ovvero *return on sales*) è il rapporto tra il risultato operativo caratteristico e le vendite nette del periodo. Questo rapporto ci indica quanto le vendite siano redditizie e quale sia la capacità remunerativa dei flussi di ricavi dell'impresa. L'indicazione che ci fornisce è il ricavo netto conseguito per ogni euro di fatturato.

Indici Redditali in %	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Return on Asset (ROA)	31%	16%	7%	6%	3%
Return on Equity (ROE)	48%	42%	21%	26%	21%
Return on Sales (ROS)	29%	21%	10%	7%	3%

Gli indici redditali individuati rappresentano il risultato dell'efficientamento della produzione che ha beneficiato del piano degli investimenti 4.0 che abbiamo già ampiamente commentato, e che ha dato l'opportunità alla Sartori Legno di intercettare la forte espansione del mercato di destinazione (prezzi crescenti) e la grande disponibilità di materia prima (prezzi stabili), per effetto della tempesta Vaia avvenuta a novembre 2018.

Bibliografia

Libri o articoli accademici:

- A. Bandettini, “*Finanza Aziendale. Le fonti*”. Cedam, 1987. Cit.
- D. Venanzi, “*Il puzzle della struttura finanziaria*”. Pearson Italia, 2010.
- F. Di Lazzaro, “*La situazione finanziaria aziendale*”. Giuffrè 1994, p. 105.
- G. Forestieri, “*I nuovi canali di finanziamento delle imprese*”, 2014. Cit.
- L.F. Signorini, “*Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza*”, 2015. Cit.
- M. Massari, “*Le politiche finanziarie aziendali*”. Egea, 1988.
- Meiani, Rizzi e Sabatini, “*Guida ai Minibond, Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*”. Banca Editrice, 2015.
- P. Capaldo, “*Capitale proprio e capitale di credito ne finanziamento d'impresa*”. Giuffrè, 1967.
- P. De Luca e S. Ferri, “*Le scelte di finanziamento in ottica strategica*”. IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, 2009.
- S.C. Myers, “*The capital structure puzzle*”. Journal of Finance n.39, 1984.

Report di ricerca:

- 9° Report sui *Mini-Bond* del Politecnico di Milano (2023)
- Cassa Depositi Prestiti - comunicato stampa: *Basket Bond Italia*
- Competitività del sistema produttivo Struttura economica del Trentino e mappatura settoriale - ISPAT
- Fascicolo di bilancio completo (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Rendiconto Finanziario, Nota Integrativa, Relazione sulla Gestione e Certificazione revisore unico) degli esercizi dal 2018 al 2022 della Sartori Legno S.r.l.
- OSSERVITALIA - Rapporto Cerved 2021

Sitografia:

- Crescita e Finanza Alternativa: “*Un Matrimonio Inevitabile – Trentino Minibond*”.
- Decreto Sviluppo 22 giugno 2012 - art. 32, comma 13
- Nordest Economia: “*Trentino Minibond, il nuovo basket bond di Finint SGR*”.