

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione

a cura di
Vladi Finotto e Christine Mauracher



Edizioni
Ca' Foscari

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari:
sfide, management e innovazione

Studi e ricerche

39



Edizioni
Ca' Foscari

Studi e ricerche

Comitato editoriale | Editorial board

Antonio Rigopoulos (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Stefania De Vido (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Franz Fischer (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

María del Valle Ojeda Calvo (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Pietro Daniel Omodeo (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Andrea Pontiggja (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Silvia Vesco (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

Alessandra Zanardo (Università Ca' Foscari Venezia, Italia)

e-ISSN 2610-9123

ISSN 2610-993X



URL <http://edizionicafoscari.unive.it/it/edizioni/collane/studi-e-ricerche/>

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione

a cura di
Vladi Finotto e Christine Mauracher

Venezia
Edizioni Ca' Foscari - Venice University Press
2024

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione
a cura di Vladi Finotto e Christine Mauracher

© 2024 Vladi Finotto e Christine Mauracher per il testo

© 2024 Edizioni Ca' Foscari per la presente edizione



This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License
Quest'opera è distribuita con Licenza Creative Commons Attribuzione 4.0 Internazionale



Any part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted
in any form or by any means without permission provided that the source is fully credited.

Qualunque parte di questa pubblicazione può essere riprodotta, memorizzata in un sistema di
recupero dati o trasmessa in qualsiasi forma o con qualsiasi mezzo, elettronico o meccanico,
senza autorizzazione, a condizione che se ne citi la fonte.



Scientific certification of the Works published by Edizioni Ca' Foscari: the essay here published
has received a favourable evaluation by subject-matter experts, through a double-blind peer
review process under the responsibility of the Editorial board of the series. The evaluations were
conducted in adherence to the scientific and editorial criteria established by Edizioni Ca' Foscari,
using a dedicated platform.

Certificazione scientifica delle Opere pubblicate da Edizioni Ca' Foscari: il saggio qui pubblicato
ha ottenuto il parere favorevole da parte di valutatori esperti della materia, attraverso un processo
di revisione doppia anonima, sotto la responsabilità del Comitato editoriale della collana. La
valutazione è stata condotta in aderenza ai criteri scientifici ed editoriali di Edizioni Ca' Foscari,
ricorrendo all'utilizzo di apposita piattaforma.

Edizioni Ca' Foscari | Fondazione Università Ca' Foscari
Dorsoduro 3246 | 30123 Venezia
edizionicafoscari.unive.it | ecf@unive.it

1a edizione novembre 2024
ISBN 978-88-6969-835-4 [ebook]
ISBN 978-88-6969-836-1 [print]

Cover design: Lorenzo Toso



Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione / a
cura di Vladi Finotto e Christine Mauracher — 1. ed. — Venezia: Edizioni Ca' Foscari, 2024. — viii +
116 p.; 23 cm. — (Studi e ricerche; 39). — ISBN 978-88-6969-836-1.

URL <https://edizionicafoscari.it/it/edizioni4/libri/978-88-6969-836-1/>
DOI <http://doi.org/10.30687/978-88-6969-835-4>

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione

a cura di Vladi Finotto e Christine Mauracher

Abstract

Agrifood is a significant component of the Italian economy: alone it is worth about 4% of GDP; innovation and development of many complementary supply chains (foodtech, food equipment, mechanics) are driven by its products and processes. Together with food, an articulated economy grows that includes catering, hospitality and services. The fortunes of national food are linked to its association with tradition. Its future, however, depends on its ability to project these values into a tumultuously changing world. The environmental emergency, changes in demand, the restructuring of distribution channels, new geographies of consumption and production, the threats and opportunities posed by new technologies: around these 'breaking' points, agrifood companies will have to review their processes and strategies, their way of relating to markets and production and territorial ecosystems. The book analyses the challenges facing food companies and maps out possible trajectories of development and innovation.

Keywords Agrifood. Innovation. Foodtech. Sustainability. Supply chains.

Traiettorie di sviluppo per le imprese agroalimentari: sfide, management e innovazione

a cura di Vladi Finotto e Christine Mauracher

Sommario

Introduzione

Vladi Finotto, Christine Mauracher

3

Tendenze dei consumi e innovazione nell'industria agroalimentare

Christine Mauracher, Debora Slanzi

9

Il novel food fra paura, accettazione e risposte delle imprese

Francesca Checchinato, Cinzia Colapinto, Pietro Lanzini

25

Rendicontazione di sostenibilità nell'industria agroalimentare: un'analisi della letteratura

Marisa Agostini, Carlo Marcon

41

Tecnologie 4.0 e imprese agroalimentari: il ruolo delle relazioni con i fornitori e gli ecosistemi di supporto

Vladi Finotto, Monica Plechero

59

Per una finanza a supporto delle strategie agroalimentari

Giorgio S. Bertinetti

79

Lo sviluppo del turismo enogastronomico nei territori rurali a tradizione vitivinicola: opportunità e limiti

Chiara Rinaldi

99

Per una finanza a supporto delle strategie agroalimentari

Giorgio S. Bertinetti

Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract The chapter examines the role of finance in supporting the strategic growth and innovation of agrifood companies. It highlights how financial resources are essential for a company's operational and strategic activities, emphasizing both the sourcing and efficient use of capital. The text discusses how emerging trends like sustainability, digitalization, and AI are reshaping financial management, and how the agrifood sector, particularly exposed to environmental risks, must adapt to these trends to access capital markets. Innovative financial instruments such as private equity, minibonds, and crowd-funding are presented as key opportunities for the sector to secure long-term financing.

Keywords Finance. Agrifood. Sustainability. Innovation. Digitalization. Private Equity. Crowdfunding.

Sommario 1 Il ruolo della finanza in azienda. – 2 L'evoluzione del contesto finanziario: problemi e opportunità emergenti. – 3 Azioni necessarie per una moderna finanza in azienda.

1 Il ruolo della finanza in azienda

La finanza in azienda si occupa di tutto ciò che concerne il denaro, visto come fattore produttivo necessario per il suo avvio, la sua crescita e la sua operatività quotidiana.

Ciò non deve indurre a pensare che tale funzione aziendale sia esclusivamente dedicata alla ricerca di risorse sul mercato finanziario e del capitale, ossia alla composizione del lato destro dello stato patrimoniale; essa deve in effetti anche preoccuparsi del corretto utilizzo delle risorse, ossia del loro efficiente impiego dal lato dell'attivo

quella delle alternative presenti sul mercato stesso a parità di rischio. L'impresa diventa così un tassello importante del circuito virtuoso di crescita che il mercato mira ad alimentare.

Il rendimento è senza dubbio un fattore problematico per il settore agroalimentare. L'analisi delle performance economiche di 61.762 PMI italiane classifica tale settore come uno dei soli due settori critici nel 2017 quanto a ritorno sul capitale (Banca IFIS Impresa 2020).¹ Inserirsi nel circuito della finanza di mercato impone pertanto uno sforzo teso al recupero di efficienza se non addirittura all'innovazione strategica (Bertinetti 2023). Un importante contributo in tale direzione può venire dal cogliere le opportunità offerte dai macrotrend presupposti di questo volume: cambiamenti nei consumi, sostenibilità e digitalizzazione.

Focalizzando qui l'attenzione sui temi finanziari, si deve notare che la digitalizzazione accompagnata all'Intelligenza Artificiale (IA) apre la strada a importanti trasformazioni anche nell'attività del CFO² [fig. 2] agendo su almeno tre diverse leve (Agrawal et al. 2023):

- automatizzazione e miglioramento delle performance di attività ripetitive (ad esempio bozze di presentazioni e di bilanci);
- aumento della produttività e dell'efficienza del lavoro, attraverso la raccolta e l'organizzazione in modo coerente di un maggior numero di informazioni;
- accelerazione nella velocità di produzione della reportistica, agevolando in tal modo le scelte rilevanti.

1 Le valutazioni fanno riferimento ai bilanci, pre-Covid, dell'anno 2017, quando il solo settore delle costruzioni presenta risultati inferiori all'agroalimentare.

2 L'acronimo CFO, internazionalmente utilizzato sta per *Chief Financial Officer*, ossia il Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo dell'azienda.

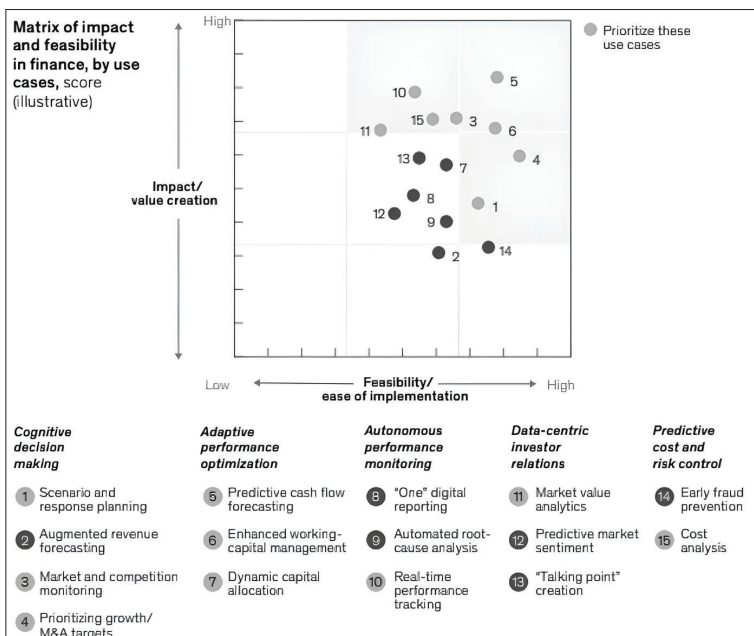


Figura 2 Matrice fattibilità/impatto dell'IA sull'attività del CFO. Fonte: Agrawal et al. 2023

La sostenibilità, dal canto suo, è ormai oggetto di plurime pressioni convergenti da parte di tutti gli stakeholder aziendali [fig. 3].

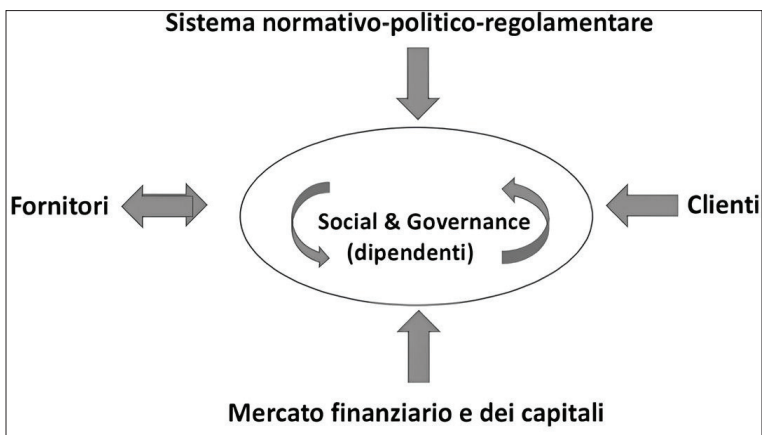


Figura 3 Stakeholder a crescente attenzione verso i temi ESG (Ambientali, Sociali e di Governance)

L'attenzione dei consumatori e la loro propensione ad acquistare prodotti biologici apre opportunità di innovazione strategica, passaggio importante verso il recupero della capacità di remunerare il capitale che deve coinvolgere l'intera filiera. Numerosi sono gli studi di finanza e le verifiche empiriche che testimoniano, tra l'altro:

- il maggior valore attribuito dal mercato alle imprese ESG *compliant* (Atz et al. 2021);
- la minore volatilità dei prezzi delle azioni delle società con migliore ESG rating anche in contesti di economia perturbata (Giakoumelou et al. 2022).

Il clima e l'ambiente di lavoro, che possono risentire in modo cospicuo delle energie aziendali dedicate ai fattori 'S' e 'G', sono determinanti per attirare i migliori talenti, un aspetto assai importante nell'impresa moderna, fondata sul sapere più che sulla forza fisica.

Il sistema normativo-politico e regolamentare sconta l'impegno condiviso a livello internazionale per la tutela dell'ambiente. La Direttiva EU 2022/2464 stabilisce l'obbligo di rendicontazione sui temi di sostenibilità per fasce di operatori economici crescenti nel tempo³ e, nel contempo, l'Italia dedica attenzione alla modernizzazione del settore agroalimentare, per il quale sono stati stanziati 4,9 miliardi di euro.⁴

L'opportunità di trovare risorse finanziarie varando un progetto di innovazione strategica rivolto alla sostenibilità è destinato a divenire strutturalmente funzionale per l'accesso all'intero mercato finanziario e dei capitali. Infatti, il 10 marzo 2021 è entrata in vigore in tutta Europa la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), prevista dal Regolamento UE 2019/2088, attraverso la quale si mira a fare del mercato finanziario e dei capitali un determinante elemento di propulsione verso la transizione ecologica.⁵

Il mondo della finanza, a cominciare dal sistema bancario, è ora tenuto a integrare i rischi di sostenibilità nei processi decisionali per la selezione degli impieghi ed è indotto a costruire strumenti finanziari che «promuovono caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche» (SFRD, art. 8). Diverse sono le esperienze concrete già maturate al riguardo con la comparsa di obbligazioni e di prestiti *sustainability linked*, i quali permettono

3 Si tratta della cosiddetta CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) che produrrà obblighi alle grandi aziende fin dalla pubblicazione dei bilanci 2024, per poi estenderli gradualmente a quelle di minori dimensioni.

4 L'importo comprende, oltre ai fondi del PNRR, anche le risorse del Fondo complementare stanziato dal Governo e quelle dell'iniziativa REACT-EU della Commissione europea.

5 Il Regolamento si applica a tutti gli intermediari regolati, ossia: banche; compagnie di assicurazione; società di gestione del risparmio; ecc.

anche significativi risparmi di costo del debito al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità conseguiti dall'impresa finanziata.

Esiste poi un secondo aspetto non meno rilevante da considerare: la tollerabilità del rischio da parte degli operatori presenti sul mercato. I progetti aziendali in cerca di nuova finanza devono quindi intercettare le controparti adeguate ai progetti stessi per propensione al rischio e per orizzonte temporale.

Anche relativamente ai rischi tollerabili dalle diverse categorie di operatori del mondo della finanza, gli assetti normativi e regolamentari stanno significativamente intervenendo, in particolare sul comportamento delle banche. Con riguardo ai temi qui oggetto di attenzione, nel novembre 2020 la Banca Centrale Europea ha prodotto la «Guida sui rischi climatici e ambientali», poi ripresa anche dalla Banca d'Italia, con la quale si introduce l'obbligo di misurazione e monitoraggio dell'esposizione ai rischi di tale natura cui sono esposte le aziende finanziate, i quali potrebbero di riflesso impattare sull'equilibrio economico e patrimoniale delle stesse banche. Ne emerge con urgenza la necessità da parte delle banche di rivedere le proprie procedure e di attivare la raccolta di nuove adeguate informazioni presso la clientela.

Le specificità del settore agroalimentare, particolarmente esposto ai rischi ESG, e soprattutto a quelli ambientali per effetto del cambiamento climatico, fanno sì che la tratteggiata tendenza evolutiva del mercato finanziario e del capitale sia destinata a dischiudere rilevanti opportunità per un più agevole accesso al capitale. Al contrario, non avviare tempestivamente meccanismi di attenzione e di rendicontazione della sostenibilità delle attività, dei processi e dei progetti aziendali espone al rischio di essere posti al margine anche del mercato finanziario e del capitale e, col tempo, di venirne persino espulsi.

L'adeguata conoscenza delle prospettive aziendali di generazione di FCFO e anche del profilo di rischio a esse correlato, comprensivo del rischio di sostenibilità, diventano allora fondamentali per individuare e intercettare le controparti di mercato.

2 L'evoluzione del contesto finanziario: problemi e opportunità emergenti

Le novità sopra ricordate si inseriscono in un contesto storico di profonda trasformazione del mercato finanziario e del capitale anche in Italia, indotta dalla crisi internazionale iniziata nell'estate del 2007, la quale, se da un lato ha portato importanti problemi, dall'altro lato ha stimolato interessanti innovazioni di prodotto e di processo.

2.1 I problemi

Le perdite subite per effetto dell'insolvenza dei debitori indotta dalla crisi economica internazionale emersa nel 2007 e nel 2008 hanno eroso il patrimonio di vigilanza degli istituti bancari i quali, di conseguenza, hanno visto scendere la quantità di finanziamenti nel complesso erogabili al settore privato per effetto dei vincoli introdotti dagli accordi di Basilea IV.⁶ Inoltre, il perdurare delle incertezze economiche, e il correlato timore di un permanente peggioramento della solvibilità delle imprese finanziabili e finanziate, ha costituito un ulteriore elemento di cautela che ha portato a concentrare gli impieghi bancari verso la clientela a più basso profilo di rischio. Considerando il 2002 come anno base, il rischio medio ponderato degli attivi bancari (RWA) [fig. 4] si è avvicinato al 60% nel 2022 (Banca d'Italia 2023).

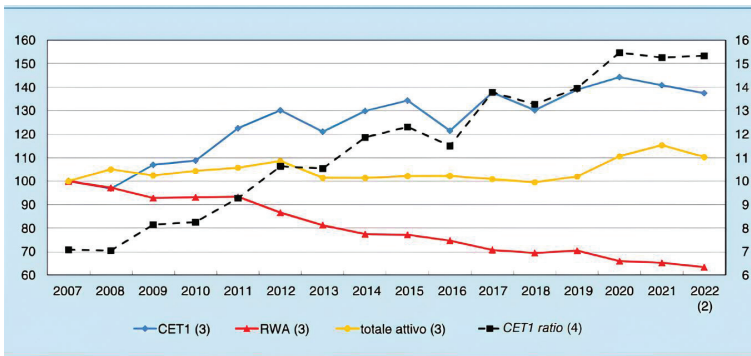


Figura 4 Capitale di migliore qualità e attività ponderate per il rischio delle banche e dei gruppi bancari italiani. Fonte: Banca d'Italia 2023, 178

⁶ Si pensi che il monte totale dei *Non Performing Loans* (NPL) in portafoglio al sistema bancario domestico è stato toccato nel 2015 con un importo pari a 341 miliardi di euro.

Le difficili condizioni economiche, combinate con i più stringenti controlli e vincoli imposti dalla Vigilanza, hanno quindi spinto il sistema bancario a essere molto più selettivo nell'erogare finanziamenti adottando un più rigoroso approccio basato sull'analisi dei fondamentali della clientela in coerenza con il dettame chiave della finanza dato dalla già ricordata combinazione rischio-rendimento in ottica prospettica.

2.2 Le opportunità

A fronte dell'evidenziato effetto di razionamento del credito da parte del settore bancario nuovi interessanti prodotti sono apparsi sul mercato e si sono ampiamente sviluppate categorie di operatori in precedenza marginali. Questi ultimi risultano anche strutturalmente capaci di accettare profili rendimento-rischio non più praticabili per le banche e anche di operare con la logica del 'capitale paziente', ossia in grado di attendere tempi medio-lunghi prima di monetizzare i rendimenti attesi e recuperare il capitale investito.

I tre casi di maggiore rilevanza, riguardano:

- il private equity;
- i minibond e il *private lending*;
- il crowdfunding.

Il private equity è l'attività svolta da investitori istituzionali che tipicamente investono nel capitale di rischio di società non quotate, di norma attraverso l'attivazione di fondi di investimento chiusi.⁷ L'investimento può comportare l'acquisto della totalità del capitale, oppure della maggioranza o ancora di una minoranza qualificata, a seconda della situazione specifica e delle linee strategiche prescelte dai gestori del fondo. In tutti i casi l'obiettivo perseguito è rivolto all'efficientamento e alla crescita di valore delle partecipate al fine di monetizzare un congruo profitto in occasione della dismissione della partecipazione nel medio periodo.

Nei 10 anni compresi tra il 2012 e il 2022 le operazioni di private equity perfezionate in Italia si sono moltiplicate con un patrimonio complessivo in mano agli operatori italiani salito nello stesso periodo da 3 a 24 miliardi di euro. Ancora più importante risulta oggi la presenza in Italia di operatori esteri, con investimenti saliti dai 1,3 miliardi nel 2012 a 46 miliardi nel 2022 (AIFI).⁸

7 Altre forme di private equity operano attraverso la creazione di holding, Special Purpose Acquisition Company (SPAC), Club deal, Fondi di fondi.

8 Gli importi si riferiscono agli investimenti in portafoglio a fine anno valorizzati al costo storico.

Si tratta dunque di un segmento del mercato dei capitali sempre più globale con flussi di investimenti internazionali assai importanti, che il nostro Paese riesce a intercettare in misura meno che proporzionale rispetto alla sua rilevanza economica. Sviluppare la cultura della relazione rischio-rendimento in capo alle imprese italiane del settore agroalimentare risulta pertanto importante per entrare nel circuito del private equity e aprire così un canale di raccolta di risorse 'pazienti' e disposte a sopportare rischi anche significativi, funzionali alla implementazione di strategie e piani di sviluppo sfidanti.

Il ricorso al private equity è infatti particolarmente adatto a supportare percorsi di crescita per linee esterne, ossia attraverso operazioni di M&A (Merger and Acquisition). Si tratta di percorsi assai utili nei settori molto frammentati, quale quello agroalimentare, dove esistono ampi spazi per:

- realizzare economie di scala attraverso aggregazioni orizzontali e raggiungere dimensioni coerenti con la moderna distribuzione commerciale per avviare la penetrazione dei mercati esteri;
- completare la gamma di prodotti con effetti positivi anche sul marchio;
- accrescere il livello qualitativo dei prodotti realizzati anche attraverso un maggiore impiego di risorse in ricerca e sviluppo;
- sfruttare le tecnologie digitali e l'intelligenza artificiale;
- promuovere integrazioni a monte per garantirsi la qualità della materia prima e la sostenibilità delle produzioni.

Un caso di particolare interesse per il settore qui oggetto di attenzione è quello recentemente avviato da Alcedo SGR S.p.A., con sede a Treviso, la quale ha negli anni avviato e gestito cinque fondi di private equity di dimensione compresa tra 170 e 238 milioni di euro ciascuno.

Nel 2019 Alcedo ha focalizzato l'attenzione sul settore food & beverage. La scelta è maturata considerando la rilevanza del settore in Italia, sia per dimensione assoluta che per peso rispetto al PIL, in un contesto di scarsa attenzione fino ad allora dedicata dal mondo del private equity a un settore altamente frammentato, con pochi grandi player e una moltitudine di imprese non grandi. In particolare, l'attenzione della SGR si è focalizzata sul segmento innovativo dei piatti pronti nel canale della Grande Distribuzione Organizzata (GDO), per il quale è stimato un forte potenziale di sviluppo anche in considerazione delle trasformazioni in atto dei modelli di consumo. Nel luglio del 2019 sono stati avviati gli investimenti con l'acquisizione di Eurochef Italia S.r.l., proseguiti poi nel giugno del 2021 con La Gastronomica S.p.A. e la costituzione della holding Gourmet Italian Food S.p.A che ha riunito sotto di sé tutte le successive acquisizioni in: Fabian S.r.l. (luglio 2021); Cucina Nostrana S.r.l. (ottobre 2021); Dep pieri S.r.l. (ottobre 2021); F.I.R.M.A. Italia S.p.A. (giugno 2023). Ne è risultato il gruppo focalizzato sintetizzato nella figura 3, con un sempre più ampio portafoglio prodotti: dagli antipasti al dessert, passando per gli snack e rispondendo alle diverse necessità e gusti proponendo sia ricette tradizionali che offerte in linea con gli ultimi trend quali il proteico e il salutistico. Tutte le acquisizioni compiute sono di tipo orizzontale, correlato e amichevole con ragioni prevalentemente strategiche e pertanto derivanti dalla volontà di creare valore, sinergie e crescita aziendale. Le diverse realtà erano già in origine in buona parte complementari in termini di prodotto, tipologia di conservazione (fresco e freschissimo, *ambient*) e cliente, tutte focalizzate principalmente sul canale GDO a eccezione di Fabian. Su tali basi sono state intraprese diverse direttrici di efficientamento, a livello produttivo, accentrando ove possibile le produzioni comuni così da saturare la produttività degli impianti e contenere i costi unitari di prodotto; a livello commerciale, grazie alla possibilità di aggregare un'ampia gamma di prodotti in un unico catalogo e un'unica rete di vendita in grado di coprire una più estesa area geografica e di promuovere attività di *cross-selling*; a livello di acquisti, per il maggior potere contrattuale esercitabile nei confronti dei fornitori di prodotti e di servizi. Nel contempo, è stato possibile coordinare azioni di ricerca e di crescente attenzione verso i temi della sostenibilità, con figure preposte ai temi ESG, nonché dotando gli stabilimenti di impianti fotovoltaici e orientandosi all'utilizzo di packaging e imballaggi riciclabili. Seppure il tempo intercorso dall'avvio del progetto sia breve, sono già visibili alcuni risultati, con una crescita del volume di attività successivo all'entrata nel Gruppo in crescita e a doppia cifra per tutte le società. Quanto alla marginalità, ragguardevole è il rapporto EBITDA/Ricavi prossimo al 17,5% già realizzato a livello di Gruppo Gourmet Italia Food nel 2022 su un ricavo complessivo di circa 80 milioni di euro, tanto più che sono da attendersi positive evoluzioni nei tempi richiesti dall'estrazione delle sinergie operative, in genere quantificabili in 2-3 esercizi. Il capitale di rischio fresco direttamente conferito dal private equity, insieme con le competenze apportate in tema di capacità di accesso al mercato del credito e di abilità manageriali sono le leve del successo di soluzioni finanziarie quale quella qui sintetizzata.

Numerose altre operazioni di private equity hanno interessato il settore agroalimentare negli ultimi anni, con impatti importanti in termini di crescita, come ad esempio i casi di Morato Pane S.p.A.; Rigoni di Asiago S.r.l.; Alajmo S.p.A.

Nel 2012 il d.l. 83/2012 'Sviluppo' e il d.l. 179/2012 'Sviluppo-bis' hanno rimosso i limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile alla emissione di obbligazioni e hanno al contempo introdotto alcune importanti semplificazioni fiscali.⁹ Ciò ha portato alla nascita dei cosiddetti minibond, strumento con cui le persone giuridiche anche di non grande dimensione hanno la possibilità di raccogliere finanziamenti a medio-lungo termine con vincolo di debito direttamente sul mercato.

I minibond possono essere sottoscritti soltanto da operatori professionali, possono essere a scadenza unica finale (c.d. *bullet*) o prevedere rate periodiche di rimborso (c.d. *amortizing*). La loro durata media si è assestata intorno ai 5,5 anni. Sull'onda di questa innovazione sono poi nati, anche grazie a una graduale revisione della normativa, fondi alternativi specializzati nel *private debt*, meno rigidi e più 'pazienti' rispetto al sistema bancario.

Si è così aperto un canale di raccolta importante che ha visto perfezionare fino alla fine del 2022, 1.461 emissioni di importo unitario inferiore a 50 milioni di euro, per una raccolta complessiva di 8,61 miliardi di euro, dei quali 3,56 miliardi da parte di emittenti appartenenti alla classe delle PMI secondo la definizione dell'EU [fig. 5]. Sempre alla fine del 2022 i fondi di *private debt* erano arrivati a gestire oltre 3,2 miliardi di euro di asset investiti sia in minibond sia in forma di finanziamenti *direct landing*.¹⁰

Si tratta dunque di importanti opportunità per raccogliere le risorse necessarie a sostenere percorsi di crescita, sempre a patto che vi sia un esplicito e credibile progetto, tale da permettere agli investitori la migliore percezione del profilo rendimento-rischio dell'opportunità loro presentata.

⁹ In particolare: è stata estesa alle società non quotate la deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario; è stata prevista la deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate; è stata disposta la esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in 'white list'.

¹⁰ Con il termine *direct lending* si intendono finanziamenti a medio-lungo termine erogati a favore di PMI da parte di soggetti istituzionali non bancari.

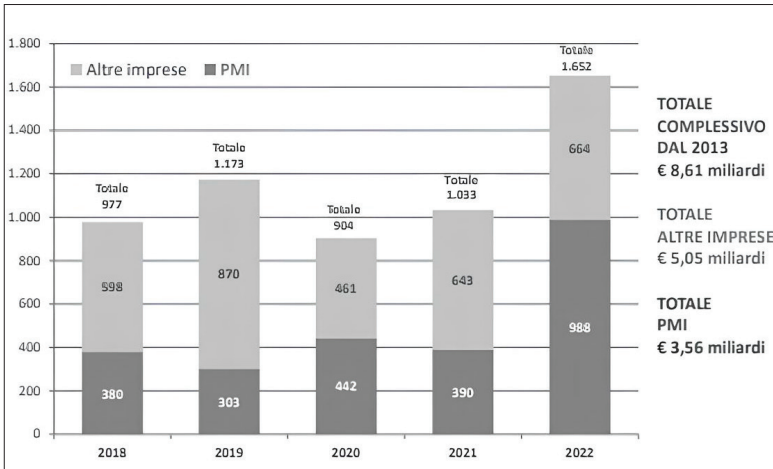


Figura 5 Risorse raccolte per categoria dimensionale degli emittenti di *minibond*.
Fonte: Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation 2023, 38

Di particolare interesse per le imprese non grandi sono le operazioni strutturate in forma aggregativa, c.d. *basket bond*. Si tratta di operazioni di emissioni coordinate da parte di più imprese, anche di piccole dimensioni, che vengono accorpate attraverso un processo di cartolarizzazione, così da raggiungere una massa critica tale da renderle interessanti per i grandi investitori istituzionali in quanto compatibili con le dimensioni dei portafogli da essi gestiti. I *basket* sono spesso focalizzati verso specifiche finalità, oppure settori di attività, oppure ancora aree geografiche. Frequente è la possibilità di godere di garanzie accessorie fornite da soggetti terzi, quale SACE o la Regione promotrice, il che contribuisce non soltanto alla facilità di collocamento, ma anche a contenere il tasso di interesse da proporre al mercato.

Da rilevare la presenza di due operazioni dedicate alla filiera agroalimentare, entrambe avviate nel 2021 e dedicate rispettivamente: alle imprese alimentari del Sud Italia (c.d. Bond Food Mezzogiorno) che vogliono migliorare la sostenibilità del proprio business e la propria dimensione internazionale;¹¹ e a quelle appartenenti all'industria vitivinicola (c.d. Basket Bond di filiera) con progetti di investimento in capacità produttiva e di espansione commerciale oltre confine.

11 Nel 2022 si è verificato un vero e proprio boom dei *minibond sustainability linked* e *green*, con 60 emissioni (23 nel 2021) per una raccolta complessiva di 305 milioni di euro (123 milioni nel 2021). Si conferma così l'importanza crescente delle tematiche ESG nell'accesso al mercato finanziario e dei capitali.

Il terzo caso, quello del crowdfunding, si distingue per dimensioni e per modalità operative. Si tratta infatti di una forma di raccolta diretta che mira a mobilitare un ampio numero di persone, ciascuna delle quali apporta una somma modesta per contribuire alla realizzazione di un progetto di importo relativamente contenuto, essendo stabilito per legge un tetto massimo di raccolta per operazione pari a 5 milioni di euro. Nato originariamente per sostenere iniziative *donation* e *reward*, ossia tipicamente non-profit, ha visto negli anni più recenti affermarsi prevalentemente operazioni di *lending* e, soprattutto, di *equity financing*, divenendo una efficace forma di finanziamento di progetti imprenditoriali.

All'inizio del 2021 Cassa Depositi e Prestiti (CDP) insieme con Unicredit hanno lanciato il progetto *Basket Bond di filiera* con l'obiettivo di finanziare i piani di sviluppo in Italia e all'estero delle imprese appartenenti a filiere strategiche dell'economia italiana attraverso l'emissione di minibond. Due sono le filiere rilevanti a tal fine individuate: quella vitivinicola e quella culturale.

Con riguardo alla filiera del vino nel biennio 2021-22 sono state perfezionate otto emissioni, sottoscritte al 50% da CDP e al 50% da Unicredit, portando complessivamente alle società emittenti oltre 40 milioni di risorse finanziarie fresche. Più in dettaglio, nel 2021 sono state effettuate tre emissioni a tasso fisso della durata di sette anni da parte di:

- Feudi di San Gregorio Società Agricola S.p.A., che ha raccolto 4 milioni di euro da destinare prevalentemente al potenziamento produttivo dello spumante classico (DUBL) per il quale sono previste interessanti potenzialità di crescita;
- Masi Agricola S.p.A., che ha raccolto 12 milioni di euro a supporto dei progetti strategici di crescita e di attenzione alla sostenibilità;
- Pasqua Vigneti & Cantine S.p.A., che ha raccolto 5 milioni di euro da dedicare al potenziamento del patrimonio vitivinicolo e tecnologico, nonché a rafforzare la presenza diretta sui mercati esteri più importanti.

Cinque ulteriori emissioni, della durata di sei anni a tasso variabile, sono state perfezionate nel 2022 da parte di:

- Barone Ricasoli S.p.A., che ha raccolto 4 milioni di euro da destinare alla realizzazione di un impianto fotovoltaico e al miglioramento dell'accoglienza turistica;
- Cantine Ermes società Cooperativa Agricola, che ha raccolto 2 milioni di euro da utilizzare per investimenti in attrezzature e macchinari destinati a elevare la qualità e l'efficienza delle produzioni;
- Cantine Paololeo, che ha raccolto 2 milioni di euro rivolti a iniziative di potenziamento della capacità produttiva e di rafforzamento della rete commerciale;
- Mastropasqua International S.p.A., che ha raccolto 5 milioni di euro finalizzati al sostegno del programma di investimento in vino 'riserva';
- Tenute Piccini S.p.A., che ha raccolto 6 milioni di euro da dedicare ai molteplici progetti previsti dal Piano strategico di sostenibilità e illustrati nel Bilancio di sostenibilità.

È ancora presto per trovare evidenze dell'impatto economico di queste iniziative sulle performance delle aziende emittenti, ma è fuori dubbio che la disponibilità di risorse adeguate per dimensione e per 'pazienza' abbia permesso di avviare progetti rilevanti sotto il profilo strategico e difficilmente sostenibili in autofinanziamento. Si conferma così che a fronte di progetti validi e interessanti per gli investitori la strada del minibond/private debt è praticabile per una gamma di imprese assai ampia, dando spazio anche a operazioni di importo alquanto limitato.

La promozione dei progetti e la raccolta delle risorse finanziarie avviene attraverso piattaforme digitali ed ha consentito, in ciascuno degli ultimi sei anni (2018-23), di completare un numero di campagne di *equity financing* sempre superiore a 100, con una punta di 170 nel 2021 per un totale raccolto di oltre 90 milioni di euro. Nel 2023 sono state perfezionate 129 operazioni con una raccolta complessiva di oltre 57 milioni di euro [fig. 6].

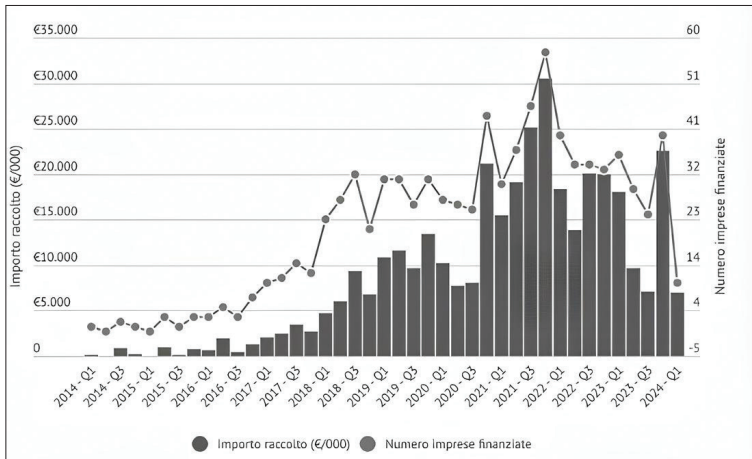


Figura 6 Equity crowdfunding: capitale raccolto e numero di imprese finanziate (dati trimestrali). https://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/#google_vignette

Si tratta dunque di un mercato nel complesso ancora di dimensioni modeste che opera a sostegno di iniziative di dimensioni contenute. In origine nella maggior parte dei casi i progetti finanziati riguardavano start up, ma nel biennio 2022-23 la quota di risorse raccolte da PMI già in essere è cresciuta arrivando a superare il 50% del totale.

Corposa risulta anche la raccolta di *lending crowdfunding*, che per la parte dedicata al business non immobiliare ha ormai raggiunto volumi annui di impieghi complessivi di difficile computo, ma nell'ordine di diverse centinaia di milioni di euro.¹²

¹² Ulteriori forme di *lending* innovative, le cui dimensioni sfuggono ad analisi statistiche affidabili, sono veicolate fuori delle piattaforme internet di crowdfunding in modalità P2P o sotto forma di *invoice trading*.

Nel marzo del 2020 si è chiusa la prima campagna di equity crowdfunding lanciata da Orapesce S.r.l., che ha generato una raccolta di 435.732 euro. L'operazione si è appoggiata sulla piattaforma Mamacrowd, la principale piattaforma italiana per investimenti in equity crowdfunding che fa parte del Gruppo Azimut, primario gruppo indipendente italiano nel settore del risparmio gestito. Orapesce è una start up innovativa nata nel 2018 per sviluppare e gestire una piattaforma digitale per l'acquisto e la consegna a domicilio di pesce fresco nostrano, già pulito e quindi pronto per essere cucinato, acquistato direttamente da cooperative di pescatori in base a un sostenibile processo a filiera corta e a elevata sicurezza alimentare per la piena tracciabilità e il continuo monitoraggio delle temperature, garanzia di qualità. Il servizio comprende anche la diffusione di ricette per agevolare la preparazione di piatti da consumare con il pesce acquistato. Nel 2019 la Società ha realizzato un fatturato di soli 75.000 euro all'interno di un mercato potenziale italiano dell'ittico fresco stimato in 3 miliardi di euro. In tale esercizio ha peraltro già attivato e consolidato i rapporti con circa 450 clienti con 1.500 ordini e un tasso di riacquisto mensile del 25%. L'elevato tasso di soddisfazione del cliente, fondato sulla riconosciuta qualità del pesce e sull'attenzione del servizio al cliente, ha da subito prodotto positivi riscontri sulla validità del progetto. Al fine di accelerare il processo di penetrazione del mercato, Orapesce avvia quindi una strategia rivolta a:

- sviluppare e implementare una campagna di comunicazione massiva;
- completare l'offerta con ulteriori tipologie di pescato e lavorazioni oltre che alimenti complementari al pesce;
- aumentare le giornate di consegna con un servizio logistico integrato;
- estendere la propria presenza al canale ho.re.ca., in cui era già stato avviato un progetto pilota;
- sviluppare un piano di internazionalizzazione in paesi confinanti con l'Italia (Austria e Svizzera *in primis*).

A tanto sono destinate la raccolta di risorse della campagna di crowdfunding perfezionata, con l'obiettivo di raggiungere già nel 2020 un fatturato di 530.000 euro. Il risultato è andato ben oltre le previsioni, con un fatturato 2020 di 651.000 euro (+22% sopra il budget) e, soprattutto, 12.000 consegne a 4.000 clienti. Orapesce ha così lanciato una seconda raccolta, chiusa nel settembre del 2021 con 1.125.000 euro, tesa a sostenere il promettente ritmo di crescita, attraverso le seguenti linee di azione:

- lancio di una nuova piattaforma digitale e attivazione di una piattaforma di gestione del magazzino integrato con l'e-commerce;
- attività di marketing e comunicazione volte al miglioramento della visibilità, delle performance di vendita online e all'aumento della base clienti;
- lancio di nuovi prodotti ittici e non (pasta, olio, altro) e lancio della linea 'ready to eat' per allargare il segmento di mercato verso l'enogastronomico;
- ottimizzazione e potenziamento rotte logistiche sulle città target.

In realtà, il rallentamento della crescita del commercio online negli anni post-Covid-19 ha frenato la crescita dei risultati rispetto alle previsioni, portando il fatturato a 585 mila euro nel 2021 e a 656.000 euro nel 2022. Sono stati di conseguenza rivisti e allungati a cinque anni i tempi di completamento dei progetti sopra citati, per i quali la Società già comunque dispone delle risorse finanziarie necessarie.

Di fronte a un progetto interessante, ben articolato e documentato, le 'nuove' strade della finanza possono quindi sostenere anche progetti di importo modesto e dall'elevato profilo di rischio, quali tipicamente quelli relativi all'avvio di nuove iniziative imprenditoriali.

Da notare che i tre trend evolutivi appena tratteggiati, private equity - minibond/*private debt* - crowdfunding, tendono anche a sovrapporsi tra di loro con progetti che si articolano su più modalità di raccolta contemporanee. Così, ad esempio, non è raro che fondi di private equity entrino in progetti offerti via crowdfunding; dal 2021, inoltre, alcune piattaforme sono anche autorizzate al collocamento di minibond emessi dalle società per azioni, segno di una evoluzione normativa, in atto a livello mondiale, destinata ad avvicinare masse crescenti di risparmiatori agli investimenti in attività non quotate. Proprio in questa stessa direzione va l'evoluzione degli European Long Term Investment Fund in vigore dal 10 gennaio 2024.¹³

3 Azioni necessarie per una moderna finanza in azienda

Quanto sopra esposto testimonia come si sia aperta anche in Italia una nuova strada per la finanza d'impresa, strettamente allineata ai modelli di riferimento della finanza neoclassica e quindi protesa al sostegno di strategie destinate a creare valore per effetto della capacità di dare adeguata remunerazione nel tempo ai rischi cui inevitabilmente si espone chi apporta, a qualunque titolo, le risorse finanziarie necessarie all'implementazione della strategia stessa.

È dunque importante che il settore agroalimentare riesca a entrare nel circuito della 'nuova' finanza, imparando a cogliere le opportunità che ne derivano. Ciò richiede in prima istanza un ragionamento sui due parametri fondamentali già ricordati: rendimento e rischio. A tal fine è di primaria importanza attivare tempestivamente le seguenti accortezze preliminari:¹⁴

- sviluppare un chiaro orientamento al futuro, fatto di progetti articolati in un piano strategico di medio-lungo periodo;
- quantificare le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione del piano;
- fare analisi di scenario al fine di percepire il profilo di rischio che caratterizza il piano, rischio che, di conseguenza, si chiede di condividere agli operatori del mercato finanziario e del capitale.

Si tratta di prerequisiti fondamentali per riuscire a selezionare i prodotti e a individuare le categorie di intermediari coerenti con il profilo rendimento-rischio proposto e, cosa altrettanto importante, a predisporre una adeguata e credibile presentazione del profilo stesso.

¹³ Si tratta del Regolamento UE 2023/606 (c.d. ELTIF 2.0).

¹⁴ In questa stessa direzione spinge il documento dell'European Banking Authority (EBA) intitolato «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti».

In termini di comunicazione è inoltre importante dare evidenza alle modalità che si intendono attivare per mitigare il profilo di rischio e renderlo economicamente e finanziariamente tollerabile, il che vuol dire minimizzare le probabilità di insolvenza e di *default* conseguenti ai diversi scenari prefigurabili. Ugualmente importante è predisporre i cosiddetti *recovery plan*, ossia piani di intervento da attivare all'occorrenza in caso di eventi straordinari e di scenari catastrofici al fine di ridurre i tempi di intervento e garantire quindi la continuità operativa. In questi ambiti i rischi ESG stanno assumendo grande rilevanza e non possono essere dimenticati, sia nella loro dimensione materiale sia in quella legata alla transizione ecologica.

Testimoniare la piena conoscenza e padronanza dei rischi d'impresa e, con esse, fornire una chiara evidenza delle capacità manageriali su cui l'impresa può fare affidamento, sono di primaria importanza per evitare l'insorgere di un percepito 'rischio informativo' cui spesso si deve l'incapacità di dialogo e il mancato punto di intesa tra impresa e mercato finanziario.

Bibliografia

- Agrawal, A.; Ellencweig B, Sood, R.; Tam, M. (2023). «Gen AI: A Guide for CFOS. How Should CFOS Approach Generative AI – Enterprise-Wide and in the Finance Function – and What can They Do Right Now to Rapidly Climb the Learning Curve?». *Strategy & Corporate Finance Practice, McKinsey & Company*, November, 1-8.
- AIFI (2022). «Il mercato italiano del private equity e del venture capital». <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>
- Akerlof, G.A. (1970). «The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism». *Quarterly Journal of Economics*, 3, 488-500.
- Atz, U.; Liu, Z.; Bruno, C.C.; Holt, V.T. (2021). *Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-Analysis, and Propositions*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3708495
- Banca d'Italia (2023). *Relazione annuale, anno 2022*. Roma, 31 maggio, 1-31.
- Banca IFIS (2020). *Market Watch PMI*, febbraio, 15-29. <https://www.bancaifis.it/studi-e-ricerche/market-watch-pmi-fattore-i-febbraio-2020/>
- Bertinetti, G.S. (2021). «Il ruolo della finanza in azienda». Beltrame, F.; Bertinetti, G.; Sclip, A. (a cura di), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: Giappichelli Editore.
- Bertinetti, G.S. (2023). «Changes in SMES Financing: Risks and Opportunities for Agro-Food Companies». *Economia agro-alimentare/Food Economy*, 25.
- CSRI (2022). «The Young Consumer and Path to Sustainability». February. <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/csri-the-young-consumer-and-a-path-to-sustainability.pdf>
- De Luca, R.; Lucido, N. (2022). «Finanza sostenibile e fattori 'ESG': stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità». *Documento di ricerca CNDCEC*. <https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/>
- Giakoumelou, A.; Salvi, A.; Bertinetti, G.S.; Micheli, A. (2022). «2008's Mistrust Vs 2020's Panic: Can ESG Hold Your Institutional Investors?». *Management Decision*, 60(10), 2770-85.
- Politecnico di Milano (2023). *Osservatorio Entrepreneurship Finance & Innovation. 8° Report italiano sui Minibond*.